

CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HDG)

ĐIỆN

Giá hiện tại	VND26.550
Cao nhất/ thấp nhất 52 tuần	VND32.450/VND21.977
Giá mục tiêu	VND34.100
Giá mục tiêu trước đó	VND35.700
Consensus	10,4%
Tiềm năng tăng giá	28,4%
Tỷ suất cổ tức	1,6%
Tổng tỷ suất sinh lời	30,0%

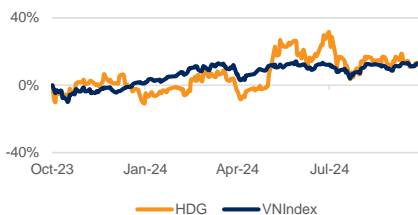
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tiêu cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	351,5
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	4,5
Sở hữu NN (tr USD)	124,5
Số CP lưu hành (tr)	336,3
Số CP sau pha loãng (tr)	336,3

	HDG	Ngành	VNI
P/E trượt	16,0x	34,9x	14,6x
P/B hiện tại	1,4x	1,3x	1,8x
ROA	4,8%	4,4%	2,2%
ROE	9,0%	6,0%	12,0%

\*dữ liệu ngày 23/10/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1 T	3T	12 T
HDG	-7,5%	-8,0%	12,1%
VNIndex	-0,2%	1,2%	14,6%

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Trọng Thông	31,8%
Nguyễn Văn Tố	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](mailto:tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn)

KHẢ QUAN (từ TRUNG LẬP)

Giá BĐS tăng mạnh hỗ trợ triển vọng Charm Villa

- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 28,4% và tỷ suất cổ tức 1,6%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 4,5% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 14,8% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Giá mục tiêu giảm do chúng tôi hạ dự phóng EPS trong hai năm 2024-25, trong khi đó giả định WACC giảm nhẹ.
- P/E trượt ở mức 16,0, mức định giá hấp dẫn xét đến tăng trưởng LN giai đoạn 2025-26 đầy hứa hẹn.

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng Q2/24 tăng gấp đôi svck, đạt mức 74 tỷ đồng, chủ yếu nhờ chi phí SG&A và chi phí tài chính giảm.
- Chúng tôi dự báo LN ròng sẽ tăng trưởng 6%/102% svck trong giai đoạn 2024-25, chủ yếu nhờ vào việc mở bán dự án Charm Villa giai đoạn 3 và mảng thủy điện phục hồi.

Luận điểm đầu tư

Sản lượng thủy điện được cải thiện, tuy nhiên không được như kỳ vọng

Sự trở lại của pha La Nina cuối năm 2024 sẽ là động lực tăng trưởng mảng thủy điện giai đoạn nửa cuối 2024 và 2025. Tuy nhiên, với lượng mưa khu vực miền Trung thấp hơn kỳ vọng trước đó của chúng tôi, sản lượng thủy điện dự kiến sẽ giảm 1,6% svck. Chúng tôi cho rằng tác động của La Nina sẽ rõ rệt hơn vào năm 2025, nâng sản lượng thủy điện tăng 10% svck, đạt mức 1,3 tỷ kWh. Mặc dù vậy, giá bán bình quân thấp hơn do tỷ lệ alpha cao hơn (hạn chế doanh thu bán hàng trên thị trường cạnh tranh) có thể làm giảm 5% giá bán trung bình dự kiến 2024 đối với các nhà máy thủy điện tham gia CGM (Sông Tranh 4, Đăk Mi 2).

Cơ sở bất động sản tại Hà Nội hỗ trợ giá bán, Charm Villa sẽ là động lực tăng trưởng LN chính trong giai đoạn 2025-26

HDG một lần nữa hoãn ra mắt những sản phẩm cuối cùng của dự án Charm Villas. Tuy nhiên, đợt tăng giá mạnh mẽ của BĐS khu vực Hà Nội từ đầu năm đã đẩy giá Charm Villa tăng 32% svck trên thị trường thứ cấp, củng cố tiềm năng sinh lời của dự án. Chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ ra mắt và bàn giao các căn còn lại của Charm Villa trong giai đoạn 2025-26, nâng doanh thu bất động sản tăng 320% vào năm 2025, đạt 1.700 tỷ đồng trước khi giảm 45% vào 2026 còn 900 tỷ đồng do thiếu các dự án gối đầu.

Tuy gặp vấn đề pháp lý, Hồng Phong 4 vẫn đang hoạt động bình thường

Hồng Phong 4 được đầu tư theo quy hoạch phát triển năng lượng của tỉnh Bình Thuận, dự án đã có quyết định giao đất với mục đích xây dựng công trình năng lượng, nhưng đồng thời khu đất này cũng nằm trong vùng đất dự trữ khoáng sản titan nhưng chưa có hướng dẫn của Chính Phủ. Do đó, Hồng Phong 4 có nguy cơ điều chỉnh giá bán điện sau khi có kết luận của Thanh tra Chính phủ. Tuy nhiên, nhà máy điện mặt trời hiện vẫn đang được EVN duy động toàn bộ công suất, chúng tôi sẽ theo sát diễn biến để đánh giá đầy đủ các tác động.

Tài chính vững mạnh tạo nền tảng cho giai đoạn tăng trưởng tiếp theo

Tình hình tài chính lành mạnh, cùng với quỹ đất dồi dào ở các thành phố lớn, tạo nền tảng cho giai đoạn tăng trưởng tiếp theo của HDG. Một khi các rào cản pháp lý liên quan đến những dự án hiện tại được tháo gỡ, quỹ đất của HDG sẽ hứa hẹn mang đến nhiều cơ hội phát triển tiềm năng.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	-19,5%	27,2%	4,7%	-33,9%
Tăng trưởng LN ròng	-35,1%	67,8%	13,6%	-41,6%
Biên LN gộp	59,5%	61,4%	63,7%	60,7%
Biên LN ròng	24,7%	32,6%	35,3%	31,2%
P/E (lần)	12,8	7,4	6,5	11,2
P/B (lần)	1,4	1,1	1,0	0,9
ROE	12,6%	17,9%	16,9%	8,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Dự phóng năm 2026 chưa tính đến các dự án tiềm năng do thông tin chi tiết còn hạn chế

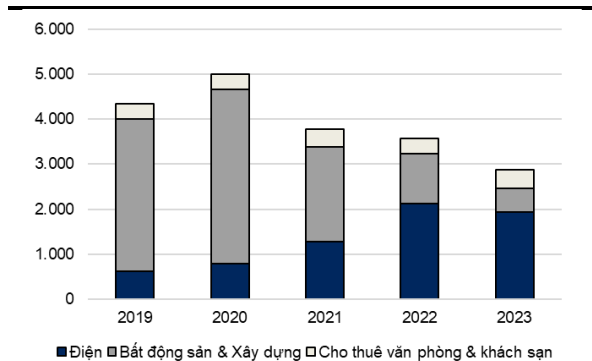
## Tổng quan doanh nghiệp

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), Hado Charm Villas (năm 2020).

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	484	16,1
Nậm Pông	Nghệ An	52%	2014	30	123	738	24,6
Nhạn Hạc	Nghệ An	52%	2018	59	220	1.300	22,0
Sông Tranh 4	Quảng Nam	63%	2021	48	180	1.536	32,0
Đak Mi 2	Quảng Nam	98%	2021-22	147	450	3.675	25,0
<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	1.460	30,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD: Cắt giảm chi phí hỗ trợ lợi nhuận

Hình 3: Tóm tắt kết quả kinh doanh của HDG Q2/24

tỷ đồng	Q2/24	% svck	6T24	% svck	sv. Dự phóng cả năm
Doanh thu	560	-7,4%	1.408	-9,8%	38%
Bất động sản	80	-20,4%	399	-3,3%	34%
Điện	348	-11,6%	762	-18,7%	38%
Cho thuê & dịch vụ khách sạn	114	3,2%	229	8,5%	49%
LN gộp	282	-8,8%	720	-18,6%	32%
Bất động sản	48	68,7%	169	8,9%	26%
Điện	180	-24,6%	446	-30,0%	32%
Cho thuê & dịch vụ khách sạn	54	29,2%	106	13,2%	53%
Chi phí BH&QLDH	52	-27,2%	88	-18,4%	38%
Chi phí tài chính ròng	99	-24,4%	180	-34,1%	51%
LN trước thuế	138	44,7%	444	-10,2%	27%
LN ròng	74	110,0%	285	-15,6%	24%
Biên LN gộp	50,4%	-0,8 điểm %	51,2%	-5,5 điểm %	
Biên LN ròng	13,3%	7,4 điểm %	20,3%	-1,4 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Sản lượng thủy điện tiếp tục giảm trong Q2/24 do khô hạn kéo dài

Doanh thu điện giảm 11,6% svck xuống còn 348 tỷ đồng và LN gộp giảm 24,6% svck xuống còn 180 tỷ đồng. Hạn hán kéo dài ở miền Trung và miền Nam khiến sản lượng thủy điện thấp, trong khi EVN siết chặt thị trường điện khiến giá bán thủy điện thấp hơn mặt bằng các năm trước.

### HDG ghi nhận doanh thu cuối từ Charm Villas giai đoạn 2

Doanh thu bất động sản nhà ở Q2/24 giảm 20,4% svck xuống còn 80 tỷ đồng do HDG ghi nhận doanh thu bàn giao còn lại từ Charm Villas giai đoạn 2. Biên LN gộp của mảng BĐS tăng 17,1 điểm % svck lên 36,4%. Chúng tôi kỳ vọng Charm Villas giai đoạn 3 sẽ mở bán trong nửa cuối năm 2024 và thúc đẩy tăng trưởng của HDG trong giai đoạn 2024-25.

### Chi phí BH&QLDN và chi phí lãi vay tiếp tục xu hướng giảm

Chi phí tài chính ròng Q2/24 giảm 27,2% svck xuống 52 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí lãi vay giảm 30% svck xuống 180 tỷ đồng và doanh thu tài chính tăng 33% svck lên 20 tỷ đồng. Ngoài ra, chi phí BH&QLDN Q2/24 giảm 27,2% svck xuống 52 tỷ đồng.

### Kết quả 6 tháng đầu năm 2024 phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Nhìn chung, doanh thu Q2/24 giảm 7,4% svck xuống còn 560 tỷ đồng trong khi lợi nhuận ròng Q2/24 tăng gấp đôi svck lên 74 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí BH&QLDN và chi phí lãi vay giảm. Lợi nhuận ròng 6T24 đạt 285 tỷ đồng (-15,6% svck), phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi dù chỉ hoàn thành 25% dự phóng cả năm. Chúng tôi kỳ vọng mảng thủy điện sẽ cải thiện mạnh trong nửa sau 2024 khi La Nina quay trở lại và việc mở bán Charm Villas giai đoạn 3 sẽ thúc đẩy tăng trưởng LN cho năm 2025-26.

**Sức khỏe tài chính vững vàng, tuy nhiên, đầu tư TSCĐ lại rất hạn chế**

**Hình 4: Phân tích bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)**

	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	494	855	633	925	1.160
Số ngày phải thu	159	187	123	134	174
Số ngày tồn kho	1.405	1.899	1.412	882	1.170
Số ngày phải trả	119	146	108	61	59
Chi phí đầu tư tài sản cố định	79	-42	44	6	10
Khấu hao	141	114	130	129	144
Tài sản cố định	8.870	8.820	8.811	8.714	8.587
Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	75%	68%	66%	59%	54%
Tỷ lệ bao phủ lãi vay	1,9	1,9	4,8	4,3	2,6
Chỉ số khả năng trả nợ	0,3	0,3	0,9	0,7	0,3

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Bảng cân đối kế toán của HDG thể hiện sự vững vàng. Tập đoàn đã cải thiện đáng kể quản lý phải thu ngắn hạn, với số ngày phải trả giảm một nửa trong một năm trở lại đây. Sự cải thiện tích cực này dẫn đến việc tăng gấp đôi dự trữ tiền mặt trong vòng 1 năm trở lại đây. Ngoài ra, tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu giảm từ 75% trong Q2/23 xuống 54% trong Q2/24. Thêm vào đó, EBIT 6T24 gấp 3,5 lần chi phí lãi vay cho thấy HDG vẫn đang có điều kiện tốt để thực hiện các nghĩa vụ nợ. Tuy nhiên, lượng đầu tư tài sản cố định khiêm tốn cho thấy doanh nghiệp đang ở trạng thái phòng thủ và triển vọng tăng trưởng của HDG sẽ không đột biến trong thời gian tới.

## Triển vọng 2024-25: Sự phục hồi của thị trường bất động sản sẽ thúc đẩy Charm Villas

Hình 5: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2024-25

tỷ đồng	Cũ		Mới		% svck		% thay đổi		Nhận xét	
	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024		2025
<b>Doanh thu</b>	<b>2.889</b>	<b>3.664</b>	<b>3.837</b>	<b>2.793</b>	<b>4.218</b>	<b>-3,3%</b>	<b>51,0%</b>	<b>-23,8%</b>	<b>9,9%</b>	Chúng tôi lùi thời gian mở bán dự án Charm Villa thêm một năm nữa sang 2025-26, do chưa quan sát thấy hoạt động bán hàng được triển khai.
Bất động sản	282	1.172	1.229	399	1.679	41,6%	320,8%	-66,0%	36,7%	
Điện	1.939	2.028	2.113	1.930	2.044	-0,5%	5,9%	-4,8%	-3,3%	Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng thủy điện 2024 do đã quá lạc quan về tình hình lượng mưa tại Q3/24. Thực tế là lượng mưa tại miền Trung không được như kỳ vọng.
Thủy điện	1.339	1.409	1.531	1.311	1.462	-2,1%	11,5%	-7,0%	-4,5%	
NLTT	596	619	582	619	582	3,8%	-5,9%	0,0%	0,0%	
Cho thuê văn phòng & khách s:	437	448	472	448	472	2,4%	5,4%	0,0%	0,0%	
<b>LN gộp</b>	<b>1.723</b>	<b>2.248</b>	<b>2.444</b>	<b>1.670</b>	<b>2.673</b>	<b>-3,1%</b>	<b>60,0%</b>	<b>-25,7%</b>	<b>9,3%</b>	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>60%</i>	<i>61%</i>	<i>64%</i>	<i>60%</i>	<i>63%</i>	<i>0,3%</i>	<i>5,9%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
Bất động sản	158	638	745	149	1.037	-5,5%	595,7%	-76,7%	39,1%	
Điện	1.332	1.411	1.488	1.322	1.425	-0,8%	7,8%	-6,3%	-4,2%	
Cho thuê văn phòng & khách s:	210	199	211	199	211	-5,0%	5,7%	0,0%	0,0%	
Chi phí BH&QLDN	179	229	243	177	263	-1,3%	48,6%	-22,6%	8,1%	
EBIT	1.454	1.983	2.178	1.465	2.384	0,8%	62,7%	-26,1%	9,5%	
Chi phí tài chính ròng	449	353	292	365	298	-18,8%	-18,5%	3,4%	1,7%	
<b>LN ròng</b>	<b>712</b>	<b>1.194</b>	<b>1.356</b>	<b>761</b>	<b>1.534</b>	<b>7,0%</b>	<b>101,5%</b>	<b>-36,3%</b>	<b>13,1%</b>	
EPS (đ/cp)	2.142	3.721	4.214	2.365	4.771	10,4%	101,7%	-36,3%	13,1%	

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

### Mảng bất động sản: HDG tiếp tục hoãn mở bán Charm Villa giai đoạn 3

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 (gần đây đã tăng lên gần 200 triệu đồng/m<sup>2</sup>) càng cho thấy HDG đang chọn thời điểm vàng để mở bán.

HDG dự kiến sẽ ra mắt và bàn giao các căn còn lại của Charm Villas trong giai đoạn 2025-26, đón đầu làn sóng phục hồi của thị trường bất động sản được thúc đẩy bởi: 1) mặt bằng lãi suất giảm; 2) Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực sớm hơn dự kiến, hỗ trợ tâm lý thị trường; và 3) Chính quyền địa phương làm việc để giải quyết các rào cản pháp lý cản trở các dự án bất động sản.

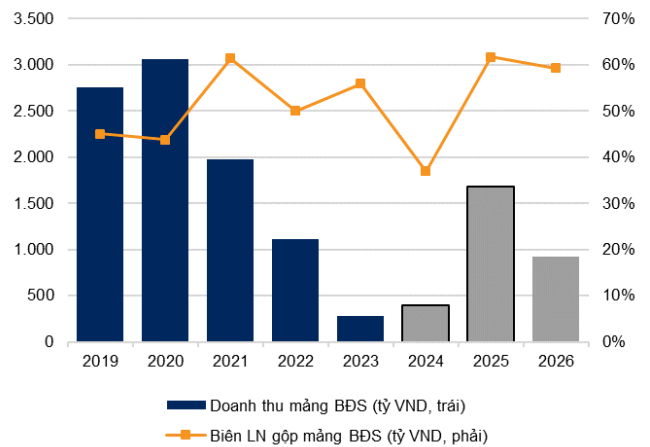
Nửa đầu năm 2024, HDG ghi nhận đợt doanh thu cuối cùng từ các căn hộ giai đoạn 2 được bàn giao, đạt tổng doanh thu 399 tỷ đồng. Bất chấp cơn sốt bất động sản kể từ đầu năm nay tại Hà Nội, HDG vẫn chưa vội vàng mở bán Charm Villas giai đoạn 3, trái ngược với kỳ vọng trước đó của chúng tôi là sẽ mở bán trong nửa cuối 2024. Do đó, chúng tôi lùi thời điểm mở bán giai đoạn 3 Charm Villas thêm một năm, dự kiến dự án sẽ ra mắt và bàn giao trong hai năm 2025-26, tạo ra 705 tỷ đồng/344 tỷ đồng LN ròng tương ứng. Những con số này thể hiện dự án sẽ là động lực tăng trưởng LN chính của HDG giai đoạn tới, chiếm 47% và 30% LN ròng trong hai năm 2025-26. Trong giai đoạn này, doanh thu bất động sản của HDG hoàn toàn đến từ việc bàn giao 72/36 căn còn lại tại Charm Villa.

**Biểu đồ 8: Giá chào bình quân của các căn Charm Villas đã bán trên Batdongsan.vn tính đến cuối tháng 9 tăng 32% svck, vượt đỉnh năm 2022 (Đơn vị: triệu đồng/m<sup>2</sup>).**



Nguồn: Batdongsan.vn, VNDIRECT RESEARCH

**Biểu đồ 9: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng bất động sản nhà ở HDG**



Nguồn: EVN, 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.

**Hình 6: Các dự án dự kiến của HDG**

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Thời gian triển khai					
					2024	2025	2026	2027	2028	
<b>DỰ ÁN NHÀ Ở THƯƠNG MẠI</b>										
Charm Villas giai đoạn 3	An Khánh, HN	Villas/Shophouse	100%	300.250						
Green Lane	Quận 8, TP.HCM	3 tòa with 759 căn hộ	99%	23.237						
Kha Vạn Cân (Hado Minh Long)	Thủ Đức, TP.HCM	Căn hộ/Liên kề	100%	27.125						
62 Phan Đình Giót	Thanh Xuân, HN	Căn hộ & văn phòng	100%	22.399						
Nongtha Central Park	Viêng Chăn, Lào	- 241 liên kề, 586 villa		745.000						
Quý đất CTCP Thiết bị	Cát Bi, Hai Phòng	N/A	100%	8.621						
Giáo dục 1	Hưng Yên	N/A	100%	6.636						
<b>DỰ ÁN VĂN PHÒNG VÀ KHÁCH SẠN</b>										
CC3	Cầu Giấy, HN	Không gian thương mại/văn phòng	100%	4.506						
30 Tạ Quang Bửu	Hai Bà Trưng, HN	Không gian thương mại/văn phòng	100%	N/A						
Allia Bảo Đại	Nha Trang, Khánh Hòa	- 5 villa bảo tồn - 35 villa mới - Khách sạn 5 sao với 108 phòng	65%	89.200						
HH Dich Vong	Cầu Giấy, HN	- Khách sạn/Văn phòng cao 47 tầng	100%	9.865						

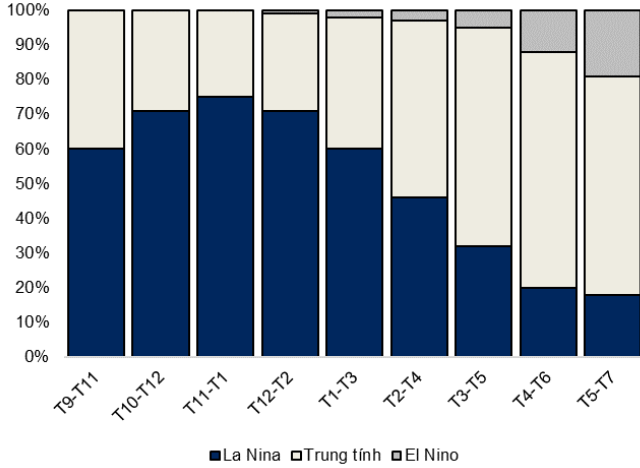
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Mảng thủy điện: Tác động của La Nina sẽ thể hiện rõ lên các nhà máy thủy điện của HDG trong năm 2025**

Chúng tôi giảm dự phóng sản lượng thủy điện 8% so với mức lạc quan trong báo cáo trước, xuống còn 1,1 tỷ kWh do kết quả kém tích cực so với dự kiến. Chúng tôi nhận thấy phân bố lượng mưa Q3/24 không đồng đều khi mưa lớn chủ yếu tập trung tại miền Bắc, trong khi các khu vực khác lượng mưa chưa được như kỳ vọng. Điều này đã ảnh hưởng đến dự phóng của chúng tôi khi tất cả các nhà máy thủy điện của HDG đều nằm ở miền Trung. Chúng tôi tin rằng sản lượng thủy điện sẽ chạm đáy vào năm 2024 (giảm 2% svck) sau đó phục hồi vào năm 2025, với sản lượng tăng 19% svck để đạt 1,3 tỷ kWh.

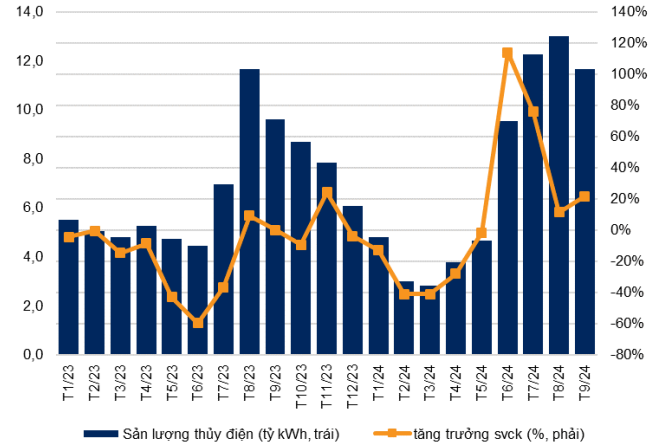
Tháng 6 vừa qua ghi nhận công suất thủy điện gia tăng đáng kể, đánh dấu một bước ngoặt sau giai đoạn trữ nước ở mức thấp kể từ tháng 1 đến tháng 5. Đây là tín hiệu tích cực cho ngành năng lượng và hứa hẹn nguồn cung dồi dào cho những tháng còn lại của năm 2024.

**Hình 8: Pha Trung tính vẫn đang duy trì trong tháng 9. Dự báo ENSO mới nhất cho thấy khả năng cao La Nina sẽ quay lại trong Q4/24. Cơ hội tái chuyển pha El Nino là không đáng kể.**



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Điều kiện thời tiết thuận lợi đã thúc đẩy sản lượng thủy điện toàn hệ thống kể từ tháng 6**

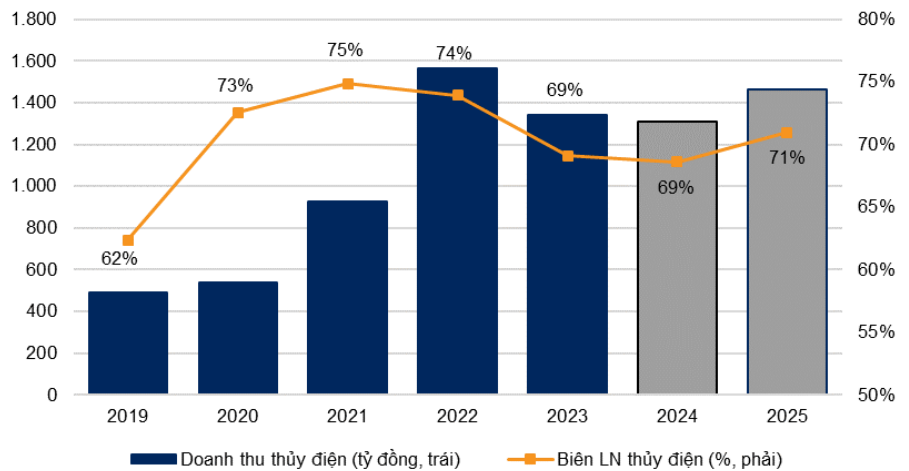


Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

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 những thay đổi về sản lượng và giá bán bình quân, chúng tôi dự phóng doanh thu thủy điện giai đoạn 2024-25 sẽ giảm 2% svck xuống còn 1.300 tỷ đồng vào cuối 2024, sau đó phục hồi 12% svck lên 1.450 tỷ đồng và cuối 2025.

**Biểu đồ 10: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng thủy điện của HDG**

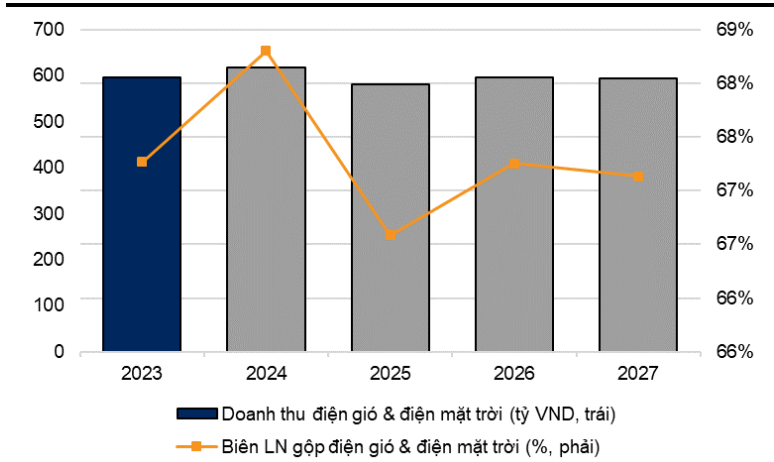


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Mảng năng lượng tái tạo: Điện mặt trời và điện gió ngược pha trong năm 2024**

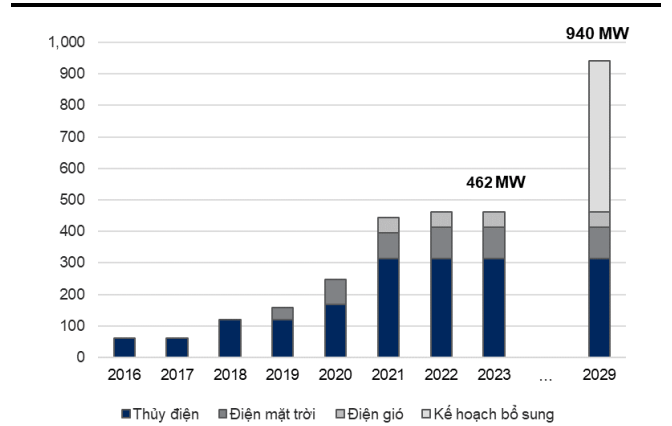
Sản lượng nhà máy điện gió Thuận Nam 7A dự kiến sẽ giảm 10% svck trong năm 2024 do tốc độ gió thấp hơn so với năm trước. Mặc dù sản lượng có sự biến động tăng giảm, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng điện NLTT của HDG trong năm 2024 vẫn tăng 3,8% svck, đạt 618 tỷ đồng, chủ yếu nhờ đồng USD tăng giá.

**Biểu đồ 11: Dự phóng kết quả điện gió và điện mặt trời của HDG**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Biểu đồ 12: Công suất thiết kế các nhà máy điện của HDG (Đơn vị: MW)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

Theo ban lãnh đạo, HDG duy trì kế hoạch tăng gấp đôi công suất nguồn điện vào năm 2025 (so với công suất hiện tại là 462MW). HDG sẽ đánh giá sự phát triển của 5 dự án điện gió đã được đưa vào Quy hoạch điện VIII như Bình Gia (80 MW) tại Lạng Sơn, Ea H'leo (20 MW) tại Đắk Lắk, Phước Hữu (50 MW) tại Ninh Thuận, Hương Phụng (30 MW) tại Quảng Trị, Sóc Trăng (40 MW) và trang trại điện 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 2024 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.

**Tiếp tục theo dõi các vấn đề pháp lý liên quan đến Hồng Phong 4**

Mặc dù hai nhà máy điện mặt trời của HDG đều đạt hiệu suất cao, thanh tra Chính phủ đã phát hiện một số vấn đề pháp lý ở Hồng Phong 4. 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. Hiện tại, chúng tôi cho rằng nhà máy sẽ tiếp tục hoạt động nhưng có nguy cơ phải điều chỉnh giảm giá bán điện. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm khi có thêm thông tin cụ thể về phương án xử lý.

**HDG có kế hoạch mở rộng sang mảng BĐS công nghiệp**

HDG đang có chiến lược mở rộng danh mục đầu tư của mình vào lĩnh vực bất động sản công nghiệp đang khá triển vọng của Việt Nam, tận dụng triển vọng tăng trưởng dài hạn mạnh mẽ của quốc gia. Động thái này diễn ra trong bối cảnh dòng vốn FDI gia tăng vào Việt Nam, đặc biệt nhắm vào lĩnh vực công nghiệp.

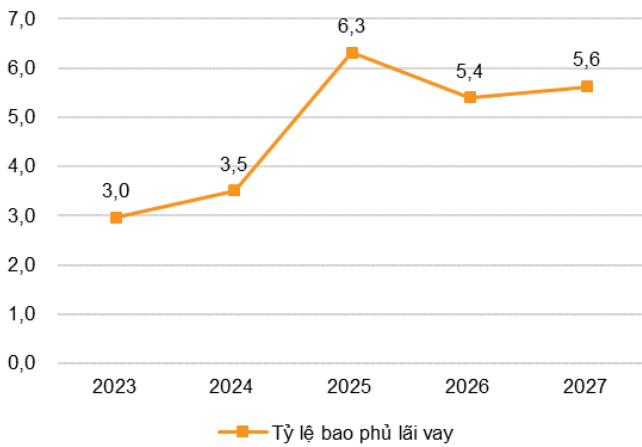


HDG đang khảo sát và đề xuất phương án phát triển các cụm công nghiệp mới gần Khu công nghiệp Cà Ná (Ninh Thuận) là Cụm Phước Nam 1 (~50ha) và Phước Nam 2 (~50ha). Cùng với đó, HDG cũng đang khảo sát KCN Ân Thi với quy mô lớn lên đến 450ha tại tỉnh Hưng Yên. HDG ưu tiên các ngành thân thiện với môi trường, bao gồm các ngành công nghệ cao, chế biến và sản xuất.

Ngoài ra, HDG cũng đã khởi xướng khảo sát tại nhiều tỉnh thành 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.

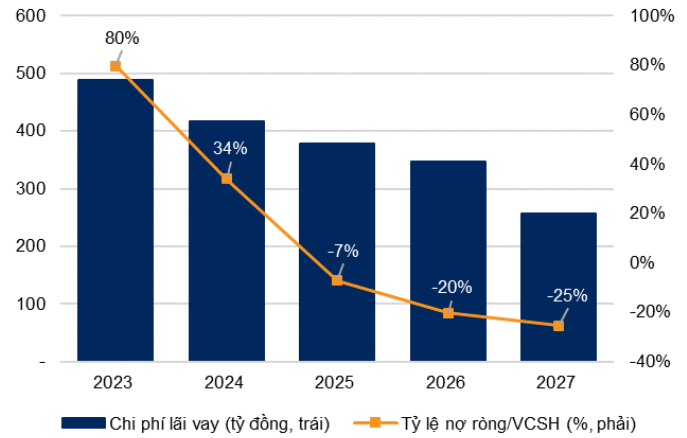
**Tài chính vững mạnh, nhưng tăng trưởng phụ thuộc vào tốc độ hoàn thiện pháp lý cho các dự án**

**Biểu đồ 13: Tỷ lệ bao phủ lãi vay duy trì ở mức cao, nhờ doanh thu ổn định từ các nhà máy điện**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Biểu đồ 14: Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu có thể sẽ sụt giảm sau khi bàn giao Charm Villas giai đoạn 3**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

Tình hình tài chính của HDG được đánh giá khá lành mạnh dù tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu (D/E) đạt 80%. Phần lớn nợ dài hạn của tập đoàn là tài trợ cho các nhà máy điện, có thời hạn trả nợ dài và mức lãi suất thấp. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ D/E ròng sẽ cải thiện mạnh mẽ, thậm chí có khả năng xuống mức âm sau khi bàn giao Charm Villa giai đoạn 3. Chúng tôi kỳ vọng rằng nguồn tiền này sẽ cho phép HDG chủ động theo đuổi các cơ hội M&A ở cả mảng bất động sản và phát điện trong tương lai.

Mặc dù sở hữu quỹ đất dồi dào tại các thành phố lớn, HDG đang gặp khó khăn do quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất bị đình trệ. Giải quyết thách thức này là chìa khóa để tập đoàn có thể bứt phá và khai thác tối đa tiềm năng.

## Định giá: Nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN**, nhưng với giá mục tiêu thấp hơn, **34.100 đ/cp**

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho ba mảng kinh doanh chính của HDG, bao gồm bất động sản nhà ở, điện và cho thuê văn phòng khách sạn. Đối với bất động sản nhà ở và cho thuê văn phòng khách sạn, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF với WACC là 9,8% 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 gió; 50 năm với thủy điện) với WACC trung bình là 9,8%, dựa trên ước tính tiến độ đưa nhà máy vào hoạt động của công ty.

Chúng tôi điều chỉnh giảm mức giá mục tiêu 4,5% xuống còn 34.100 đ/cp do điều chỉnh giảm dự phóng EPS giai đoạn 2024-25. Trong khi đó, WACC giảm nhẹ từ 10,1% xuống 9,8% do giảm giả định phần bù rủi ro xuống còn 7,78% (dựa trên cập nhật của Damodaran - [ERP](#)).

Hình 15: WACC

Giá định WACC	
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Beta, Bloomberg	1,1
Phần bù rủi ro	9,0%
<b>Chi phí vốn</b>	<b>11,3%</b>
Chi phí nợ	9,4%
Tỷ lệ nợ trên vốn	75%
<b>WACC</b>	<b>9,8%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biểu đồ 16: Định giá SOTP

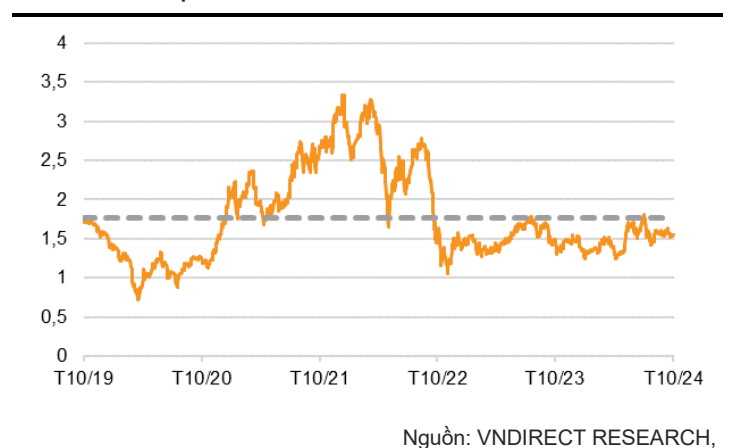
Định giá SOTP	Giá trị	Phương pháp
<b>tỷ VND</b>		
Điện	12.639	DCF 10 năm
Bất động sản	2.412	NPV
Cho thuê văn phòng & khách sạn	1.401	DCF
Khác	63	
(+) tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	633	
(-) nợ ngắn hạn và dài hạn	5.418	
Điện	4.577	
Cho thuê văn phòng & khách sạn	131	
Khác	710	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1.311	
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>10.419</b>	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	306	
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)		34.075
<b>Giá trị mỗi cổ phần làm tròn (đ/cp)</b>		<b>34.100</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biểu đồ 17: P/E lịch sử



Biểu đồ 18: P/B lịch sử



## Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Các tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) triển khai sớm hơn dự kiến 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) và Công viên trung tâm Noong Tha (Lào) trong phân khúc bất động sản nhà ở, 478 MW công suất điện gió dự kiến lắp đặt vào năm 2025-30 trong phân khúc điện, và Alila Bảo Đại Resort trong phân khúc cho thuê văn phòng khách sạn; 2) Ban lãnh đạo HDG thông báo thu hồi quỹ đất thành công; và 3) cơ chế giá năng lượng tái tạo mới.

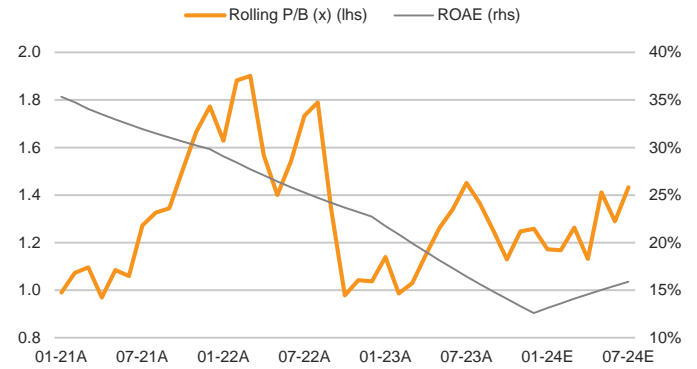
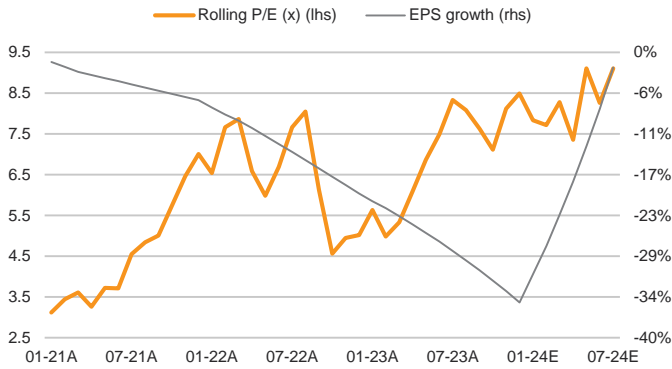
Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) điều kiện thời tiết không thuận lợi ảnh hưởng đến hiệu suất của các nhà máy thủy điện; và 2) dự án Charm Villas không đạt hiệu quả như kỳ vọng.

Hình 19: So sánh các DN 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	20,1%	39,1%	18,6%	650,7	43,4	13,2	1,8	1,5	4,2%	7,2%
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH VN Equity	87,6	-28,3%	105,5%	30	-14,6%	59,2%	16,8%	1.211,8	56,8	24,9	2,3	1,7	4,3%	17,0%
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN Equity	156,3	-32,4%	27,2%	7	21,7%	125,8%	34,7%	416,7	32,5	15,1	1,0	1,2	3,0%	9,6%
<b>Trung bình</b>			<b>-29,1%</b>	<b>53,9%</b>		<b>9,0%</b>	<b>74,7%</b>	<b>23,4%</b>		<b>44,2</b>	<b>17,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>3,8%</b>	<b>11,3%</b>
<b>Năng lượng tái tạo</b>															
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	90,8	3,4%	51,6%	6	-81,6%	-17,5%	167,0%	215,4	39,1	29,3	1,4	N/A	3,2%	4,9%
<b>Thủy điện</b>															
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn	VSH VN Equity	107,9	-16,6%	91,4%	42	-21,4%	224,3%	77,7%	492,4	24,1	N/A	2,7	N/A	10,3%	N/A
Thủy điện Hòa Na	HNA VN Equity	31,4	-36,3%	70,1%	10	-59,5%	344,1%	2,7%	247,0	38,5	N/A	1,9	N/A	4,9%	N/A
Thủy điện Miền Trung	CHP VN Equity	37,0	-19,9%	39,8%	14	-34,0%	110,8%	34,1%	202,5	19,8	N/A	2,6	N/A	12,8%	N/A
Thủy điện Thác Mơ	TMP VN Equity	35,8	-20,2%	43,0%	19	-20,6%	62,3%	2,8%	189,1	12,3	N/A	3,7	N/A	25,5%	N/A
Thủy điện Sông Ba Hạ	SBH VN Equity	40,4	-15,9%	30,9%	20	-22,0%	36,5%	-38,5%	297,6	15,5	N/A	3,6	N/A	22,3%	N/A
<b>Trung bình</b>			<b>-21,8%</b>	<b>55,1%</b>		<b>-31,5%</b>	<b>155,6%</b>	<b>15,8%</b>		<b>22,1</b>	<b>N/A</b>	<b>2,9</b>	<b>N/A</b>	<b>15,2%</b>	<b>N/A</b>
<b>BDS &amp; Năng lượng</b>															
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN Equity	359,6	-8,6%	11,0%	92	-21,2%	24,2%	31,7%	1.321,6	17,5	12,6	1,9	1,5	11,6%	10,6%
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN Equity	326,3	-7,0%	21,5%	6	-67,8%	235,0%	108,3%	386,5	53,1	24,5	1,9	1,4	3,6%	7,6%
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN Equity	168,4	-11,5%	75,0%	2	-81,9%	-45,8%	62,2%	275,1	77,7	N/A	0,7	N/A	0,9%	N/A
<b>Trung bình</b>			<b>-9,0%</b>	<b>35,8%</b>		<b>-56,9%</b>	<b>71,1%</b>	<b>67,4%</b>		<b>49,4</b>	<b>18,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>5,3%</b>	<b>9,1%</b>
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	121,2	-19,3%	27,2%	28	-41,1%	67,8%	66,2%	420,6	18,3	8,5	1,7	1,3	9,9%	16,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	2.882	2.793	4.218
Giá vốn hàng bán	(1.166)	(1.122)	(1.546)
Chi phí quản lý DN	(171)	(144)	(143)
Chi phí bán hàng	(8)	(33)	(120)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.537</b>	<b>1.493</b>	<b>2.410</b>
EBITDA thuần	1.997	2.034	2.950
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(461)</b>	<b>(540)</b>	<b>(540)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.537</b>	<b>1.493</b>	<b>2.410</b>
Thu nhập lãi	40	52	80
Chi phí tài chính	(591)	(458)	(423)
Thu nhập ròng khác	21	14	22
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.007</b>	<b>1.102</b>	<b>2.089</b>
Thuế	(101)	(178)	(355)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(194)	(163)	(200)
<b>LN ròng</b>	<b>712</b>	<b>761</b>	<b>1.534</b>
Thu nhập trên vốn	712	761	1.534
Cổ tức phổ thông	(119)	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>592</b>	<b>761</b>	<b>1.534</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	246	1.795	4.394
Đầu tư ngắn hạn	388	388	388
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.941	995	1.502
Hàng tồn kho	1.050	1.078	555
Các tài sản ngắn hạn khác	37	53	80
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.661</b>	<b>4.308</b>	<b>6.919</b>
Tài sản cố định	10.743	10.005	9.961
Tổng đầu tư	63	63	63
Tài sản dài hạn khác	140	136	205
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.607</b>	<b>14.512</b>	<b>17.148</b>
Vay & nợ ngắn hạn	617	100	0
Phải trả người bán	83	232	319
Nợ ngắn hạn khác	1.695	1.485	2.287
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.395</b>	<b>1.817</b>	<b>2.606</b>
Vay & nợ dài hạn	4.801	4.385	4.169
Các khoản phải trả khác	96	89	138
Vốn điều lệ và	3.058	3.058	3.058
LN giữ lại	2.377	3.138	4.672
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.003</b>	<b>6.747</b>	<b>8.562</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.311	1.474	1.673
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.607</b>	<b>14.512</b>	<b>17.148</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.007</b>	<b>1.102</b>	<b>2.089</b>
Khấu hao	466	545	545
Thuế đã nộp	(101)	(178)	(355)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.128)	693	113
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>32</b>	<b>638</b>	<b>718</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>275</b>	<b>2.799</b>	<b>3.109</b>
Đầu tư TSCĐ	(90)	(331)	(216)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	21	14	22
Các khoản khác	(386)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(60)	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(515)</b>	<b>(317)</b>	<b>(195)</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	(701)	(933)	(316)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(119)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(209)</b>	<b>(933)</b>	<b>(316)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	694	246	1.795
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(449)</b>	<b>1.550</b>	<b>2.598</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	246	1.795	4.394

**Các chỉ số cơ bản**

	12-23A	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	24,7%	27,2%	36,4%
Vòng quay TS	0,19	0,19	0,27
ROAA	4,8%	5,2%	9,7%
Đòn bẩy tài chính	2,63	2,28	2,07
ROAE	12,6%	11,9%	20,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	245,8	130,4	130,0
Số ngày nắm giữ HTK	328,6	351,4	131,1
Số ngày phải trả tiền bán	26,1	75,5	75,3
Vòng quay TSCĐ	0,26	0,27	0,42
ROIC	5,6%	6,0%	10,6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,5	2,4	2,7
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,8	2,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	1,2	1,8
Vòng quay tiền	548,3	406,3	185,8
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(19,5%)	(3,1%)	51,0%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(25,0%)	(2,8%)	61,4%
Tăng trưởng LN ròng	(35,1%)	7,0%	101,5%
Tăng trưởng EPS	(35,1%)	(14,4%)	101,5%

Nguồn: VND RESEARCH

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Nghiên cứu, Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trong báo cáo này được chuẩn bị từ dữ liệu được cho là chính xác và đáng tin cậy tại thời điểm phát hành báo cáo này. Trừ khi có quy định khác, báo cáo này dựa trên các nguồn mà VNDIRECT cho là đáng tin cậy. Những nguồn này có thể bao gồm nhưng không giới hạn ở dữ liệu từ sản giao dịch chứng khoán hoặc thị trường nơi chứng khoán được niêm yết hoặc bất kỳ thị trường nào khác nếu thích hợp. Thông tin về (các) công ty được dựa trên các tuyên bố đã công bố, tiết lộ thông tin và thông báo của (các) công ty và thông tin thu được từ nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hoặc đầy đủ của những thông tin đó.

Tất cả các ước tính, dự đoán, dự báo và trình bày ý kiến trong báo cáo này phản ánh quan điểm và ý kiến cá nhân của (các) nhà phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này. Những ý kiến này có thể không thể hiện quan điểm, lập trường của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này đã được chuẩn bị chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này không được coi là lời đề nghị, khuyến nghị hoặc chào mời mua hoặc bán chứng khoán, khoản đầu tư liên quan hoặc các công cụ tài chính khác. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về mọi hậu quả phát sinh từ việc sử dụng nội dung báo cáo này dưới mọi hình thức.

Báo cáo này và toàn bộ nội dung của nó thuộc về VNDIRECT. Không phần nào của báo cáo này được sao chép hoặc tái sản xuất dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản trước của VNDIRECT.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

#### 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, trên cơ sở giá trị vốn hóa thị trường, có khuyến nghị tuyệt đối tích cực.
Trung lập	Các cổ phiếu trong ngành, trên cơ sở giá trị vốn hóa thị trường, có khuyến nghị tuyệt đối trung lập.
Tiêu cực	Các cổ phiếu trong ngành, trên cơ sở giá trị vốn hóa thị trường, có khuyến nghị tuyệt đối tiêu cực.

### Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích

E-mail: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@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>