

**CTCP Tập đoàn Hà Đô - HDG**

**Trung lập**

**Chờ đợi chính sách mới cho điện gió**

Giá mục tiêu (12T)  
**VND40.200**

Doanh nghiệp đa ngành | **CẬP NHẬT**

Consensus\*: Mua:6 Giữ:0 Bán:0

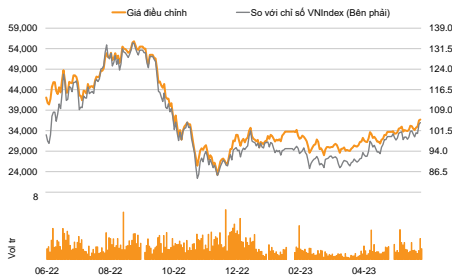
Giá mục tiêu / Consensus: 3.6%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➢ Điều chỉnh giảm LN ròng 2023/24 10,5%/1,2% so với báo cáo trước đó

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND43.800
Giá thị trường	VND36.500
Cao nhất 52 tuần (VND)	55.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	23.250
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	33.502
Thị giá vốn (tỷ VND)	8.928
Free float	55%
Tỷ suất cổ tức	2,99%
P/E trượt (x)	7,7
P/B hiện tại (x)	1,6

**Diễn biến giá**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Thị Quyên**

quyen.nguyen2@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/23 đạt 303 tỷ đồng (+24% svck), hoàn thành 26% dự báo cả năm của chúng tôi.
- LN ròng năm 2023/24 dự kiến đạt 1.165 tỷ đồng/997 tỷ đồng (+6,3%/-14,4% svck) nhờ (1) mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3 trong Q3/23 với tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn và (2) sản lượng thủy điện thấp hơn.
- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 40.200đ/cp.

**KQKD Q1/23: Tăng trưởng mạnh ở tất cả các mảng**

HDG ghi nhận doanh thu Q1/23 đạt 956 tỷ đồng (+40% svck) và LN ròng đạt 303 tỷ đồng (+24% svck), hoàn thành lần lượt 26,1%/26% dự báo cả năm của chúng tôi. Mảng năng lượng ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan với doanh thu đạt 543 tỷ đồng (+14% svck, chiếm 56,8% tổng doanh thu) chủ yếu nhờ sản lượng thủy điện tăng 22% svck. Mảng BĐS cũng ghi nhận doanh thu tăng trưởng đạt 312 tỷ đồng (+148% svck) do HDG đã bàn giao 13 căn tại dự án Charm Villas. Đáng chú ý, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng BĐS của HDG đạt 41% trong Q1/23 - thấp hơn nhiều so với mức 79% trong Q1/22 do HDG ghi nhận thêm tiền sử dụng đất cho dự án Charm Villas.

**Mở bán giai đoạn 3 dự án Charm Villas trong Q3/23 với biên LN gộp thấp hơn.**

HDG có kế hoạch mở bán giai đoạn 3 của dự án Charm Villas trong Q3/23 đây là động lực chính đóng góp cho doanh thu mảng BĐS của HDG giai đoạn 2023-24. 2 dự án BĐS Green Lane (quận 8, TP HCM) và Hado Minh Long (Thủ Đức, TP HCM) hiện vẫn chưa hoàn thành thủ tục pháp lý. Như vậy, sau khi hoàn tất mở bán dự án Charm Villas, phân khúc BĐS nhà ở của HDG sẽ gặp khó khăn do thiếu các dự án lớn tiềm năng sắp triển khai.

**Kết quả kinh doanh thủy điện sẽ dần hạ nhiệt trong khi mảng năng lượng tái tạo (NLTT) chờ biểu phí mới**

Theo dự báo mới nhất của Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI), hiện tượng El Nino có khả năng cao diễn ra từ tháng 5/2023, kéo theo sản lượng điện của HDG năm 2023-24 giảm lần lượt 26%/5% svck. Ngoài ra, ngày 15/5/2023, Quy hoạch phát triển điện VIII (QHĐ 8) đã chính thức được phê duyệt trong đó ưu tiên phát triển NLTT, đặc biệt đẩy mạnh điện gió. Theo đó, HDG có 5 dự án điện gió mới đã được đưa vào QHĐ 8. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy việc triển khai các dự án này phụ thuộc nhiều vào cơ chế giá mới cho NLTT mà hiện tại vẫn chưa rõ ràng.

**Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 40.200đ/cp**

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 8,2% xuống 40.200đ/cp do điều chỉnh giảm LN ròng 2023-24 10,5%/1,2% so với dự phóng cũ. Tiềm năng tăng giá là việc đưa vào khai thác các nhà máy năng lượng và dự án BĐS mới. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) thời tiết xấu ảnh hưởng đến hiệu suất các nhà máy điện và (2) doanh số bán hàng kém tại dự án Charm Villas giai đoạn 3.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.777	3.581	3.667	3.273
Tăng trưởng DT thuần	(24,4%)	(5,2%)	2,4%	(10,7%)
Biên lợi nhuận gộp	61,4%	61,8%	61,1%	61,4%
Biên EBITDA	59,4%	71,9%	70,0%	72,2%
LN ròng (tỷ)	1.096	1.096	1.165	997
Tăng trưởng LN ròng	12,0%	(0,1%)	6,3%	(14,4%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	7,2%	1,4%	(0,1%)	(13,0%)
EPS cơ bản	5.584	4.479	4.761	3.260
EPS điều chỉnh	5.395	4.239	4.565	3.102
BVPS	22.070	21.681	21.194	24.269
ROAE	29,8%	22,7%	19,8%	14,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Chờ đợi chính sách mới cho điện gió

### KQKD Q1/23: Tăng trưởng mạnh ở tất cả các mảng

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q1/23 (tỷ đồng)

	Q1/23	Q1/22	% svck	% sv dự phóng cả năm	Ghi chú
<b>Doanh thu</b>	<b>955,9</b>	<b>684,1</b>	<b>39,7%</b>	<b>26,1%</b>	
<i>Bất động sản</i>	312,1	127,0	145,8%	21,4%	Trong Q1/23, HDG đã bàn giao 13 căn tại dự án Charm Villas.
<i>Cho thuê văn phòng khách sạn</i>	100,8	79,1	27,4%	25,2%	
					Doanh thu mảng năng lượng tăng 13,7% svck nhờ (1) sản lượng bán ra tăng 20% svck nhờ đóng góp mạnh mẽ từ thủy điện và điện gió (lần lượt tăng 22% svck và 38% svck), bù đắp cho sản lượng điện mặt trời giảm 1,7% svck, (2) giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh cao trong 3T23 tăng 11% svck.
<i>Năng lượng</i>	543,0	477,7	13,7%	30,0%	Sản lượng điện Q1/23 đạt 393 triệu kWh, tương đương 30% dự phóng cả năm.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>575,4</b>	<b>464,5</b>	<b>23,9%</b>	<b>25,7%</b>	
CPBH&QLDN	43,2	36,5	18,2%	19,3%	
<b>EBIT</b>	<b>513,9</b>	<b>424,7</b>	<b>21,0%</b>	<b>26,0%</b>	
Lãi vay	130,8	119,4	9,5%	27,2%	
Lợi nhuận trước thuế	398,9	325,2	22,7%	25,8%	
Lợi nhuận sau thuế	357,3	295,8	20,8%	26,3%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>302,7</b>	<b>244,3</b>	<b>23,9%</b>	<b>26,0%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>60,2%</b>	<b>67,9%</b>	<b>-7,7 đ %</b>	<b>-0,9 đ %</b>	
					Tỷ suất LN gộp mảng bất động sản thấp hơn trong Q1/23 do HDG ghi nhận thêm tiền sử dụng đất cho dự án Charm Villas.
<i>Bất động sản</i>	40,6%	79,8%	-39,2 đ %	-13,8 đ %	
<i>Cho thuê văn phòng khách sạn</i>	50,9%	48,2%	2,7 đ %	7,6 đ %	
<i>Năng lượng</i>	73,2%	68,3%	4,9 đ %	2,8 đ %	
<b>Biên EBIT</b>	<b>53,8%</b>	<b>62,1%</b>	<b>-8,3 đ %</b>	<b>-0,2 đ %</b>	
%CPBH&QLDN/DT	4,5%	5,3%	-0,8 đ %	-1,6 đ %	
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>31,7%</b>	<b>35,7%</b>	<b>-4,0 đ %</b>	<b>-0,1 đ %</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### Triển vọng 23-24: chờ chính sách mới cho phát triển điện gió

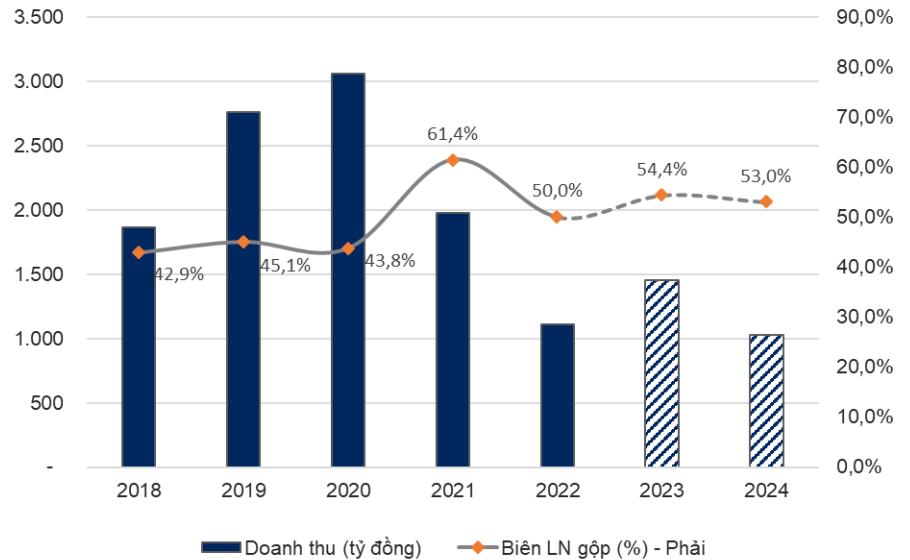
#### Mảng BĐS: Thiếu hụt dự án tiềm năng làm lu mờ triển vọng phân khúc

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 năm 2022. Kể từ Q1/23, hàng loạt chính sách nhằm tháo gỡ thị trường BĐS được ban hành như Nghị định 08/2023 về trái phiếu doanh nghiệp, Nghị định 10/2023 sửa đổi, bổ sung một số điều của các nghị định hướng dẫn thi hành Luật Đất đai, Nghị quyết 33 về một số giải pháp tháo gỡ thị trường BĐS, Quyết định 388 về đề án phát triển nhà ở xã hội hay động thái giảm lãi suất của các ngân hàng đã góp phần đẩy nhanh quá trình rã đông của thị trường BĐS. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS sẽ phục hồi dần từ nửa cuối năm 2023, tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở bán Hado Charm Villas giai đoạn 3 trong Q3/23 như kế hoạch của ban lãnh đạo HDG.

Trong năm 2022, HDG chỉ bàn giao 93 căn tại dự án Charm Villas và ghi nhận doanh thu mảng BĐS là 1.112 tỷ đồng, thấp hơn mức dự báo của chúng tôi là bàn giao 102 căn. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng BĐS năm 2023-24 sẽ đạt lần lượt 1.455 tỷ đồng/1.029 tỷ đồng (+30% svck/-29% svck) do 1) năm 2022 ghi nhận thấp hơn dự kiến và chuyển qua các năm sau và 2) sau nhiều lần trì hoãn công ty mở bán giai đoạn 3 của Charm Villas vào Q3/23 với

mức giá được kỳ vọng tương đương giai đoạn 2. Doanh thu mảng BĐS của HDG giai đoạn 2023-24 sẽ đến chủ yếu từ việc bàn giao 105/95 căn còn lại từ dự án Charm Villas.

**Hình 2: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng BĐS của HDG**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

2 dự án BĐS dân cư là Green Lane (quận 8, TP.HCM) và Hado Minh Long (TP.Thủ Đức, TP.HCM) hiện vẫn chưa hoàn thành thủ tục pháp lý. Như vậy, sau khi hoàn tất mở bán dự án Charm Villas, mảng BĐS của HDG sẽ gặp nhiều khó khăn vì thiếu hụt dự án tiềm năng.

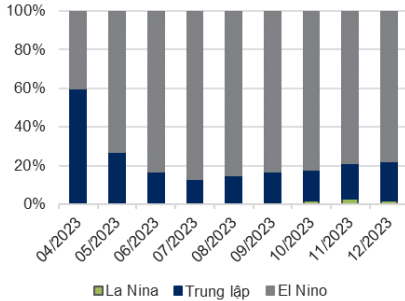
**Mảng năng lượng: Thủy điện chính thức bước vào giai đoạn thời tiết bất lợi kể từ tháng 5/2023.**

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng năng lượng giai đoạn 2023-24 lần lượt đạt 1.812 tỷ đồng/1.818 tỷ đồng (-14%/0,3% svck) dựa trên các giả định chính sau:

- Theo IRI, hiện tượng El Nino có khả năng cao diễn ra từ tháng 5/2023. Pha El Nino sẽ gây ra thời tiết nóng hơn với những đợt hạn hán kéo dài hơn, do đó, chúng tôi kỳ vọng mảng thủy điện của HDG sẽ được hưởng lợi cho đến cuối tháng 4/2022 và bắt đầu bước ra khỏi tình trạng điều kiện thời tiết lý tưởng, dẫn đến một mức sản lượng kỳ vọng sẽ thấp hơn. Nhìn chung, chúng tôi ước tính sản lượng thủy điện năm 2023-24 giảm xuống mức 1.027 triệu kWh/976 triệu kWh (-26%/-5% svck).
- Những rủi ro về cắt giảm công suất tại các dự án điện gió và điện mặt trời sẽ thấp hơn nhờ tình trạng thiếu điện được dự báo sẽ diễn ra tại miền Bắc Việt Nam trong năm 2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dự án điện gió của HDG sẽ đạt hiệu suất vận hành 70%-80% trong năm 2023-24 (cao hơn mức hiệu suất đạt 60% trong năm 2022) nhờ tổ chức vận hành tốt hơn, các dự án điện mặt trời tiếp tục giữ hiệu suất vận hành ở mức cao 90-95% trong giai đoạn 2023-2024.
- Trung bình giá bán điện trên CGM 4T23 đạt 1.758 đồng/kWh (+10,6% svck). Với sự yếu đi của thủy điện trong 2023, chúng tôi cho rằng sản lượng nhiệt điện cao hơn sẽ được huy động trên thị trường phát điện cạnh tranh, điều này sẽ làm tăng nền giá của thủy điện trên thị trường

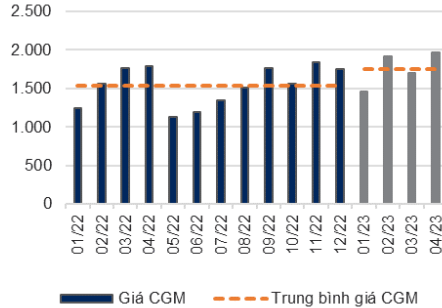
điện. Do đó, chúng tôi giả định giá bán thủy điện bình quân trong năm 2023 sẽ tăng 5% svck. Từ năm 2024, giá bán điện bình quân sẽ tăng nhẹ 2% mỗi năm để phản ánh yếu tố trượt giá.

**Hình 3: Hiện tượng El Nino dự báo trở lại từ tháng 5/23**



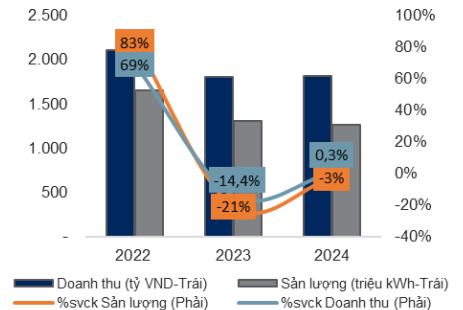
Nguồn: Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI) (cập nhật tháng 4/2023)

**Hình 4: Giá bán điện trên CGM tăng 10,6% trong 4T23 (Đơn vị: VND/kWh)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GENCO3

**Hình 5: Sản lượng thủy điện thấp làm giảm doanh thu mảng năng lượng 2023-24**

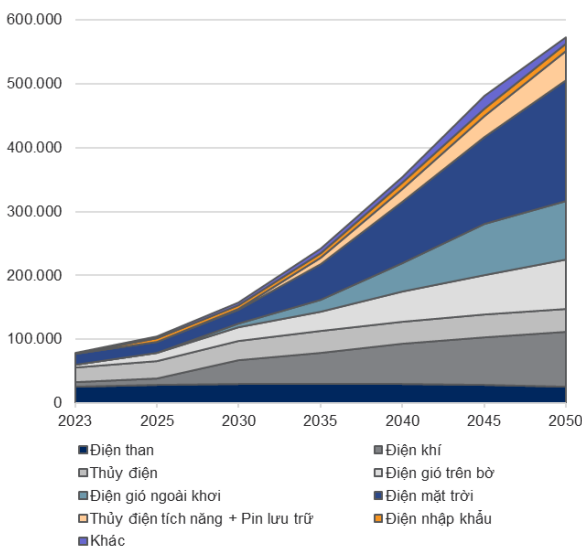


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### QHĐ 8 đã được phê duyệt, chờ đợi cơ chế giá mới cho NLTT

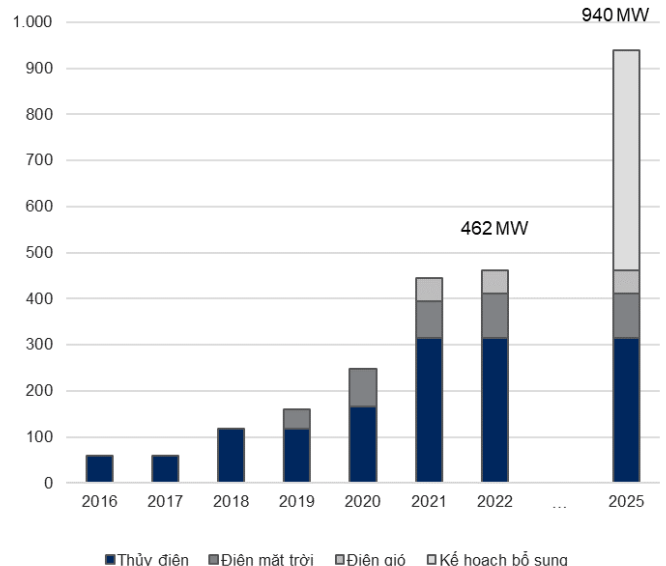
Ngày 15/03/2022, QHĐ 8 đã chính thức được duyệt sau 2 năm đề xuất kể từ ngày 23/03/2021 với hơn 10 lần sửa đổi dự thảo. Đáng chú ý, QHĐ 8 định hướng ưu tiên phát triển năng lượng tái tạo trong đó điện gió được đẩy mạnh phát triển. Tỷ trọng điện gió trong cơ cấu nguồn điện tăng từ 5% năm 2022 lên 18% năm 2030 và 29% năm 2050. Tổng công suất điện gió dự kiến đạt 27.880 MW năm 2030 và đạt 130.050 MW - 168.550 MW vào năm 2050, tức là có khoảng 23.213 MW dự kiến sẽ được phát triển trong giai đoạn 2023 - 2030. Bên cạnh đó, với cam kết mạnh mẽ của Việt Nam tại COP26 cũng như những điều chỉnh đầy tham vọng trong QHĐ 8 mới nhất – tăng công suất nguồn NLTT, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng vào một cơ chế giá đủ thu hút nhưng mang tính cạnh tranh lành mạnh hơn, nhằm khuyến khích các nhà đầu tư có năng lực tham gia vào thị trường này.

**Hình 6: QHĐ8 ưu tiên phát triển điện gió và điện khí giai đoạn 2021-30 và đẩy mạnh NLTT sau 2030 (Đơn vị: MW)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, QHĐ 8

**Hình 7: Công suất mảng năng lượng của HDG (Đơn vị: MW)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Theo ban lãnh đạo, HDG vẫn giữ nguyên mục tiêu gấp đôi công suất vào năm 2025 (so với công suất hiện tại đạt 462MW). HDG sẽ tập trung đánh giá việc phát triển 5 dự án điện gió hiện đã được bổ sung trong quy hoạch điện 8 là Ea H'leo (20 MW), Phước Hữu (50 MW), Hướng Phùng (30 MW), Sóc Trăng (40 MW) và siêu dự án 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.

### Điều chỉnh dự phóng 2023-24

Chúng tôi giảm dự phóng Lợi nhuận ròng của HDG năm 2023-24 xuống lần lượt 10,5%/1,2% so với dự phóng trước đó nhằm phản ánh 1) tỷ suất lợi nhuận gộp mảng BĐS nhà ở năm 2023-24 thấp hơn 14,5/9,6 điểm % so với dự báo trước đó do HDG sẽ phải chịu thêm tiền sử dụng đất cho dự án Charm Villas, (2) dự báo doanh thu mảng năng lượng năm 2023-24 thấp hơn 3,9%/2,2% so với dự báo trước đó phản ánh mức sản lượng thấp hơn.

Hình 8: Tóm tắt thay đổi dự phóng 2023-24 (tỷ đồng)

tỷ đồng	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% thay đổi		Ghi chú
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
<b>Doanh thu</b>	<b>3.661,7</b>	<b>3.194,8</b>	<b>3.666,6</b>	<b>3.273,3</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,5%</b>	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu mảng BĐS giai đoạn 2023-24 do 1) năm 2022 ghi nhận thấp hơn dự kiến và chuyển qua các năm sau và 2) kế hoạch mở bán giai đoạn 3 của Charm Villas vào Q3/23
Bất động sản	1.377,1	918,7	1.455,0	1.029,2	5,7%	12,0%	
Cho thuê văn phòng khách sạn	398,9	416,9	400,0	426,6	0,3%	2,3%	
Năng lượng	1.885,7	1.859,2	1.811,6	1.817,6	-3,9%	-2,2%	Chúng tôi giữ nguyên dự phóng doanh thu thủy điện giai đoạn 2023-24 nhờ sản lượng thủy điện năm 2022 cao hơn 35% so với dự kiến, bù đắp cho mức giảm dự báo sản lượng 26%/5% svck giai đoạn 2023-24 phản ánh điều kiện thời tiết El Nino trong 2023-24 so với La Nina vào năm 2022.
<b>Thủy điện</b>	<b>1.209,2</b>	<b>1.169,1</b>	<b>1.213,3</b>	<b>1.175,7</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,6%</b>	
<i>Năng lượng tái tạo (điện gió, điện mặt trời)</i>	<i>676,5</i>	<i>690,1</i>	<i>598,3</i>	<i>641,9</i>	<i>-11,6%</i>	<i>-7,0%</i>	Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu NLTT giai đoạn 2023-24 là 11,6%/7% so với dự báo trước đó do doanh thu NLTT năm 2022 thấp hơn 18% so với dự kiến.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.469,2</b>	<b>2.078,4</b>	<b>2.238,8</b>	<b>2.011,3</b>	<b>-9,3%</b>	<b>-3,2%</b>	
CPBH&QLDN	220,4	194,2	223,1	205,3	1,2%	5,7%	
<b>EBIT</b>	<b>2.212,2</b>	<b>1.852,2</b>	<b>1.979,1</b>	<b>1.773,2</b>	<b>-10,5%</b>	<b>-4,3%</b>	
Lãi vay	515,8	424,6	481,5	411,8	-6,7%	-3,0%	
Lợi nhuận trước thuế	1.731,2	1.468,9	1.543,9	1.411,5	-10,8%	-3,9%	
Lợi nhuận sau thuế	1.515,6	1.223,3	1.361,0	1.183,9	-10,2%	-3,2%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.300,9</b>	<b>1.009,2</b>	<b>1.164,7</b>	<b>996,8</b>	<b>-10,5%</b>	<b>-1,2%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>67,4%</b>	<b>65,1%</b>	<b>61,1%</b>	<b>61,4%</b>	<b>-6,4 đ %</b>	<b>-3,6 đ %</b>	Chúng tôi giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp mảng BĐS trong 2023-24 thấp hơn 14,5/9,6 điểm % so với dự báo trước đó do HDG sẽ phải chịu thêm tiền sử dụng đất cho dự án Charm Villas.
Bất động sản	68,9%	62,6%	54,4%	53,0%	-14,5 đ %	-9,6 đ %	
Cho thuê văn phòng khách sạn	43,3%	43,3%	43,3%	43,3%	0,0 đ %	0,0 đ %	
Năng lượng	71,5%	71,2%	70,4%	70,5%	-1,1 đ %	-0,7 đ %	
<i>Thủy điện</i>	<i>73,2%</i>	<i>72,5%</i>	<i>73,2%</i>	<i>72,5%</i>	<i>-0,1 đ %</i>	<i>0,0 đ %</i>	
<i>Năng lượng tái tạo (điện gió, điện mặt trời)</i>	<i>68,4%</i>	<i>68,9%</i>	<i>64,7%</i>	<i>66,9%</i>	<i>-3,7 đ %</i>	<i>-2,1 đ %</i>	
<b>Biên EBIT</b>	<b>60,4%</b>	<b>58,0%</b>	<b>54,0%</b>	<b>54,2%</b>	<b>-6,4 đ %</b>	<b>-3,8 đ %</b>	
% CPBH&QLDN/DT	6,0%	6,1%	6,1%	6,3%	0,1 đ %	0,2 đ %	
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>35,5%</b>	<b>31,6%</b>	<b>31,8%</b>	<b>30,5%</b>	<b>-3,8 đ %</b>	<b>-1,1 đ %</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá

### Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 40.200đ/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho 3 mảng kinh doanh chính của HDG bao gồm BĐS, năng lượng và cho thuê văn phòng, khách sạn. Trong đó, với các dự án BĐS và mảng cho thuê văn phòng, khách sạn, chúng tôi sử dụng phương pháp dự phóng dòng tiền với WACC là 11,5% để tính giá trị của các dự án. Với mảng điện, chúng tôi dự phóng dòng tiền cho toàn bộ dòng đời của các nhà máy (20 năm đối với điện mặt trời & điện gió, 50 năm đối với thủy điện) với WACC trung bình là 11,0%.

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 40.200 đồng/cp nhằm phản ánh (1) LN ròng dự phóng giai đoạn 2023-24 giảm 10,5%/1,2% so với dự phóng trước đó và (2) chuyển năm cơ sở định giá sang 2023.

**Hình 9: Phương pháp định giá từng phần (SOTP)**

Phương pháp định giá từng phần	Tỷ đồng	Phương pháp
Cho thuê văn phòng, khách sạn	1.509	DCF 10 năm
Bất động sản	2.801	NPV
Năng lượng	12.230	DCF
Đầu tư vào công ty liên kết	3	
(+) Tiền và tương đương tiền	438	
(-) Nợ vay	5.861	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1.299	Giá trị sổ sách tại cuối Q1/23
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>9.821</b>	
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	244,6	
Giá trị mỗi cp (đồng/cp)		40.152
<b>Giá trị mỗi cp (làm tròn, đồng/cp)</b>		<b>40.200</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro giảm giá bao gồm (1) thời tiết xấu ảnh hưởng đến hiệu suất các nhà máy điện và (2) doanh số bán hàng kém tại dự án Charm Villas giai đoạn 3.

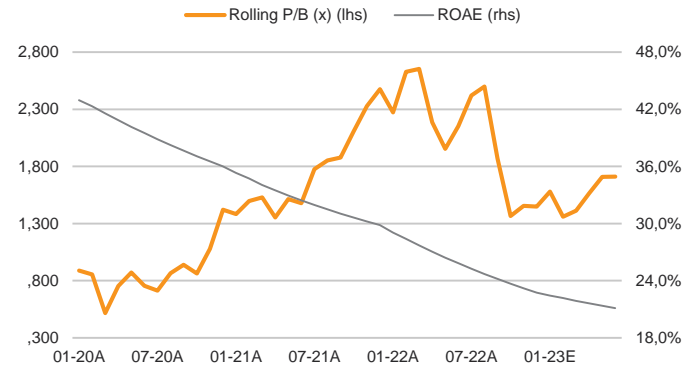
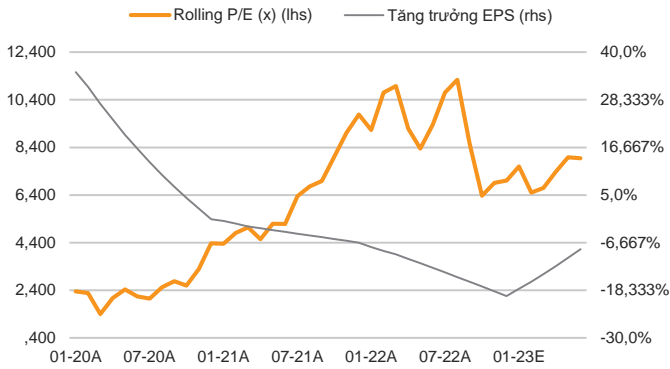
Tiềm năng tăng giá bao gồm: (1) các dự án mới triển khai sớm hơn dự kiến, bao gồm Green Lane (Quận 8, TP.HCM), Hado Minh Long (TP.Thủ Đức, TP.HCM), Dịch Vọng Complex (Cầu Giấy, Hà Nội), Noong Tha Central Park (Lào) trong mảng BĐS, 478MW công suất điện gió dự kiến được lắp đặt trong giai đoạn 2023-25 của mảng năng lượng và dự án Alila Bảo Đại Resort của mảng cho thuê văn phòng, khách sạn và (2) Ban lãnh đạo HDG công bố việc mua lại quỹ đất thành công.

**Hình 10: So sánh với các công ty cùng ngành (dữ liệu ngày 30/05/2023)**

Công ty	Mã CK	Giá	Giá mục	Khuyến	Vốn hóa	P/E (x)		EPS 3	P/B (x)		EV / EBITDA (x)		ROE (%)		D/E (%)
		hiện tại	tiêu nghị	nhị		năm (%)	Hiện tại	2023	TTM	TTM	TTM	TTM	2023	Hiện tại	
		đồng	đồng		tỷ đồng	TTM	2023	CAGR	Hiện tại	2023	TTM	TTM	2023	Hiện tại	
<b>Bất động sản</b>															
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	32.300	36.700	Khả quan	12.406	25,0	20,1	-18,3	1,4	0,9	19,2	5,9	4,4	38,9	
CTCP ĐT KD nhà Khang Điền	KDH VN	30.100	30.000	Trung lập	21.577	22,9	25,2	3,4	1,8	1,7	28,6	8,4	6,8	57,4	
<i>Trung bình</i>															
						24	23	(7)	2	1	24	7	6	48	
<b>Năng lượng</b>															
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	16.500	NA	NA	5.312	17,3	34,3	3,5	1,7	0,9	10,8	5,7	2,7	176,3	
CTCP Cơ điện lạnh	REE VN	61.200	77.000	Trung lập	25.013	9,1	11,3	19,6	1,6	1,2	7,7	18,6	10,3	59,4	
<i>Trung bình</i>															
						13	23	12	2	1	9	12	6	118	
<b>Đa ngành</b>															
CTCP Xây lắp điện 1	PC1 VN	29.300	33.600	Khả quan	7.924	23,3	13,3	8,0	1,5	1,0	8,2	6,8	7,7	166,8	
CTCP Bamboo Capital	BCG VN	9.180	21.200	Khả quan	4.897	41,7	14,7	34,4	0,7	0,3	20,3	1,5	2,4	106,7	
<i>Trung bình</i>															
						32	14	21	1	1	14	4	5	137	
<b>CTCP Tập đoàn Hà Đô</b>	<b>HDG VN</b>	<b>36.500</b>	<b>40.200</b>	<b>Trung lập</b>	<b>8.928</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>3,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>5,6</b>	<b>22,6</b>	<b>19,8</b>	<b>93,4</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	3.581	3.667	3.273
Giá vốn hàng bán	(1.369)	(1.428)	(1.262)
Chi phí quản lý DN	(159)	(121)	(123)
Chi phí bán hàng	(5)	(102)	(82)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>2.049</b>	<b>2.016</b>	<b>1.806</b>
EBITDA thuần	2.517	2.556	2.346
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(468)</b>	<b>(540)</b>	<b>(540)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2.049</b>	<b>2.016</b>	<b>1.806</b>
Thu nhập lãi	83	45	49
Chi phí tài chính	(546)	(535)	(460)
Thu nhập ròng khác	18	19	17
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.604</b>	<b>1.544</b>	<b>1.411</b>
Thuế	(243)	(183)	(228)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(266)	(196)	(187)
<b>LN ròng</b>	<b>1.096</b>	<b>1.165</b>	<b>997</b>
Thu nhập trên vốn	1.096	1.165	997
Cổ tức phổ thông	(267)	(612)	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>828</b>	<b>553</b>	<b>997</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	694	1.618	3.387
Đầu tư ngắn hạn	1	1	1
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.711	1.507	1.166
Hàng tồn kho	1.382	1.043	300
Các tài sản ngắn hạn khác	68	70	62
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.856</b>	<b>4.239</b>	<b>4.916</b>
Tài sản cố định	11.106	10.245	10.003
Tổng đầu tư	3	3	3
Tài sản dài hạn khác	140	143	128
<b>Tổng tài sản</b>	<b>15.105</b>	<b>14.630</b>	<b>15.050</b>
Vay & nợ ngắn hạn	959	200	100
Phải trả người bán	181	319	282
Nợ ngắn hạn khác	2.147	1.577	1.517
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.287</b>	<b>2.096</b>	<b>1.898</b>
Vay & nợ dài hạn	5.160	4.498	4.001
Các khoản phải trả khác	110	115	102
Vốn điều lệ và	2.446	3.058	3.058
LN giữ lại	2.341	2.894	3.891
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.303</b>	<b>6.480</b>	<b>7.420</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.245	1.441	1.628
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.105</b>	<b>14.630</b>	<b>15.050</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.604</b>	<b>1.544</b>	<b>1.411</b>
Khấu hao	486	557	557
Thuế đã nộp	(243)	(183)	(228)
Các khoản điều chỉnh khác	59	357	(42)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(1.095)</b>	<b>336</b>	<b>935</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>811</b>	<b>2.611</b>	<b>2.634</b>
Đầu tư TSCĐ	(4)	(285)	(285)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	18	19	17
Các khoản khác	679	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>693</b>	<b>(267)</b>	<b>(269)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	482	612	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(1.256)	(1.421)	(597)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(267)	(612)	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(1.041)</b>	<b>(1.421)</b>	<b>(597)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	230	694	1.618
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>464</b>	<b>924</b>	<b>1.768</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	694	1.618	3.387

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	30,6%	31,8%	30,5%
Vòng quay TS	0,23	0,25	0,22
ROAA	7,1%	7,8%	6,7%
Đòn bẩy tài chính	3,22	2,52	2,14
ROAE	22,7%	19,8%	14,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	174,4	150,0	130,4
Số ngày nắm giữ HTK	368,4	266,6	87,0
Số ngày phải trả tiền bán	48,2	81,4	81,7
Vòng quay TSCĐ	0,32	0,34	0,32
ROIC	8,6%	9,2%	7,6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	2,0	2,6
Khả năng thanh toán nhanh	0,8	1,5	2,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,8	1,8
Vòng quay tiền	494,5	335,2	135,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(5,2%)	2,4%	(10,7%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	3,5%	(1,6%)	(10,4%)
Tăng trưởng LN ròng	(0,1%)	6,3%	(14,4%)
Tăng trưởng EPS	(19,8%)	6,3%	(31,5%)

Nguồn: VND RESEARCH



## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

## 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.

### Nguyễn Tiến Dũng - Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Quyên – Chuyên viên Phân tích

Email: [quyen.nguyen2@vndirect.com.vn](mailto:quyen.nguyen2@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>