

## CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HDG) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND46.200

Giá mục tiêu

VND55.100

Tỷ suất cổ tức

3,25%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tập đoàn đa ngành

Ngày 25/05/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

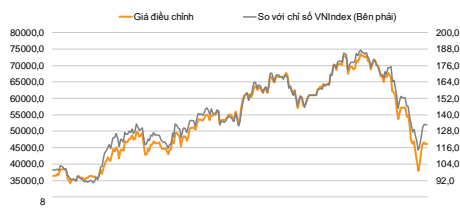
Consensus\*: Mua:1 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -30,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng EPS dự phóng năm 2022-23 lần lượt 11,1%-50,2%

### Diễn biến giá



VNĐ

Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	73.500
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	34.292
GTGDQB 3 tháng (tr VNĐ)	72.552tr
Thị giá vốn (tỷ VNĐ)	9.377
Free float (%)	38
P/E trượt (x)	8,9
P/B hiện tại (x)	2,0

### Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Gặt hái thành quả từ đầu tư năng lượng tái tạo

- Dự án Charm Villas là động lực quan trọng cho tăng trưởng lợi nhuận (LN) ròng giai đoạn 2022-23.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu (DT) mảng năng lượng sẽ tăng 38,4% svck trong năm 2022 nhờ đóng góp đủ năm của 3 nhà máy điện mới.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 55.100 đồng nhờ tăng EPS dự phóng năm 2022-23 lần lượt 11,1%-50,2%.

### Mảng năng lượng bất phá bù đắp cho lượng bàn giao hạn chế của mảng bất động sản (BDS) trong Q1/22

Trong Q1/22, HDG ghi nhận 685 tỷ đồng DT và 244 tỷ đồng LN ròng, hoàn thành lần lượt 14,2%/29,7% dự phóng cả năm của chúng tôi. Đáng chú ý, DT mảng năng lượng tăng mạnh 97,9% svck và đóng góp 70% tổng DT công ty nhờ sản lượng điện tăng 152% svck khi (1) hiện tượng La Nina giúp các nhà máy thủy điện đạt hiệu suất vận hành cao và (2) đóng góp mới của 3 nhà máy. Trong khi đó, DT mảng BDS lại giảm 86,4% svck do trong kỳ chỉ bàn giao 6 căn tại dự án Charm Villas so với mức cao của cùng kỳ năm trước (khi ghi nhận từ Hado Centrosa). Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh thấp của mảng BDS trong Q1/22 sẽ chỉ là tạm thời khi cao điểm bàn giao tại Charm Villas sẽ diễn ra trong Q2/22 và Q4/22.

### Mở bán Charm Villas giai đoạn 3 với giá bán cao hơn

HDG dự kiến sẽ mở bán giai đoạn 3 (130 căn) tại dự án Charm Villas trong tháng 6/2022. Theo khảo sát của chúng tôi, giá bán tại các dự án lân cận đã tăng 40-45% svck trong Q1/22. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán của giai đoạn 3 sẽ cao hơn 35% so với dự phóng trước đó. Điều này khiến chúng tôi điều chỉnh tăng 18% tổng giá trị phát triển (GDV) của Charm Villas lên 5.200 tỷ đồng. Dự án sẽ đóng góp 41% tổng DT của HDG trong năm 2022-23.

### Chúng tôi điều chỉnh tăng LN ròng thêm 11,1%-50,2% trong năm 2022-23

Điều chỉnh dự phóng của chúng tôi phản ánh (1) giá bán trung bình cao hơn của Charm Villas giai đoạn 3, và (2) giá bán điện trên thị trường cạnh tranh cao hơn trong năm 2022-23. Chúng tôi kỳ vọng DT mảng năng lượng sẽ tăng 38,4% svck và chiếm 48% tổng DT công ty trong năm 2022 nhờ đóng góp đủ năm của 3 nhà máy mới. Kết quả là LN ròng của HDG sẽ tăng 13,8% svck giúp ROE đạt mức 26,3% trong năm 2022.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 55.100 đồng/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 31,5% lên 55.100 đồng/cp nhờ tăng EPS dự phóng năm 2022-23 lần lượt 11,1%-50,2%. Tiềm năng tăng giá là việc đưa vào khai thác các nhà máy năng lượng và dự án BDS 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 (VNĐ)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	4.999	3.777	3.704	3.910
Tăng trưởng DT thuần	15,1%	(24,4%)	(2,0%)	5,6%
Biên lợi nhuận gộp	41,5%	61,4%	67,8%	66,9%
Biên EBITDA	42,1%	59,4%	80,0%	79,6%
LN ròng (tỷ)	979	1.096	1.248	1.422
Tăng trưởng LN ròng	5,1%	12,0%	13,8%	13,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	12,3%	7,2%	10,0%	12,4%
EPS cơ bản	5.984	5.584	6.123	6.977
EPS điều chỉnh	5.875	5.395	5.921	6.759
BVPS	18.437	22.070	26.209	31.802
ROAE	36,0%	29,8%	26,3%	25,2%

Nguồn: VND RESEARCH

## GẶT HÁI THÀNH QUẢ TỪ ĐẦU TƯ NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích HDG nhờ:

- Theo kịch bản cơ sở, dự thảo Quy hoạch điện 8 (QHĐ 8) ước tính tốc độ tiêu thụ điện năng tăng trưởng kép hàng năm là 8,9% trong giai đoạn 2021-2030, và chúng tôi cho rằng đây là động lực để ngành điện tiếp tục phát triển cùng với kỳ vọng nền kinh tế phục hồi nhanh trong những năm tới. Đáng chú ý, HDG đang thuộc top4 công ty năng lượng tái tạo niêm yết có công suất lớn nhất tại thời điểm cuối năm 2021. Do đó chúng tôi nhận thấy HDG đang hưởng lợi từ đà tăng trưởng ổn định của nhu cầu điện của Việt Nam trong các năm tới.
- HDG đang phấn đấu để mở rộng danh mục năng lượng tái tạo theo tinh thần và cam kết từ COP26 (Hội nghị lần thứ 26 các bên tham gia Công ước khung của Liên Hiệp Quốc về biến đổi khí hậu). Trong giai đoạn 2022-25, HDG đặt mục tiêu sẽ phát triển thêm 478 MW điện năng lượng tái tạo để nâng tổng công suất phát điện của công ty lên 922 MW.
- Tỷ lệ hấp thụ tốt tại dự án Charm Villas sẽ đảm bảo LN ròng mảng BĐS trong giai đoạn 2022-23. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đem lại 3.332 tỷ đồng DT và 1.729 tỷ đồng LN ròng, tương ứng 43,8%/64,8% DT và LN ròng của cả công ty trong giai đoạn 2022-23.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2022 sẽ tăng 13,8% svck nhờ (1) biên LN gộp mảng BĐS tăng 7,5 điểm % svck và (2) đóng góp đủ năm của các dự án điện mới là thủy điện Sông Tranh 4, Đắk Mi 2 và điện gió 7A. Trong năm 2023, LN ròng của HDG sẽ tiếp tục tăng 13,9% svck lên 1.422 tỷ đồng, theo ước tính của chúng tôi.

### Định giá

#### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 55.100 đồng

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% 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 10,2%, dựa trên ước tính về tiến độ đưa nhà máy vào vận hành của doanh nghiệp.

Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 55.100 đồng nhằm phản ánh (1) EPS dự phóng năm 2022-23 tăng lần lượt 11,1%-50,2% và (2) chuyển năm cơ sở định giá sang 2022.

Theo đà giảm giá của thị trường chung, giá cổ phiếu HDG đã giảm 37,1% từ đỉnh được thiết lập trong tháng 3/2022. Hiện tại HDG đang được giao dịch tại mức PE 2022 là 7,8x, thấp hơn 33% so với các công ty cùng ngành. Chúng tôi cho rằng với mức tăng trưởng bình quân LN ròng 13,8% và ROE là 25,8% trong giai đoạn 2022-23, HDG xứng đáng được định giá cao hơn.

**Hình 1: Phương pháp định giá từng phần (SOTP)**

Phương pháp định giá từng phần	tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ trọng
Bất động sản	4.082	NPV	
Năng lượng	13.028	DCF	
Cho thuê văn phòng, khách sạn	1.325	DCF 10 năm	
Đầu tư vào công ty liên kết	3		
(+) Tiền và tương đương tiền	1.016		
(-) Nợ vay	7.108		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1.110	Giá trị sổ sách tại cuối Q1/22	
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>11.236</b>		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	204		
Giá trị mỗi cp (VND/cp)			55.123
<b>Giá trị mỗi cp (làm tròn, VND/cp)</b>			<b>55.100</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhằm chờ đợi những nút thắt pháp lý được giải quyết, chúng tôi tạm thời chưa đưa vào mô hình dự phóng một số dự án tiềm năng đã được HDG công bố. Các dự án này 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, 478 MW công suất bổ sung của mảng năng lượng và dự án Alila Bảo Đại Resort của mảng cho thuê văn phòng, khách sạn. Chúng tôi kỳ vọng những dự án này sau khi hoàn thành thủ tục pháp lý và được đưa vào phát triển sẽ là động lực tăng giá giành cho HDG.

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.

**Hình 2: So sánh với các công ty cùng ngành (Dữ liệu ngày 24/05/2022)**

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)	EPS 3 năm	P/BV (x)	EV / EBITDA (x)	ROE (%)	D/E (%)			
		đồng	đồng		tỷ đồng	TTM	2022	CAGR hiện tại	FY22F	TTM	FY22F	hiện tại		
<b>Bất động sản</b>														
CTCP ĐT KD nhà Khang Điền	KDH VN	39.850	54.800	Khả quan	25.621	21,2	16,1	10,2	2,4	2,2	23,9	12,7	25,6	25,0
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	44.900	56.000	Khả quan	17.194	23,6	14,4	6,7	2,0	1,8	35,7	8,7	13,6	26,7
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	25.400	25.000	Khả quan	15.431	16,9	7,2	NA	1,7	0,8	9,7	11,3	21,7	33,5
<i>Trung bình</i>					19.415	20,6	12,6	8,5	2,0	1,6	23,1	10,9	20,3	28,4
<b>Năng lượng tái tạo</b>														
CTCP Cơ điện lạnh	REE VN	74.700	85.500	Khả quan	26.549	12,5	10,6	1,8	1,9	1,5	12,2	16,7	15,2	73,2
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	21.100	NA	NA	6.408	18,2	16,8	4,7	1,8	1,6	13,4	10,3	12,1	190,0
<i>Trung bình</i>					16.479	15,3	13,7	3,3	1,9	1,6	12,8	13,5	13,7	131,6
<b>Đa ngành</b>														
CTCP Bamboo Capital	BCG VN	19.900	29.600	Khả quan	10.016	9,0	5,8	NA	1,6	1,4	30,8	19,2	31,2	168,3
CTCP Xây lắp điện 1	PC1 VN	32.100	NA	NA	7.549	9,9	10,9	16,0	1,6	1,2	14,3	16,9	13,3	143,9
<i>Trung bình</i>					8.782	9,5	8,4	16,0	1,6	1,3	22,5	18,0	22,2	156,1
<b>CTCP Tập đoàn Hà Đô</b>	<b>HDG VN</b>	<b>46.200</b>	<b>55.100</b>	<b>Khả quan</b>	<b>9.377</b>	<b>8,9</b>	<b>7,8</b>	<b>19,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>9,0</b>	<b>25,7</b>	<b>26,3</b>	<b>136,8</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Mảng năng lượng bất phá bù đắp cho lượng bàn giao hạn chế của mảng BĐS trong Q1/22**

Hình 3: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q1/22 (tỷ đồng)

	Q1/22	Q1/21	% svck	% sv dự phóng cả năm	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>685</b>	<b>1.354</b>	<b>-49,4%</b>	<b>14,2%</b>	
Bất động sản	127	932	-86,4%	6,0%	Trong Q1/22, HDG chỉ bàn giao 6 căn tại dự án Charm Villas so với mức cao của cùng kỳ năm ngoái với việc ghi nhận từ dự án Hado Centrosa.
Xây dựng	1	77	-98,7%	0,1%	Trong tháng 5/2021, HDG đã thoái vốn khỏi 2 công ty xây dựng là Hà Đô 1 và Mee, do đó doanh thu mảng xây dựng của công ty không đáng kể trong Q1/22.
Cho thuê văn phòng, khách sạn	79	102	-22,6%	22,5%	Doanh thu mảng cho thuê văn phòng, khách sạn trong Q1/22 giảm 22,6% svck chủ yếu do khách sạn IBIS không còn là địa điểm cách ly cho các chuyên gia nước ngoài khi sang Việt Nam.
Năng lượng	478	241	97,9%	30,9%	Doanh thu mảng năng lượng đã tăng gấp đôi svck trong Q1/22 nhờ (1) đóng góp mới của dự án điện gió 7A (vận hành thương mại trong tháng 10/2021) và 2 dự án thủy điện Sông Tranh 4 (tháng 9/2021) và Đak Mi 2 (tháng 10/2021) và (2) giá bán điện trên thị trường cạnh tranh cao. Sản lượng điện Q1/22 đạt 290 triệu kWh, tăng 152% svck và tương ứng 25,1% dự phóng cả năm của chúng tôi.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>464</b>	<b>631</b>	<b>-26,4%</b>	<b>21,6%</b>	
CPBH&QLDN	43	53	-18,1%	13,4%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi do HDG chưa mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3 trong Q1/22.
<b>EBIT</b>	<b>421</b>	<b>578</b>	<b>-27,2%</b>	<b>23,1%</b>	
Lãi vay	119	87	37,1%	16,1%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi do HDG chủ yếu sử dụng vốn vay với lãi suất thả nổi, do đó công ty được hưởng lợi trong giai đoạn lãi suất thấp hiện nay.
Lợi nhuận trước thuế	325	495	-34,2%	30,1%	
Lợi nhuận sau thuế	296	402	-26,3%	32,5%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>244</b>	<b>322</b>	<b>-24,2%</b>	<b>29,7%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>67,8%</b>	<b>46,6%</b>	<b>21,2 đ %</b>	<b>23,1 đ %</b>	Biên lợi nhuận gộp Q1/22 tăng 21,2 điểm % svck nhờ (1) biên lợi nhuận gộp cao hơn của dự án Charm Villas so với Hado Centrosa và (2) đóng góp thấp hơn của mảng xây dựng - vốn có biên lợi nhuận gộp thấp.
Biên EBIT	61,5%	42,7%	18,8 đ %	23,7 đ %	
% CPBH&QLDN/DT	6,3%	3,9%	2,4 đ %	-0,4 đ %	
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>35,7%</b>	<b>23,8%</b>	<b>7,3 đ %</b>	<b>18,6 đ %</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Mảng BĐS: Dự án Charm Villas sẽ là điểm nhấn chính**

**HDG có kế hoạch mở bán Charm Villas giai đoạn 3 trong Q2/22**

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. Chúng tôi tin rằng HDG đang chờ dự án đường liên khu 8 (nối Đại lộ Thăng Long và tỉnh lộ 423) hoàn thành để có giá bán tại giai đoạn 3 cao hơn.

Hình 4: Dự án Charm Villas



- Địa điểm: Huyện Hoài Đức, TP.Hà Nội
- Tổng diện tích: 30ha
- Sản phẩm: 528 căn biệt thự, nhà phố và shophouse, đã bán 392 căn. Tính đến hết Q1/22, đã bàn giao 88 căn.
- Tình trạng: đã hoàn thành xây dựng móng cho toàn bộ dự án, khu nhà phố và biệt thự song lập đã hoàn thành xây thô.
- GDV: 5.200 tỷ đồng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi tin rằng kế hoạch mở bán giai đoạn 3 (130 căn) trong Q2/22 là khả thi nhờ (1) dự án đường liên khu 8 đã hoàn thành rải nhựa trong tháng 2/2022 và sẵn sàng đưa vào sử dụng và (2) tiến độ xây dựng đang phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi khi HDG đã hoàn thành xây móng cho toàn bộ dự án.

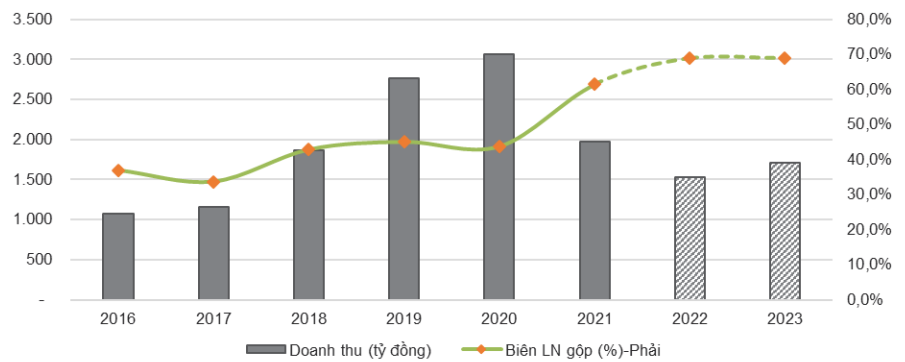


Theo khảo sát của chúng tôi, giá bán tại các dự án lân cận đã tăng 40-45% svck trong Q1/22. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán của giai đoạn 3 sẽ cao hơn 35% so với dự phóng trước đó. Điều này khiến chúng tôi điều chỉnh tăng 18% tổng giá trị phát triển (GDV) của Charm Villas lên 5.200 tỷ đồng.

**Chúng tôi kỳ vọng DT mảng BĐS sẽ giảm 21,2% svck trong năm 2022 trước khi tăng 14,2% svck trong năm 2023**

Chúng tôi kỳ vọng DT mảng BĐS năm 2022-23 sẽ đạt lần lượt 1.556 tỷ đồng/ 1.776 tỷ đồng (-21,2% svck/+14,2% svck), nhờ đóng góp chủ yếu từ dự án Charm Villas với 102/154 căn được bàn giao. Chúng tôi lưu ý rằng DT trung bình căn của năm 2023 thấp hơn do các dự án biệt thự có giá trị cao hầu như đã được bàn giao trong năm 2022-23. Biên LN gộp mảng BĐS năm 2022-23 được kỳ vọng sẽ tăng 8,4 điểm % so với năm 2021 nhờ dự án Charm Villas có biên LN gộp cao hơn 17,9 điểm % so với dự án Hado Centrosa (đã được bàn giao hết từ nửa đầu năm 2021). Biên LN gộp cao của Charm Villas đến từ việc (1) giá bán trung bình tăng như đã đề cập và (2) chi phí quyền sử dụng đất thấp do dự án đã được phát triển từ năm 2008, những yếu tố này đã bù đắp cho chi phí xây dựng cao hơn tại dự án trong năm 2021-23.

**Hình 5: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng BĐS của HDG**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Ban lãnh đạo HDG cho biết công ty đang nghiên cứu đầu tư các dự án tại Hà Nội (huyện Thanh Oai), TP.HCM (quận Bình Chánh) và tỉnh Ninh Thuận. Những dự án trên được kỳ vọng sẽ nâng tổng quỹ đất của HDG lên 450 ha trong 5 năm tới. Trước đó, HDG cũng thông báo đang đàm phán để mua lại quỹ đất rộng 125 ha tại khu vực phía Tây Hà Nội với chi phí dự tính là khoảng 1.000 tỷ đồng, tuy nhiên công ty vẫn chưa có thông báo chính thức về dự án này.

Trong Q4/22, công ty có kế hoạch mở bán 2 dự án tại TP.HCM là Green Lane (quận 8) và Hado Minh Long (TP.Thủ Đức). Tuy nhiên, do thủ tục pháp lý của các dự án trên vẫn chưa hoàn thành, chúng tôi tạm thời chưa bổ sung các dự án này vào mô hình dự phóng kết quả kinh doanh năm 2022-24.

**Hình 6: Dự án Green Lane**



- Địa điểm: Đường Phạm Thế Hiển, quận 8, TP.HCM
- Tổng diện tích: 2,3ha
- Sản phẩm: 3 tháp với 1.231 căn hộ chung cư
- Tình trạng: đất sạch, chuẩn bị xây dựng
- Thời điểm mở bán: Quý 4/2022
- GDV: 2.200 tỷ đồng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Dự án Hado Minh Long



- Địa điểm: Linh Trung, TP.Thủ Đức, TP.HCM
- Tổng diện tích: 27ha
- Sản phẩm: 60 căn nhà phố, 20 căn shophouse, 920 căn hộ chung cư
- Tình trạng: đất sạch, chuẩn bị xây dựng
- Thời điểm mở bán: Quý 4/2022
- GDV: 2.700 tỷ đồng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Mảng năng lượng: gặt hái thành quả từ các dự án mới

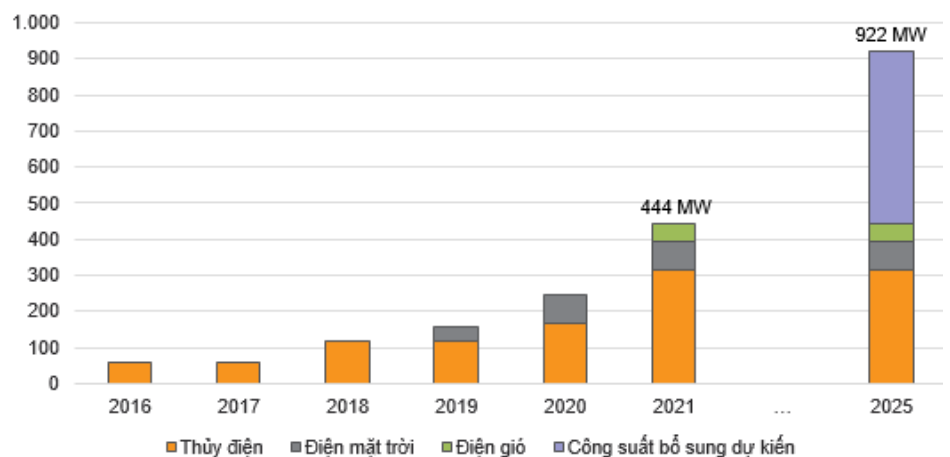
#### HDG kỳ vọng sẽ bổ sung thêm 478 MW vào công suất điện năng lượng tái tạo của công ty trong giai đoạn 2022-25

Trong Q4/21, HDG hoàn thành 3 dự án điện năng lượng tái tạo mới, trong đó bao gồm 2 nhà máy thủy điện Sông Tranh 4 & Đắk Mi 2 vận hành thương mại trong tháng 9-10/2021. Đặc biệt dự án điện gió 7A đã hòa lưới điện trước thời hạn cuối được hưởng giá FiT ưu đãi 8,5 cent. Như vậy tính đến cuối năm 2021, HDG đã nâng tổng công suất thiết kế lên 444 MW, đưa công ty lọt top4 doanh nghiệp niêm yết có công suất điện năng lượng tái tạo lớn nhất.

Bên cạnh đó, HDG cũng đang chờ đợi phê duyệt của QHĐ 8 để thực hiện kế hoạch tăng gấp đôi công suất điện vào năm 2025. Dự kiến sau khi QHĐ 8 được thông qua, HDG sẽ phát triển 2 dự án điện gió là Phước Hữu (50 MW) và Ea H'leo (20 MW). Công ty cũng đang rất tự tin siêu dự án điện gió An Phong (300 MW) sẽ được bổ sung vào QHĐ 8.

Chúng tôi chưa bổ sung các dự án năng lượng mà HDG dự kiến đưa vào khai thác sau năm 2021 vào mô hình dự phóng, do chúng tôi tin rằng việc thực hiện của các dự án này sẽ phụ thuộc nhiều vào mức giá FiT dành cho các dự án năng lượng tái tạo trong tương lai.

Hình 8: Công suất thiết kế của mảng năng lượng HDG (MW)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### DT mảng năng lượng được kỳ vọng sẽ tăng 38,4% svck trong năm 2022

Trong năm 2021, DT mảng năng lượng đã tăng 62,3% svck lên 1.276 tỷ đồng nhờ tổng công suất thiết kế tăng 80% svck tại thời điểm cuối năm. Tương tự, chúng tôi dự phóng DT mảng năng lượng sẽ tiếp tục tăng 38,4% svck trong năm 2022 chủ yếu nhờ đóng góp đủ năm của 3 nhà máy điện mới. Dự phóng của chúng tôi dựa trên các giả định chính sau:

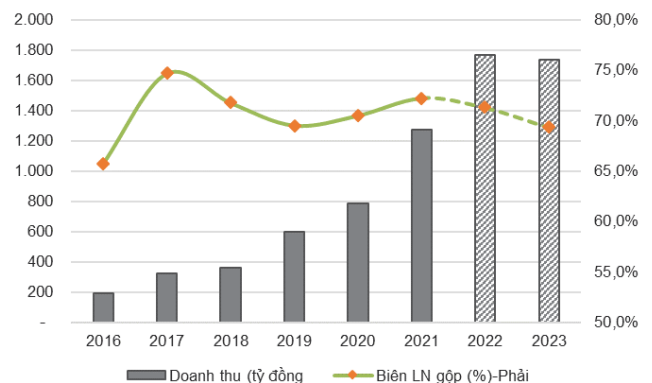
- Theo dự báo mới nhất của Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI), hiện tượng La Nina sẽ duy trì cho đến T4/22 và sau đó dần chuyển sang trạng thái trung tính với xác suất khoảng 53-56% từ tháng 5. Hiện tượng El Nino được ước tính có khả năng xảy ra cao hơn và pha La Nina sẽ suy yếu. Chúng tôi kỳ vọng mảng thủy điện của HDG sẽ vẫn 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. Cụ thể, sản lượng của 3 công ty thủy điện đầu tiên của HDG (bao gồm Za Hưng, Nậm Pông và Nhận Hạc) sẽ giảm 22% svck trong năm 2022 xuống còn 392 triệu kWh. Trong khi đó, các thủy điện Sông Tranh 4 và Đăk Mi 2 sẽ đạt hiệu suất vận hành lần lượt là 85%-80% trong năm đầu tiên hoạt động đủ năm - 2022.
- Với những triển vọng tích cực về nhu cầu điện dự báo tăng mạnh vào năm 2022, cũng như sản lượng nhiệt điện cao hơn huy động trên thị trường phát điện cạnh tranh, chúng tôi cho rằng 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 2022 sẽ tăng 8% svck. Từ năm 2023, giá bán điện bình quân sẽ tăng nhẹ 2% mỗi năm để phản ánh yếu tố trượt giá.
- Những rủi ro về cắt giảm công suất tại các dự án điện gió và điện mặt trời sẽ thấp hơn nhờ (1) rủi ro thiếu hụt hệ thống đường dây truyền tải đã được khắc phục và (2) tình trạng thiếu điện được dự báo sẽ diễn ra tại miền Bắc Việt Nam trong năm 2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các dự án điện mặt trời và điện gió của HDG sẽ đạt hiệu suất vận hành 95%-90% trong năm 2022.
- Tại Đại hội cổ đông 2022, ban lãnh đạo HDG cho biết các nhà máy thủy điện của công ty có thời gian hoàn vốn là 10 năm trong vòng đời dự án là 50 năm, trong khi đó các nhà máy điện gió & điện mặt trời có thời gian hoàn vốn 7-8 năm và vòng đời 20-30 năm nhờ quản lý tốt chi phí đầu tư và hưởng lãi suất vay thấp. Do đó chúng tôi tăng số năm khấu hao của các dự án thủy điện – điện mặt trời & điện gió lên lần lượt 25-20 năm so với mức chỉ 20-15 năm trong dự báo trước đó. Kết quả là biên LN gộp mảng năng lượng năm 2022 sẽ đạt 71,3% (giảm nhẹ 0,9 điểm % svck), theo dự báo của chúng tôi.

Hình 9: Giả định hiệu suất vận hành của các dự án năng lượng của HDG

Dự án	Sản lượng thiết kế (kWh/năm)	Thời điểm vận hành	Hiệu suất vận hành				
			2019	2020	2021	2022	2023
<b>Thủy điện</b>							
Za Hưng	122,7	2009	65%	98%		95%	90%
Nậm Pông	98,0	2014	60%	97%	121%	95%	90%
Nhận Hạc	192,0	Q3/18	94%	115%		95%	90%
Sông Tranh 4	180,0	Q3/21			38%	85%	80%
Đăk Mi 2	450,0	Q4/21			31%	80%	75%
<b>Điện mặt trời</b>							
Hồng Phong 4	92,0	Q2/19	55%	103%	95%	95%	95%
Infra 1	92,0	Q3/20		23%	87%	90%	90%
<b>Điện gió</b>							
7A	152,0	Q4/21			16%	90%	90%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng năng lượng của HDG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Triển vọng 2022-23: tăng trưởng ổn định 13,8% svck trong năm 2022-23**

**Chúng tôi điều chỉnh tăng LN ròng thêm 11,1%-50,2% trong năm 2022-23**

Điều chỉnh dự phóng của chúng tôi phản ánh (1) giá bán trung bình cao hơn của Charm Villas giai đoạn 3, (2) tổng sản lượng điện cao hơn và (2) giá bán điện trên thị trường cạnh tranh cao hơn trong năm 2022-23.

Hình 11: Tóm tắt thay đổi dự phóng 2022-23 (tỷ đồng)

	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% Δ thay đổi		Nhận xét
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
<b>Doanh thu</b>	<b>4.819,5</b>	<b>4.270,5</b>	<b>3.372,2</b>	<b>4.819,5</b>	<b>-30,0%</b>	<b>12,9%</b>	
<i>Bất động sản</i>	2.105,0	1.403,3	1.527,0	1.713,2	-27,5%	22,1%	Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu mảng bất động sản trong năm 2022 do giai đoạn 3 của dự án Charm Villas được mở bán chậm hơn so với kỳ vọng.
<i>Xây dựng</i>	806,1	822,2	-	-	NA	NA	Trong tháng 5/2021, HDG đã thoái vốn tại 2 công ty xây dựng Hà Đô 1 và Mee.
<i>Cho thuê văn phòng, khách sạn</i>	352,4	381,7	382,4	398,9	8,5%	4,5%	
<i>Năng lượng</i>	1.546,9	1.654,1	1.765,3	1.734,3	14,1%	4,8%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu mảng năng lượng năm 2022-23 thêm lần lượt 14,1%/4,8% nhờ (1) tổng sản lượng điện tại các dự án điện gió & mặt trời tăng 13,5% khi hệ thống đường dây truyền tải đã đáp ứng được công suất thiết kế của năng lượng tái tạo và (2) tăng 24%/9% giá bán điện trên thị trường cạnh tranh trong năm 2022-23.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.412,4</b>	<b>2.086,0</b>	<b>2.510,4</b>	<b>2.615,3</b>	<b>4,1%</b>	<b>25,4%</b>	
CPBH&QLDN	286,9	256,3	223,7	229,4	-22,0%	-10,5%	
<b>EBIT</b>	<b>2.116,3</b>	<b>1.821,6</b>	<b>2.265,5</b>	<b>2.363,5</b>	<b>7,1%</b>	<b>29,8%</b>	
Lãi vay	689,7	611,7	580,4	493,9	-15,9%	-19,3%	Chúng tôi giảm dự phóng lãi vay năm 2022-23 lần lượt 15,9%/19,3% nhờ lãi suất vay ngân hàng giảm 0,5 điểm %.
Lợi nhuận trước thuế	1.439,2	1.237,6	1.699,9	1.907,7	18,1%	54,1%	
Lợi nhuận sau thuế	1.211,0	1.066,0	1.477,9	1.660,8	22,0%	55,8%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.123,3</b>	<b>946,8</b>	<b>1.248,1</b>	<b>1.422,1</b>	<b>11,1%</b>	<b>50,2%</b>	Chúng tôi tăng dự phóng lợi ích cổ đông thiểu số năm 2022-23 lần lượt 161,8%/100,3% chủ yếu do đóng góp lớn hơn của mảng năng lượng vào lợi nhuận sau thuế công ty. HDG chỉ sở hữu 52% cổ phần tại CTCP Za Hưng (công ty sở hữu 3 nhà máy thủy điện là Za Hưng, Nậm Pông và Nhan Hạc) và 83% cổ phần tại CTCP Hà Đô Bình Thuận (điện mặt trời Hồng Phong 4).
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>50,1%</b>	<b>48,8%</b>	<b>67,8%</b>	<b>66,9%</b>	<b>17,7 đ %</b>	<b>18,0 đ %</b>	
<i>Bất động sản</i>	63,3%	63,3%	68,9%	68,9%	5,6 đ %	5,6 đ %	
<i>Xây dựng</i>	3,0%	3,0%	NA	NA	NA	NA	
<i>Cho thuê văn phòng, khách sạn</i>	49,8%	49,8%	43,3%	43,3%	-6,5 đ %	-6,5 đ %	
<i>Năng lượng</i>	56,3%	58,9%	71,3%	69,3%	15,0 đ %	10,5 đ %	Chúng tôi giảm dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng năng lượng năm 2022-23 lần lượt 15,0/10,5 điểm % nhờ (1) trung bình giá bán điện cao hơn, và (2) tăng số năm khấu hao tại các nhà máy thủy điện - điện mặt trời & điện gió lên lần lượt 25-20 năm từ mức 20-15 năm của dự phóng trước đó.
<b>Biên EBIT</b>	<b>43,9%</b>	<b>42,7%</b>	<b>67,2%</b>	<b>49,0%</b>	<b>23,3 đ %</b>	<b>6,4 đ %</b>	
% CPBH&QLDN/DT	6,0%	6,0%	6,6%	4,8%	0,7 đ %	-1,2 đ %	
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>23,3%</b>	<b>22,2%</b>	<b>37,0%</b>	<b>29,5%</b>	<b>13,7 đ %</b>	<b>7,3 đ %</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



**Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của HDG sẽ tăng trưởng lần lượt 13,8%-13,9% svck trong năm 2022-23**

**Hình 12: Tóm tắt dự phóng kết quả kinh doanh 2022-23 (tỷ đồng)**

	2020	2021	2022	2023
<b>Doanh thu</b>	<b>4.998,6</b>	<b>3.778,4</b>	<b>3.703,7</b>	<b>3.909,6</b>
<i>Bất động sản</i>	3.058,8	1.975,2	1.527,0	1.713,2
<i>Xây dựng</i>	831,5	141,9	-	-
<i>Cho thuê văn phòng, khách sạn</i>	322,6	385,4	382,4	398,9
<i>Năng lượng</i>	786,4	1.275,9	1.765,3	1.734,3
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.076,4</b>	<b>2.320,1</b>	<b>2.510,4</b>	<b>2.615,3</b>
CPBH&QLDN	206,0	340,4	223,7	229,4
<b>EBIT</b>	<b>1.862,4</b>	<b>1.958,0</b>	<b>2.265,5</b>	<b>2.363,5</b>
Lãi vay	362,2	386,8	580,4	493,9
Lợi nhuận trước thuế	1.540,5	1.643,0	1.699,9	1.907,7
Lợi nhuận sau thuế	1.253,9	1.343,7	1.477,9	1.660,8
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>979,1</b>	<b>1.096,5</b>	<b>1.248,1</b>	<b>1.422,1</b>
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>41,5%</b>	<b>61,4%</b>	<b>67,8%</b>	<b>66,9%</b>
<i>Bất động sản</i>	43,8%	61,4%	68,9%	68,9%
<i>Xây dựng</i>	7,3%	8,0%	NA	NA
<i>Cho thuê văn phòng, khách sạn</i>	38,3%	45,2%	43,3%	43,3%
<i>Năng lượng</i>	70,5%	72,2%	71,3%	69,3%
Biên EBIT	37,3%	51,8%	61,2%	60,5%
% CPBH&QLDN/DT	4,1%	9,0%	6,0%	5,9%
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>19,6%</b>	<b>29,0%</b>	<b>33,7%</b>	<b>36,4%</b>
<b>Tăng trưởng doanh thu (svck)</b>	<b>15,1%</b>	<b>-24,4%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>5,6%</b>
<b>Tăng trưởng lợi nhuận ròng (svck)</b>	<b>5,1%</b>	<b>12,0%</b>	<b>13,8%</b>	<b>13,9%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

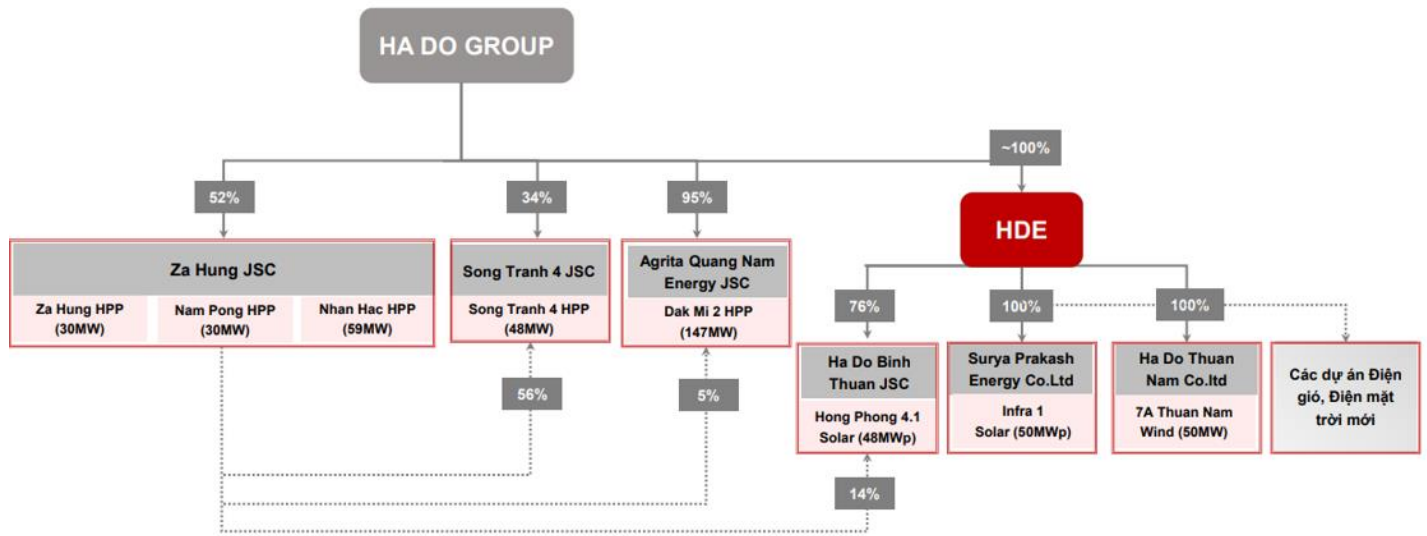
**HDG đang định hướng trở thành công ty holding khi liên tục thành lập các công ty con tại các mảng kinh doanh chính**

ĐHCĐ HDG mới đây đã chấp thuận việc thành lập công ty BĐS Hà Đô và đặt mục tiêu sẽ IPO trong kế hoạch dài hạn. HDG sẽ nắm giữ ít nhất 90% cổ phần của BĐS Hà Đô. Trong khi 10% cổ phần còn lại sẽ thuộc về chủ tịch HĐQT HDG và các thành viên HĐQT khác. Công ty BĐS Hà Đô sẽ kế thừa toàn bộ tài sản BĐS của HDG. Theo ban lãnh đạo công ty, lý do để thành lập công ty con này nhằm tái cơ cấu HDG trở thành công ty holding và nâng cao năng lực quản lý vốn cũng như khả năng sinh lời của các công ty trong tập đoàn.

Trước đó vào tháng 7/2021, HDG cũng đã thành lập CTCP Năng lượng Hà Đô (Hado Energy – HDE) – công ty con với định hướng tập trung vào phát triển điện năng lượng tái tạo và mục tiêu IPO trong năm 2023-24. HDE sẽ kế thừa toàn bộ cổ phần của HDG trong các dự án điện gió & điện mặt trời bao gồm 100% cổ phần điện gió 7A (50 MW), 100% cổ phần điện mặt trời Infra 1 (48 MW), 76% cổ phần điện mặt trời Hồng Phong 4 (48 MW) và tất cả những khoản đầu tư vào các dự án điện gió sau năm 2022 (478 MW). HDE hiện có vốn điều lệ là 1.200 tỷ đồng và tổng công suất điện dự kiến là 626 MW. HDG đặt mục tiêu sẽ tiếp tục duy trì cổ phần chi phối tại HDE sau IPO.

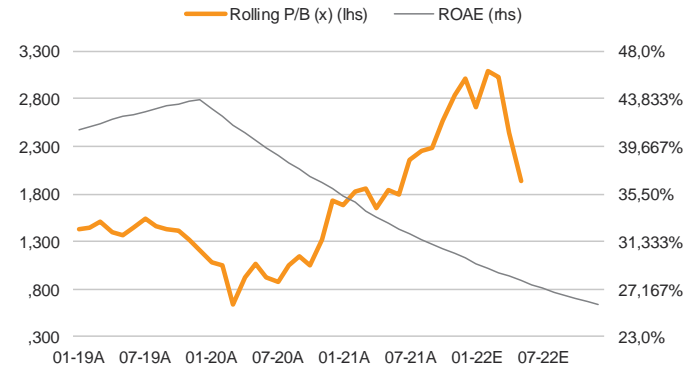
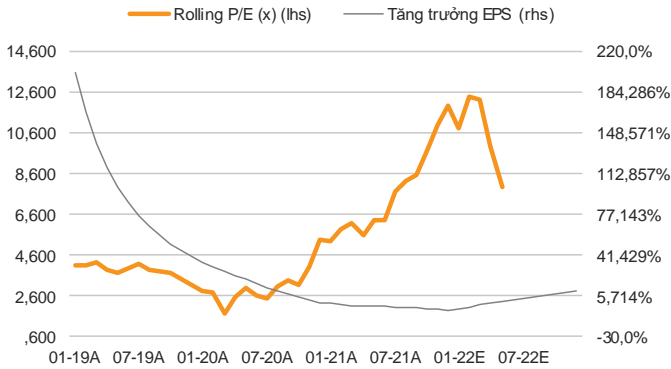
Theo ban lãnh đạo HDG, việc kết hợp các dự án trên vào một công ty con sẽ giúp đơn giản hóa quá trình đàm phán mua máy móc, thiết bị và hợp đồng mua bán điện (PPA) trong tương lai, bên cạnh đó cũng hỗ trợ việc tìm kiếm nguồn vay phát triển dự án và nhà đầu tư chiến lược tiềm năng. Chúng tôi tin rằng nếu HDE thành công trong việc tìm kiếm đối tác chiến lược nước ngoài trong đợt IPO sẽ tạo thêm giá trị gia tăng cho các nhà đầu tư hiện hữu của HDG.

Hình 13: Cấu trúc sở hữu tại mạng năng lượng của HDG (tại thời điểm cuối Q1/22)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	3.777	3.704	3.910
Giá vốn hàng bán	(1.457)	(1.193)	(1.294)
Chi phí quản lý DN	(222)	(120)	(115)
Chi phí bán hàng	(119)	(103)	(115)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.980</b>	<b>2.287</b>	<b>2.386</b>
EBITDA thuần	2.194	2.969	3.095
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(215)</b>	<b>(682)</b>	<b>(709)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.980</b>	<b>2.287</b>	<b>2.386</b>
Thu nhập lãi	80	23	47
Chi phí tài chính	(441)	(617)	(533)
Thu nhập ròng khác	25	7	8
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.643</b>	<b>1.700</b>	<b>1.908</b>
Thuế	(299)	(222)	(247)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(247)	(230)	(239)
<b>LN ròng</b>	<b>1.096</b>	<b>1.248</b>	<b>1.422</b>
Thu nhập trên vốn	1.096	1.248	1.422
Cổ tức phổ thông	(304)	(306)	(306)
<b>LN giữ lại</b>	<b>793</b>	<b>942</b>	<b>1.116</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	230	275	1.822
Đầu tư ngắn hạn	680	680	680
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.713	1.928	1.607
Hàng tồn kho	1.365	2.380	444
Các tài sản ngắn hạn khác	129	126	133
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.116</b>	<b>5.390</b>	<b>4.686</b>
Tài sản cố định	11.596	10.460	10.014
Tổng đầu tư	3	3	3
Tài sản dài hạn khác	176	156	165
<b>Tổng tài sản</b>	<b>15.892</b>	<b>16.009</b>	<b>14.868</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.289	1.291	200
Phải trả người bán	298	273	304
Nợ ngắn hạn khác	2.707	2.585	1.877
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.293</b>	<b>4.148</b>	<b>2.381</b>
Vay & nợ dài hạn	6.086	5.116	4.355
Các khoản phải trả khác	122	116	124
Vốn điều lệ và	1.964	2.038	2.038
LN giữ lại	1.934	2.876	3.992
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.334</b>	<b>5.342</b>	<b>6.482</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.057	1.286	1.525
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.892</b>	<b>16.009</b>	<b>14.868</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.643</b>	<b>1.700</b>	<b>1.908</b>
Khấu hao	219	687	714
Thuế đã nộp	(299)	(222)	(247)
Các khoản điều chỉnh khác	(361)	697	(93)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>503</b>	<b>(1.423)</b>	<b>1.588</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>1.705</b>	<b>1.438</b>	<b>3.870</b>
Đầu tư TSCĐ	(2.254)	(205)	(170)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	25	7	8
Các khoản khác	(610)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	3	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(2.837)</b>	<b>(197)</b>	<b>(162)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	421	75	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	807	(968)	(1.852)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(304)	(306)	(306)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>924</b>	<b>(1.199)</b>	<b>(2.158)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	438	230	275
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(208)</b>	<b>42</b>	<b>1.550</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	230	272	1.850

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	29,0%	33,7%	36,4%
Vòng quay TS	0,25	0,23	0,25
ROAA	7,4%	7,7%	9,0%
Đòn bẩy tài chính	4,05	3,30	2,61
ROAE	29,8%	26,3%	25,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	165,5	190,0	150,0
Số ngày nắm giữ HTK	341,8	728,0	125,3
Số ngày phải trả tiền bán	74,5	83,4	85,8
Vòng quay TSCĐ	0,36	0,34	0,38
ROIC	8,6%	9,6%	11,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,0	1,3	2,0
Khả năng thanh toán nhanh	0,6	0,7	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	1,1
Vòng quay tiền	432,7	834,6	189,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(24,4%)	(2,0%)	5,6%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	5,8%	15,5%	4,3%
Tăng trưởng LN ròng	12,0%	13,8%	13,9%
Tăng trưởng EPS	(6,7%)	9,6%	13,9%

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.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

### Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích

Email: [trung.tranba@vndirect.com.vn](mailto:trung.tranba@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>