Shinhan Securities



CTCP Tập đoàn Hà Đô

[Việt Nam / Bất động sản]

Bloomberg Code (HDG VN) | Reuters Code (HDG.HM)

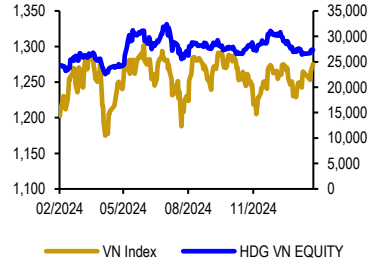
GIỮ

BC Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 31,500**
Giá hiện tại (14/02/25)	VND 27,550
Suất sinh lời	14.4%

VNINDEX	1,276
P/E thị trường	10.3
Vốn hóa (tỷ VND)	9,265
SLCP đang lưu hành (triệu)	336
SLCP tự do giao dịch(triệu)	180
52 tuần cao/thấp(VND)	33,000/22,818
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	3.12
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	98
Sở hữu nước ngoài (%)	19.8
Nguyen Trong Thong Cổ đông lớn (%)	31.8

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-3.2	3.0	12.1
Tg đối với VN-Index (%)	-4.4	-1.9	5.7



Nguồn: Bloomberg

Lợi thế từ chiến lược đa dạng hóa

Định giá lần đầu với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 31,500 đồng

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG) là doanh nghiệp hàng đầu hoạt động chủ yếu ở hai lĩnh vực bất động sản và năng lượng. Nhờ vậy, doanh nghiệp có mô hình hoạt động kinh doanh ổn định nhờ vào chiến lược đầu tư đa dạng. Cụ thể, HDG sở hữu danh mục phát điện có công suất đạt 462 MW và quỹ đất bất động sản tiềm năng gần 120 ha đủ để phát triển trong vòng 5 năm tới. Dựa trên phương pháp SOTP, chúng tôi đưa ra khuyến nghị GIỮ với giá mục tiêu ở mức 31,500 đồng – tương ứng với mức tăng 14.4% so với thị giá tại ngày 14/02/2025. Doanh thu và lợi nhuận của HDG dự kiến sẽ tăng trưởng trong thời gian tới nhờ: (1) HDG thuộc top chủ đầu tư uy tín, sở hữu quỹ đất đắc địa chủ yếu tại các thành phố lớn như HCM và Hà Nội, được hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường bất động sản khi doanh nghiệp dự kiến mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3 trong 2025; (2) sở hữu danh mục đầu tư năng lượng tái tạo (NLTT) rất tiềm năng, được hỗ trợ bởi các chính sách phát triển đang dần hoàn thiện.

Các chính sách đang dần hoàn thiện tạo động lực cho doanh nghiệp tiến hành thực hiện nhiều dự án NLTT theo kế hoạch.

Hà Đô có dòng tiền ổn định từ hoạt động sản xuất điện, với doanh thu gần 2,000 tỷ đồng/năm trong 3 năm trở lại đây, đồng thời là nguồn đóng góp chính trong cơ cấu lợi nhuận của doanh nghiệp. Về dài hạn, HDG đang có kế hoạch gia tăng công suất điện NLTT thêm 806 MW, đặc biệt là điện gió. Trong năm qua, nhiều chính sách đang được chính phủ ban hành tạo tiền đề quan trọng để Hà Đô tiến hành đẩy nhanh việc thực hiện đầu tư các dự án trong kế hoạch. Điển hình là cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) - tạo cơ hội để các đơn vị phát điện NLTT tìm kiếm khách hàng và thỏa thuận mức giá phù hợp,...

HDG dự kiến hưởng lợi khi thị trường BĐS dần phục hồi

Trong năm 2025F, chúng tôi kỳ vọng Charm Villas giai đoạn 3 gồm 108 căn sẽ bắt đầu được mở bán với mức giá khoảng 150 triệu/m2 đất (vẫn thấp hơn so với mức giá trung bình 178 triệu m2/đất trong khu vực), ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt khoảng 1,835 tỷ đồng và 807 tỷ đồng cho giai đoạn 2025F-2027F. Dự án được kỳ vọng hấp thụ tốt từ sự phục hồi của thị trường nhờ (1) vị trí thuận lợi, (2) giá bán hấp dẫn và (3) cung mới của thị trường tuy phục hồi nhưng vẫn còn hạn chế so với giai đoạn trước.

Triển vọng dài hạn, chúng tôi kì vọng NQ171/2024/QH15 có thể phần nào tháo gỡ vướng mắc liên quan đến đất ở trong các dự án của HDG, từ đó có thể giúp Hà Đô có thể sớm triển khai 2 dự án tiếp theo là Greenlane và Hado Minh Long.

Rủi ro: (1) Rủi ro từ hai dự án Hồng Phong 4 và SP Infra 1 có khả năng bị giảm giá bán điện và bị truy thu phần chênh lệch đã bán, (2) Các chính sách tháo gỡ mảng bất động sản chậm trễ, (3) Các chính sách mảng điện chậm triển khai, (4) Rủi ro thời tiết

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**3,581**	**2,889**	**2,719**	**3,075**	**3,348**
LN HĐKD (tỷ VND)	1,615	961	921	1,262	1,530
LNST hợp nhất (tỷ VND)	**1,362**	**866**	**753**	**1,071**	**1,315**
EPS (đồng)	3,605	2,175	1,714	2,257	2,491
BPS (đồng)	21,681	19,352	18,816	18,862	19,138
Biên LN HĐKD (%)	45.1	33.3	33.9	41.0	45.7
Biên LNST (%)	38.0	30.0	27.7	34.8	39.3
ROE (%)	**55.7**	**28.3**	**22.4**	**29.0**	**32.3**
PER (x)	7.0	12.7	15.9	14.0	12.6
PBR (x)	1.4	1.4	1.5	1.7	1.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nam Hoang

☎ (84-28) 5808-7603

✉ nam.h@shinhan.com





Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

11 **Cập nhật và dự phóng kết quả kinh doanh**

13 **Định giá và khuyến nghị**

17 **Rủi ro**

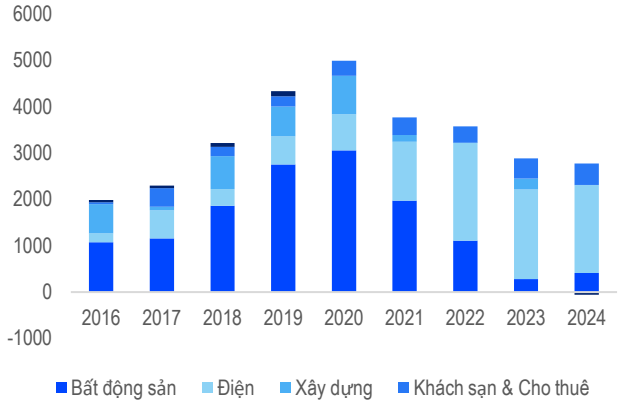
18 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển của HDG

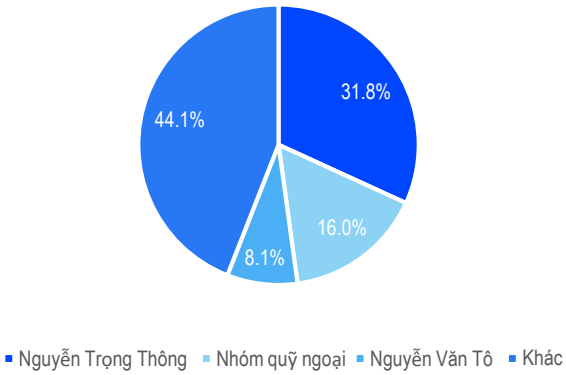
CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG) tiền thân là Xí nghiệp xây dựng trực thuộc Viện Kỹ thuật Quân sự - Bộ Quốc Phòng, được thành lập năm 1990. Sau đó, xí nghiệp được cổ phần hóa và chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Hà Đô vào năm 2004, và niêm yết cổ phiếu trên sàn Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh vào năm 2010.
Hà Đô ban đầu hoạt động trong lĩnh vực bất động sản và xây dựng. Từ sau khi Bộ Quốc Phòng thoái vốn vào năm 2016, mảng bất động sản của Hà Đô đã tạo nên bước ngoặt lớn khi đầu tư vào dự án quy mô lớn hơn là Hado Centrosa (6.8ha) tại quận 10, TPHCM. Từ đó góp phần gia tăng thêm uy tín của Hà Đô trên thị trường. Đến năm 2019, công ty tiếp tục mở rộng cơ hội đầu tư sang lĩnh vực phát triển điện NLTT. Hiện tại, mảng năng lượng và bất động sản là hai mảng kinh doanh chính của công ty.

Năng lượng và BĐS là hai mảng kinh doanh chính của HDG, doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu cổ đông, cập nhật đến tháng 8/2024

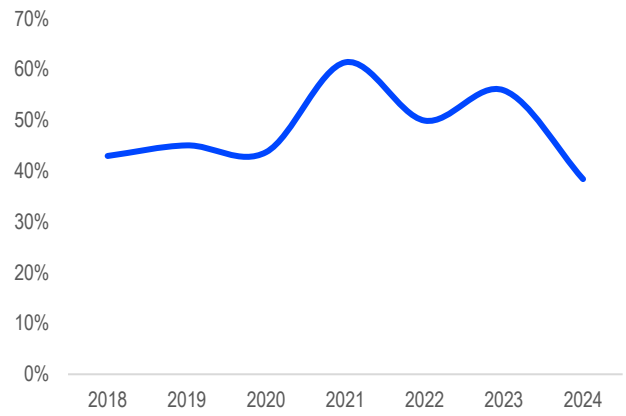


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

2. Tổng quan các mảng kinh doanh

Với mảng bất động sản nhà ở, Hà Đô chủ yếu tập trung phát triển dự án BĐS phân khúc trung cấp với quy mô vừa và nhỏ tại TPHCM và Hà Nội. Công ty đã xây dựng được thương hiệu với nhiều dự án nhà ở, tiêu biểu là Hà Đô Centrosa (2016), và Hado Charm Villas (2020). Trong giai đoạn 2016-2020, mảng bất động sản luôn chiếm hơn 50% doanh thu của công ty và tăng trưởng rất mạnh mẽ, được đóng góp chủ yếu bởi 10 nghìn tỷ đồng doanh thu từ Hado Centrosa. Trong giai đoạn 2021-2024, mặc dù HDG sở hữu quỹ đất lớn (hơn 100ha) nhưng doanh thu mảng BĐS liên tục sụt giảm do (1) chậm triển khai dự án do vướng mắc pháp lý và (2) trì hoãn mở bán dự án trước sự khó khăn của thị trường chung. Tuy vậy, điểm sáng của HDG giai đoạn này là việc mở bán thành công Charm Villas GĐ1 & GĐ2 tỷ lệ hấp thụ đạt trên 80% ngay trong ngày đầu tiên mở bán.

Biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản nhà ở 2018 - 2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu BĐS nhà ở liên tục sụt giảm trong những năm gần đây (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi kì vọng HDG sẽ mở bán Charm Villas giai đoạn 3 trong năm 2025 khi thị trường đang dần hồi phục. Đồng thời sẵn sàng bàn giao khi mở bán thành công do dự án đã hoàn thiện hạ tầng cơ bản. Từ đó có thể đóng góp vào doanh thu cho HDG giai đoạn 2025-2027.

Bên cạnh đó, Hà Đô đồng thời đang sở hữu danh mục bất động sản đầu tư có giá trị còn lại là 733 tỷ đồng (BCTC Q4/2024) gồm cho thuê các mặt bằng văn phòng, trung tâm thương mại tại các bất động sản mà công ty phát triển, và khách sạn. Doanh thu mảng cho thuê và khách sạn này thường ổn định, dao động khoảng 200-400 tỷ đồng/năm; sự tăng trưởng của mảng này sẽ đi theo các dự án bất động sản mà công ty phát triển.

Với mảng năng lượng, Hà Đô đã có nhà máy thủy điện từ năm 2009 nhưng đến năm 2019, công ty mới mở rộng cơ hội đầu tư qua mảng phát điện NLTT, tận dụng nhiều chính sách ưu đãi của giá FIT. Hiện tại, công ty đang sở hữu danh mục phát điện với tổng công suất là 462 MW bao gồm 5 nhà máy thủy điện, 2 nhà máy điện mặt trời và 1 nhà máy điện gió.

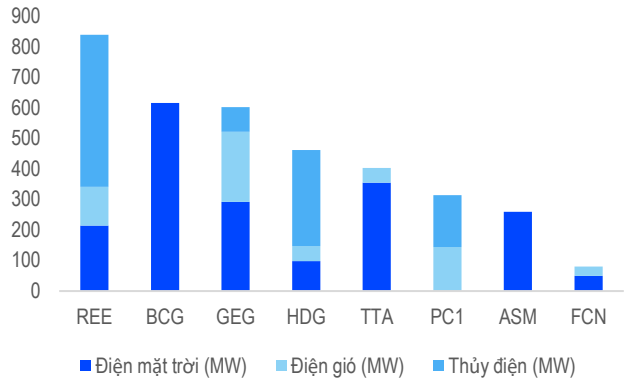
	Nhà máy	Năm COD	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	Sản lượng thiết kế (tr kWh)	Hệ số công suất thiết kế	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí
Thủy điện	Za Hưng	2009	30	503	16.8	122.7	47%	52%	Quảng Nam
	Nậm Pông	2013	30	796	26.5	123.3	47%	52%	Nghệ An
	Nhan Hạc	2018	59	1,881	31.9	220	43%	52%	Nghệ An
	Sông Tranh 4	2021	48	1,700	35.4	180	43%	63%	Quảng Nam
	Đăk Mi 2	2021	147	4,700	32.0	450	35%	98%	Quảng Nam
Điện mặt trời	Hồng Phong 4	2019	48	1,100	22.9	98	21%	83%	Bình Thuận
	SP INFRA 1	2020	50	1,055	21.1	92	22%	100%	Ninh Thuận
Điện gió	Điện gió 7A	2021	50	1,875	38	183	42%	100%	Ninh Thuận

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhìn chung, mảng năng lượng được công ty tập trung đầu tư từ năm 2018. Lúc đầu, kết quả kinh doanh mảng năng lượng tăng trưởng mạnh do nhiều nhà máy mới đi vào hoạt động và đồng thời hưởng lợi từ chu kỳ La Nina (biên gộp mở rộng từ 2020-2022). Sau giai đoạn 2022, biên gộp của công ty sụt giảm chủ yếu bị ảnh hưởng bởi tình hình thủy văn, tuy nhiên đây vẫn là mức khá cao và phù hợp với ngành.

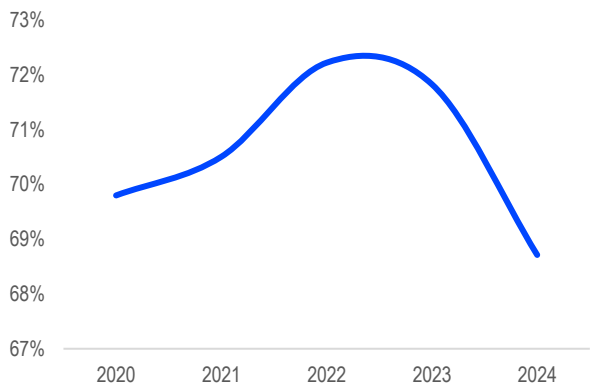
Với tầm nhìn xa của ban lãnh đạo, việc đầu tư mảng năng lượng từ sớm đã hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của công ty khi mảng bất động sản có xu hướng giảm sút từ năm 2021, vì mảng năng lượng có tính chất ổn định hơn (mảng bất động sản đi theo chu kỳ phát triển dự án). Đây cũng là điểm mạnh của doanh nghiệp so với các công ty cùng ngành.

Công suất của một số doanh nghiệp niêm yết, cập nhật đến tháng 9/2024*



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam
*Công suất được tính theo công suất nhà máy (chưa điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu) và chưa bao gồm LDLK

Biên gộp của mảng điện HDG 2018 – 2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

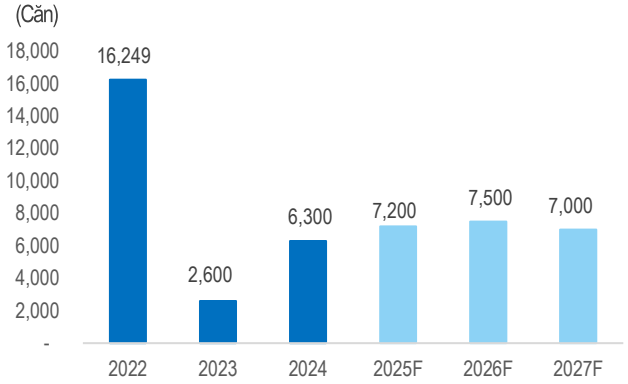
Quan điểm đầu tư

1. HDG dự kiến hưởng lợi khi thị trường BĐS dần phục hồi

a. Charm Villas dự kiến mở bán giai đoạn 3 và đóng góp doanh thu cho HDG từ năm 2025

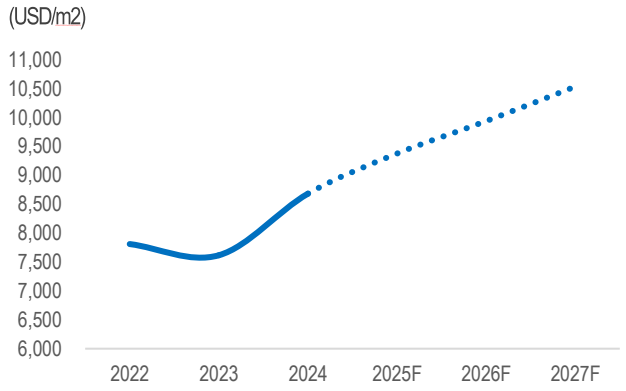
Thị trường BĐS nhà liền thổ tại Hà Nội nhìn chung đang bước vào giai đoạn hồi phục khi (1) cung mới nhà ở năm 2024 tăng 137% YoY, đạt 6,300 căn và (2) tỷ lệ hấp thụ duy trì ở mức cao, đạt 97%. Trong giai đoạn phục hồi, với sự hạn chế trong nguồn cung mới (trung bình chỉ gần bằng ½ so với năm 2022), chúng tôi nhận định các doanh nghiệp có dự án mở bán tại Hà Nội có thể hưởng lợi. Đặc biệt khi giá bán liên tục neo cao khi nguồn cung hạn chế cũng góp phần hỗ trợ biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

Cung mới nhà liền thổ tại khu vực Hà Nội phục hồi mạnh mẽ



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Giá nhà liền thổ dự kiến tiếp tục neo cao khi nguồn cung hạn chế



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi kì vọng dự án Charm Villas sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường khi mở bán GĐ3 vào năm 2025 nhờ (1) vị trí thuận lợi, (2) giá bán hấp dẫn và (3) cung mới của thị trường tuy phục hồi nhưng vẫn còn hạn chế so với giai đoạn trước. Cụ thể:

- Khu đô thị Charm Villas sở hữu vị trí thuận lợi khi nằm trên trên đại lộ Thăng Long và tọa lạc ở phía Tây Hà Nội (huyện Hoài Đức). Đây là một trong những huyện có sự phát triển mạnh mẽ về hạ tầng nhằm bắt kịp các tiêu chí lên quận trong năm 2025. Việc phát triển hạ tầng đem lại tiềm năng tăng giá mạnh mẽ cho các dự án trong khu vực (1). Chúng tôi kì vọng yếu tố trên góp phần kéo biên lợi nhuận gộp cho dự án của HDG giai đoạn 3 khi dự án này đã được phát triển từ nhiều năm trước khi giá đất còn thấp.
- Giá bán Dự án Charm Villas giai đoạn 3 ước tính khoảng 150 triệu/m2 đất, thấp hơn so với mức trung bình 178 triệu/m2 đất của các dự án trong khu vực (Báo cáo Savills, 2024).
- Với lợi thế về vị trí, giá bán hấp dẫn cùng sự phục hồi chậm của thị trường, chúng tôi dự phóng HDG có thể mở bán thành công và bàn giao dự án trong năm 2025-2027. Cụ thể, chúng tôi ước tính Charm Villas có thể đóng góp doanh thu bàn giao dự án cho HDG tương ứng trong năm 2025-2027 là 577 tỷ đồng (35 căn), 852.5 tỷ đồng (50 căn), và 404.8 tỷ đồng (23 căn)

b. Hành lang pháp lý hoàn thiện kì vọng tháo gỡ cho các dự án vướng mắc của HDG

Chúng tôi dự phóng quỹ đất hiện tại của HDG đủ để phát triển dự án trong 5-7 năm tiếp theo. Tuy vậy, hiện nhiều dự án BĐS của HDG đang gặp các vướng mắc pháp lý liên quan đến đất đai (do không có đất ở trong dự án nên không đủ điều kiện để thực hiện dự án NOTM theo Luật Đất đai(2)).

(1) Giá bán nhiều dự án biệt thự, nhà liền kề tại khu Tây Hà Nội đã tăng trong năm 2024 so với 2023 như: KĐT Geleximco đã tăng 60%, Thiên Đường Bảo Sơn tăng 20%.

(2) Theo Luật Đất đai 2013 và Luật Đất đai sửa đổi năm 2024, đất đủ điều kiện làm dự án NOTM là (1) 100% đất ở hoặc (2) đất ở và đất khác.

STT	Dự án	Sản phẩm	Vị trí	Quỹ đất (ha)	Sở hữu	Dự kiến kế hoạch phát triển dự án[3]					
						2023	2024	2025	2026	Từ 2027	Tình trạng pháp lý
1	Charm Villas	528 villas và nhà liên kề	Hà Nội	30	100%						Đã hoàn thiện hạ tầng, đã bán và bàn giao 420 căn từ năm 2021. Dự kiến mở bán GĐ 3 (108 căn) từ năm 2025.
2	Noongtha Central Park	241 biệt thự song lập và 586 villas	Lào	70.4	100%						Đang tạm dừng mở bán để chờ điều kiện thuận lợi hơn
3	Green Lane	1,231 căn hộ	TPHCM	2.3	99%						Đất sạch, đã được phê duyệt quy hoạch 1/500, **đang vướng mắc chuyển đổi mục đích sử dụng đất thương mại dịch vụ sang đất ở**
4	Hado Minh Long	31 căn liền kề; 1409 chung cư/căn hộ officetel/shophouse	TPHCM	2.7	100%						Đất sạch, đã được duyệt quy hoạch 1/2000, đang xin quy hoạch 1/500, đang **vướng mắc chuyển đổi mục đích sử dụng đất thương mại sang đất ở**
5	62 Phan Đình Giót	Chung cư/ văn phòng cho thuê	Hà Nội	2.2	100%						**Vướng mắc liên quan đến chuyển đổi đất thương mại dịch vụ sang đất ở.**
6	30 Tạ Quang Bửu	Văn phòng	Hà Nội	0.1	100%						Đang hoàn thiện pháp lý
7	Khu hỗn hợp Dịch Vọng	Văn phòng/Khách sạn/Chung cư; 2 tòa nhà 47 lầu, 250,000 m2 đang xây dựng	Hà Nội	1	100%						Điều chỉnh thiết kế
8	CC3	Văn phòng/Chung cư	Hà Nội	0.5	100%						Đang hoàn thiện pháp lý
9	Bảo Đại Resort	Bất động sản nghỉ dưỡng	Khánh Hòa	8.9	70%						Đất sạch, đã hoàn thiện pháp lý
Tổng				**118.1**							

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi kì vọng NQ171/2024/QH15[4] có thể phần nào tháo gỡ vướng mắc liên quan đến đất ở trong các dự án của HDG. Cụ thể, NQ cho phép đất khác làm dự án NOTM. Do đó, nếu được lựa chọn thực hiện thí điểm, nhiều dự án không có đất ở của HDG như Green Lanne, Hado Minh Long và 62 Phan Đình Giót có thể khai thông ách tắc đất đai, triển khai trở lại và mở bán trong tương lai.

(3) Ước tính của chúng tôi từ lúc xây dựng đến lúc bàn giao
(4) NQ171/2024/QH15 được ban hành tháng 10/2024 và có hiệu lực từ ngày 1/4/2025. Đây là NQ đặc thù thí điểm đất khác thực hiện dự án NOTM, được triển khai thí điểm trong 5 năm tại các khu đô thị trên toàn quốc.

2. Mảng năng lượng

a. Dòng tiền ổn định từ hoạt động sản xuất điện

Các nhà máy điện được cam kết sản lượng đầu ra bởi EVN theo hình thức sản lượng điện hợp đồng, cùng với giá bán của từng loại hình khá hấp dẫn. Cụ thể:

_ **Thủy điện**: Các nhà máy thủy điện (Za Hưng, Nậm Pông và Nhạn Hạc) được áp dụng biểu phí tránh được có giá bán trung bình khoảng 1,213 đồng/kWh cao hơn so với các nhà máy thủy điện khác chỉ ở mức 800-1,200 đồng/kWh. Về sản lượng huy động, hệ số công suất huy động thực tế của 3 nhà máy này trong 2022-2024 khoảng 46%, thuộc mức trung bình ngành.

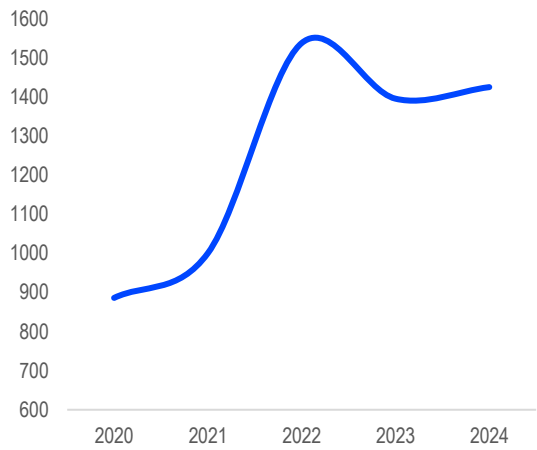
Hai nhà máy thủy điện còn lại là Sông Tranh 4 và Đak Mi 2 sẽ có một phần điện được bán trên thị trường điện cạnh tranh, mức giá bán trung bình của 2 nhà máy này gần 1,100 đồng/kWh tương đương mức bình ngành. Về dài hạn, mức giá bán trên thị trường điện cạnh tranh sẽ tăng dần vì (1) nhu cầu điện ngày càng cao, (2) nguồn điện mới điện khí LNG đẩy mặt bằng giá điện cao hơn, (3) chi phí than sản xuất điện cũng có xu hướng neo cao.

Bảng: Biểu giá chi phí tránh được 2024

Thành phần giá	Mùa khô			Mùa mưa		Phần điện năng dư	
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	
Giá điện năng (đ/kWh)							
Miền Bắc	726	726	725	703	704	702	351
Miền Trung	729	729	729	707	708	709	353
Miền Nam	749	749	748	727	727	726	363
Giá công suất cho cả 3 miền (đ/kWh)	1,932						

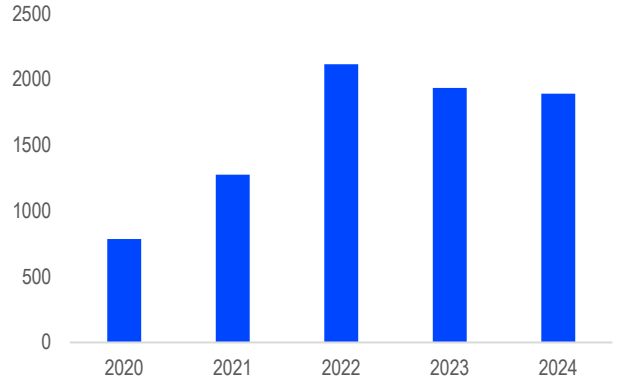
Nguồn: BCT, Shinhan Securities Vietnam

Giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh (đồng/kWh)



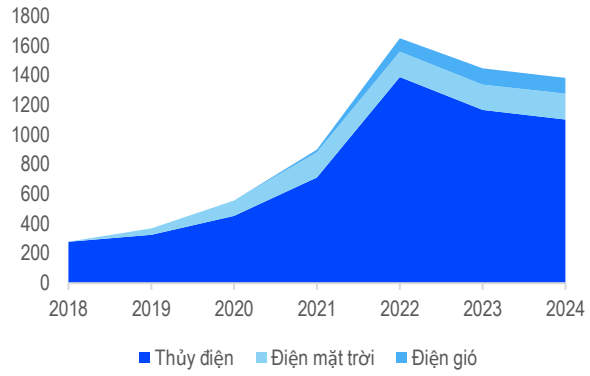
_ **Điện mặt trời và điện gió:** Các nhà máy điện mặt trời và điện gió của Hà Đô đều được cam kết sản lượng và được bán với giá FIT. Trong đó, giá bán cho điện mặt trời là 9.35 UScent và điện gió là 8.5 UScent. Ưu điểm của giá FIT là khá cao và đi theo giá USD, quy đổi tương đương khoảng 2,100 – 2,200 đồng/kWh trong năm 2022-2023, đây là mức thậm chí còn cao hơn so với giá bán lẻ điện trung bình của EVN trong cùng thời điểm là 1,864 – 2,006.7 đồng/kWh.

Doanh thu mảng điện của HDG 2020 – 2024 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng điện theo loại hình qua các năm (triệu kWh)

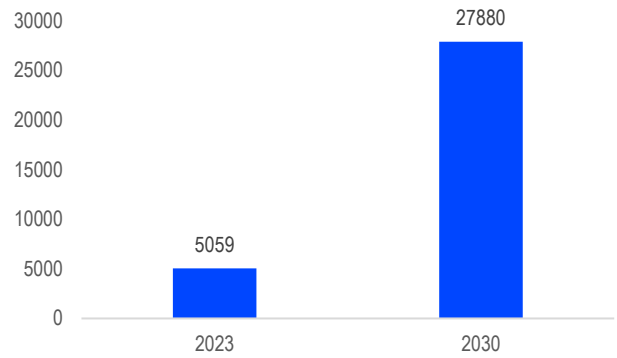


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

b. Các chính sách đang dần hoàn thiện tạo động lực cho doanh nghiệp tiến hành thực hiện nhiều dự án trong kế hoạch

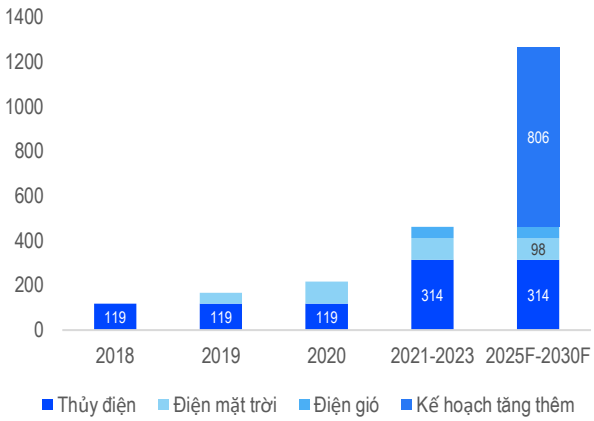
Hà Đô đang có kế hoạch gia tăng công suất điện năng lượng tái tạo thêm 806 MW, đặc biệt là điện gió. Chiến lược phát triển các dự án điện gió của Hà Đô hoàn toàn phù hợp với định hướng của chính phủ được nêu ra trong Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, khi công suất kế hoạch trong 2030 dự kiến đạt 27,880 MW (CAGR 28%/năm). Mặc dù có những khó khăn trong ngắn hạn liên quan đến giá bán điện gió chưa đủ hấp dẫn với nhà đầu tư, và nhiều vấn đề pháp lý khác; chúng tôi đánh giá các khó khăn này đang dần được tháo gỡ khi nhìn vào các chính sách mới đây nhất của chính phủ.

Công suất lắp đặt điện gió (MW)



Nguồn: Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Công suất lắp đặt kế hoạch của Hà Đô đến năm 2030 (MW)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Bảng: Danh mục các dự án tiềm năng của HDG

	Dự án	Công suất (MW)	Năm dự kiến vận hành	Tiến độ
1	Điện gió 7A mở rộng	21	N/A	Trong kế hoạch thực hiện QHĐ VIII
2	Điện gió Bình Gia	80	N/A	Trong kế hoạch thực hiện QHĐ VIII. 04/2024 UBND tỉnh Lạng Sơn trao biên bản ghi nhớ đầu tư.
3	Điện gió Phước Hữu	50	N/A	04/2024 UBND tỉnh Ninh Thuận cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư.
4	Thủy điện Sơn Linh Sơn Nham	25	Q4/2026	Đã được khởi công xây dựng Sơn Linh, Sơn Nham
6	Điện gió Lộc Bình 1	50	2026 - 2030	Trong kế hoạch thực hiện QHĐ VIII
7	Các dự án khác	580	2026- 2030	N/A

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) tạo cơ hội để các đơn vị phát điện NLTT tìm kiếm khách hàng và thỏa thuận mức giá phù hợp

Vào ngày 03/07/2024, Chính phủ đã chính thức ban hành quy định về cơ chế mua bán điện trực tiếp giữa Đơn vị phát triển điện NLTT với khách hàng sử dụng điện lớn; cơ chế gồm 2 hình thức chính là qua lưới điện quốc gia hoặc qua đường dây kết nối riêng. Các nhà phát điện năng lượng tái tạo sẽ được thanh toán qua thị trường giao ngay và qua hợp đồng kỳ hạn ký kết với KH sử dụng điện lớn. Mức giá trên thị trường điện giao ngay thường cao hơn so với giá FIT chuyển tiếp, cải thiện tình hình hoạt động kinh doanh của các nhà phát điện NLTT hiện hữu và thu hút thêm nhiều nhà đầu tư mới.

Về phần khách hàng, khách hàng sử dụng điện lớn vẫn có thể thỏa thuận mức giá phù hợp với nhà phát điện qua hợp đồng kỳ hạn. Nhìn chung, cơ chế DPPA sẽ tăng tính cạnh tranh cho thị trường, tránh bị phụ thuộc vào sự cam kết mua điện của EVN và các chính sách giá thay đổi. Tuy nhiên, trước mắt cần nhiều hướng dẫn cụ thể hơn để có thể đưa cơ chế vào vận hành rộng rãi.

Bên cạnh đó, Ngày 04/12/2024 vừa qua, EVN đã trình Bộ Công Thương, Cục Điều tiết Điện lực xem xét khung giá phát điện cho nhà máy điện gió trên biển và trong đất liền cho năm 2025. Khung giá này được tính toán dựa trên TT19/2023/TT-BCT với điện gió trên biển là 1,890 đồng/kWh (cao hơn 4% so với khung giá chuyển tiếp) và điện gió trong đất liền là 1,610.56 đồng/kWh (cao hơn 1% so với khung giá chuyển tiếp).

Bảng: Một số những Quyết định, thông tư khác có tác động tích cực đến ngành

	Ngày	Tóm tắt	Tác động
Thông tư 19/2023/TT-BCT	11/2023	Quy định phương pháp xây dựng khung giá phát điện áp dụng cho điện mặt trời, điện gió dựa trên nhà máy điện chuẩn.	Tiền đề quan trọng để xây dựng khung giá phát điện cho nhà máy điện tái tạo, hướng tới sự hiệu quả trong khâu đầu tư và vận hành.
Quyết định 2699/QĐ-BCT	11/10/2024	EVN tăng giá bán lẻ điện lên 2,103.11 đồng/kWh (+4.8% so với mức hiện tại).	Cải thiện tình hình kinh doanh của EVN, từ đó tạo điều kiện đầu tư thêm nguồn điện, hạ tầng truyền tải cũng như hỗ trợ ban hành khung giá mua điện tái tạo phù hợp,…
Luật điện lực sửa đổi	11/30/2024	Một số điểm quan trọng: Cơ chế giá điện hai thành phần, quy định rõ ràng về xuất nhập khẩu điện, ban hành khung pháp lý cho điện gió ngoài khơi, cơ chế cho điện khí LNG,…	Hướng tới thị trường điện cạnh tranh minh bạch, công khai; Cải thiện tình hình kinh doanh của EVN; Mở ra hướng đi rõ ràng hơn cho các nhà phát triển điện tái tạo; Các nhà máy điện khí dễ dàng ký hợp đồng bao tiêu khí khi có hợp đồng sản lượng tối thiểu
Thông tư 07/2024/TT-BCT	12/4/2024	Quy định phương pháp xác định giá phát điện, hợp đồng mua bán điện.	Hướng dẫn để xác định giá bán điện chính thức cho nhóm điện truyền thống nói chung và nhóm NLTT nói riêng

Nguồn: EVN, BCT, Shinhan Securities Vietnam

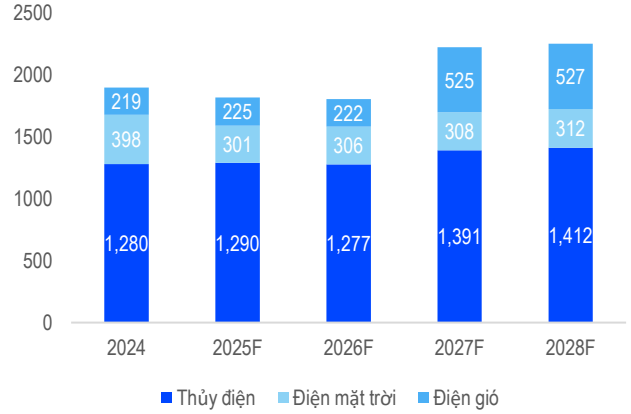
Cập nhật KQKD Q4/2024 và ước phóng 2025F-2026F

Tiêu chí	Q4/2024	% YOY	2024	%YOY	Chú thích
Doanh thu	**812**	-6%	**6,048**	-4%	
Bất động sản	15	-85%	414	47%	Ghi nhận từ bàn giao Charm Villas của giai đoạn trước, giai đoạn 3 gồm 108 căn được kỳ vọng mở bán trong 2025
Năng lượng	685	6%	1,891	-2%	Tình hình thủy văn cải thiện tốt trong Q4 nhưng tính chung cả năm sản lượng thủy điện sụt giảm -5.5%.
Cho thuê, Khách sạn và Xây lắp	112	-10%	472	-29%	Chủ yếu do sự sụt giảm từ mảng xây dựng
LNG	**552**	-7%	**1,589**	-8%	
Chi phí bán hàng và QLDN	-228	347%	-358	54%	Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng cao, đến từ trích lập dự phòng phải thu từ EVN cho dự án HP4
Chi phí tài chính ròng	-45	-68%	-310	-41%	Công ty tích cực trả nợ vay dài hạn dẫn đến chi phí tài chính giảm mạnh
LNTT	**233**	-42%	880	-9%	
LNST	**208**	-44%	753	-13%	Dù nợ vay giảm mạnh đáng kể nhưng tác động của chi phí doanh nghiệp mạnh hơn khiến lợi nhuận sụt giảm
LNST công ty mẹ	**153**	-47%	576	-13%	

Ước phóng doanh thu, lợi nhuận của HDG (2025F-2026F)

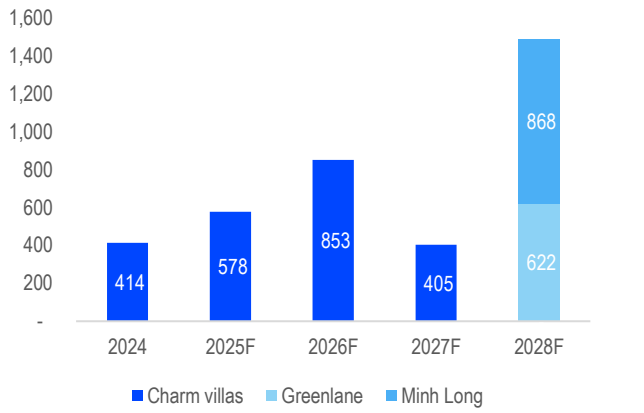
(Đơn vị: tỷ VND)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	**3,580**	**2,887**	**2,719**	**3,075**	**3,348**
Bất động sản	1,111	282	414	578	853
Năng lượng	2,116	1,939	1,891	1,912	1,960
Cho thuê, Khách sạn và Xây lắp	354	666	472	585	535
Khác	0	0	-57	0	0
Lợi nhuận gộp	2,212	1,721	1,589	1,886	2,089
Lợi nhuận từ HĐKD	1,615	961	921	1,262	1,530
LNTT	**1,604**	**963**	**1,078**	**1,323**	**1,545**
Bất động sản	447	89	125	280	412
Năng lượng	1,456	1,274	1,244	1,326	1,402
Cho thuê, Khách sạn và Xây lắp	189	163	225	254	256
Điều chỉnh loại trừ	-488	-563	-516	-537	-526
LNST hợp nhất	**1,362**	**866**	**753**	**1,071**	**1,315**
LNST công ty mẹ	**1,096**	**665**	**576**	**835**	**1,014**
Biên lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	61.8	59.6	58.4	61.3	62.4
Biên lợi nhuận từ HĐKD	45.1	33.3	33.9	41.0	45.7
Biên lợi nhuận hợp nhất	38.0	30.0	27.7	34.8	39.3
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu thuần	-5.2	-19.3	-5.9	13.1	8.9
Lợi nhuận từ HĐKD	-2.2	-40.5	-4.2	37.0	21.2
LNST công ty mẹ	-0.1	-39.3	-13.3	44.9	21.4

Dự phóng doanh thu mảng năng lượng theo loại hình 2025F-2028F (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu mảng bất động sản theo dự án 2025F-2028F (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị GIỮ với giá mục tiêu 31,500 VND

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Tập đoàn Hà Đô với khuyến nghị GIỮ và giá mục tiêu ở mức 31,500 đồng tương ứng với mức tăng 14.4% so với thị giá ngày 14/02/2025. Đối với tầm nhìn dài hạn, HDG là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

1) HDG thuộc top nhà phát triển bất động sản uy tín tại Việt Nam, với nhiều dự án được kỳ vọng sẽ sớm triển khai được hỗ trợ bởi hành lang pháp lý dần hoàn thiện;
2) HDG sở hữu dòng tiền ổn định từ hoạt động sản xuất điện;
3) Kế hoạch phát triển điện gió phù hợp với định hướng của chính phủ trong dài hạn, đồng thời được hỗ trợ bởi nhiều chính sách đang dần hoàn thiện

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp SOTP để định giá HDG. Trong đó, với mảng bất đông sản nhà ở, bất động sản cho thuê và mảng năng lượng chúng tôi sử dụng phương pháp DCF cho các dự án đã và đang có kế hoạch triển khai (thông tin rõ ràng). Với các dự án chưa có kế hoạch rõ ràng chúng tôi sử dụng BV.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	**11.1**
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.1
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.4
Beta	1.25
Chi phí nợ (%)	7.50
Chi phí sử dụng vốn (%)	13.6
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.5
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	4,884

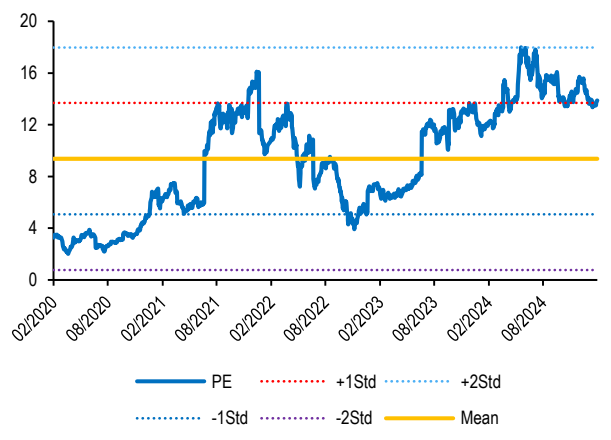
Nguồn:Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá SOTP của HDG

Dự án	Giá trị dự án (Tỷ đồng)	Phương pháp
Năng lượng	**14,038**	
Thủy điện	**10,741**	
Za Hưng	1,245	DCF
Nậm Pông	919	DCF
Nhạn Hạc	2,127	DCF
Sông Tranh 4	1,597	DCF
Dak Mi 2	4,434	DCF
Sơn Nham, Sơn Linh	419	NPV
Điện mặt trời	**1,932**	
Ninh Phước Solar (SP Infra 1)	1,254	DCF
Hồng Phong 4 Solar	678	DCF

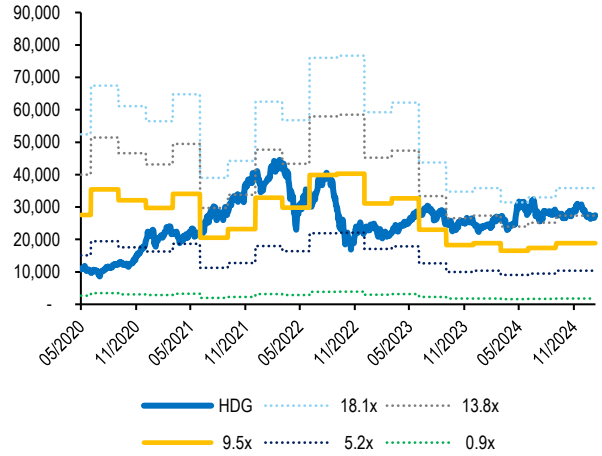
Điện gió	**1,365**	
7A	1,214	DCF
Phước Hữu (trên đất liền)	151	NPV
Bất động sản	**1,835**	
Charm Villas	564	DCF
Greenlane	428	DCF
Minh Long	791	DCF
Khác	52	BV
Bất động sản đầu tư	**1,595**	
Danh mục hiện tại	1,320	DCF
Khu nghỉ dưỡng Bảo Đại	205	BV
Khác	69	BV
(+) Số dư tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ VND)	1,089	
(-) Nợ (tỷ VND)	4,884	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ VND)	2,519	
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	11,154	
SLCP lưu hành (tỷ)	0.336	
Chiết khấu rủi ro dự án bị giảm giá bán và rủi ro đa ngành	-5%	
Giá mục tiêu (VND)	**31,505**	

PER của HDG



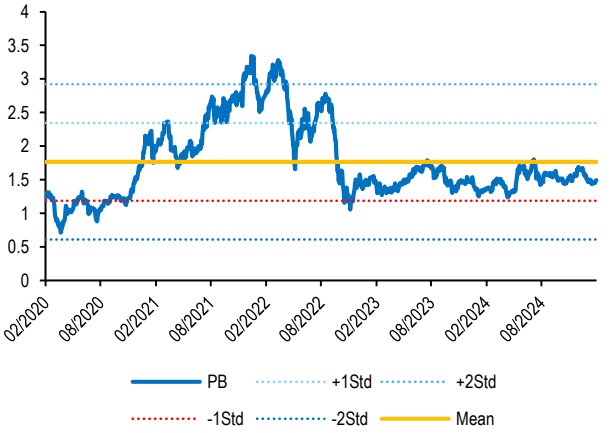
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của HDG



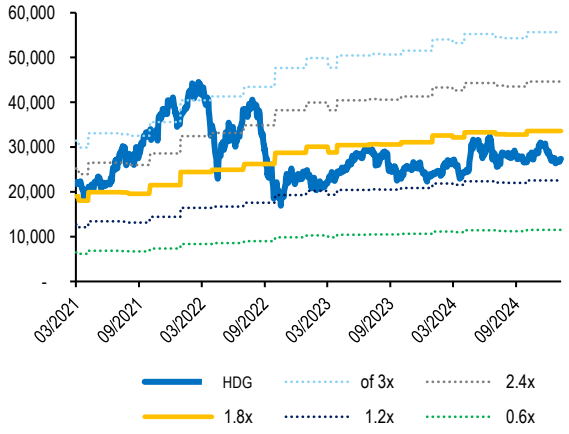
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của HDG



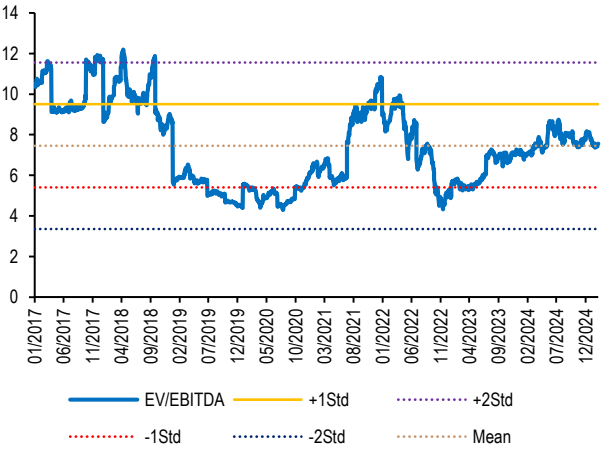
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của HDG



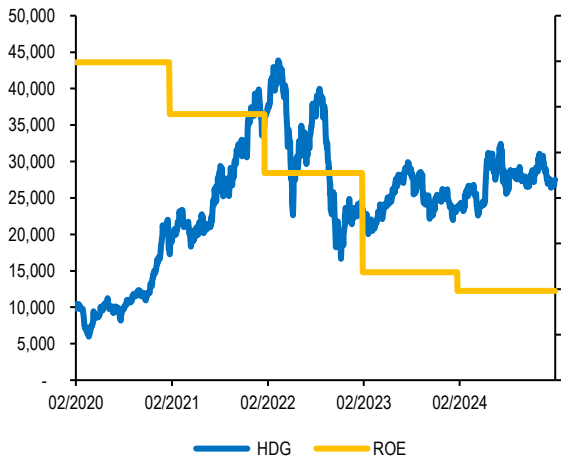
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của HDG từ năm 2017



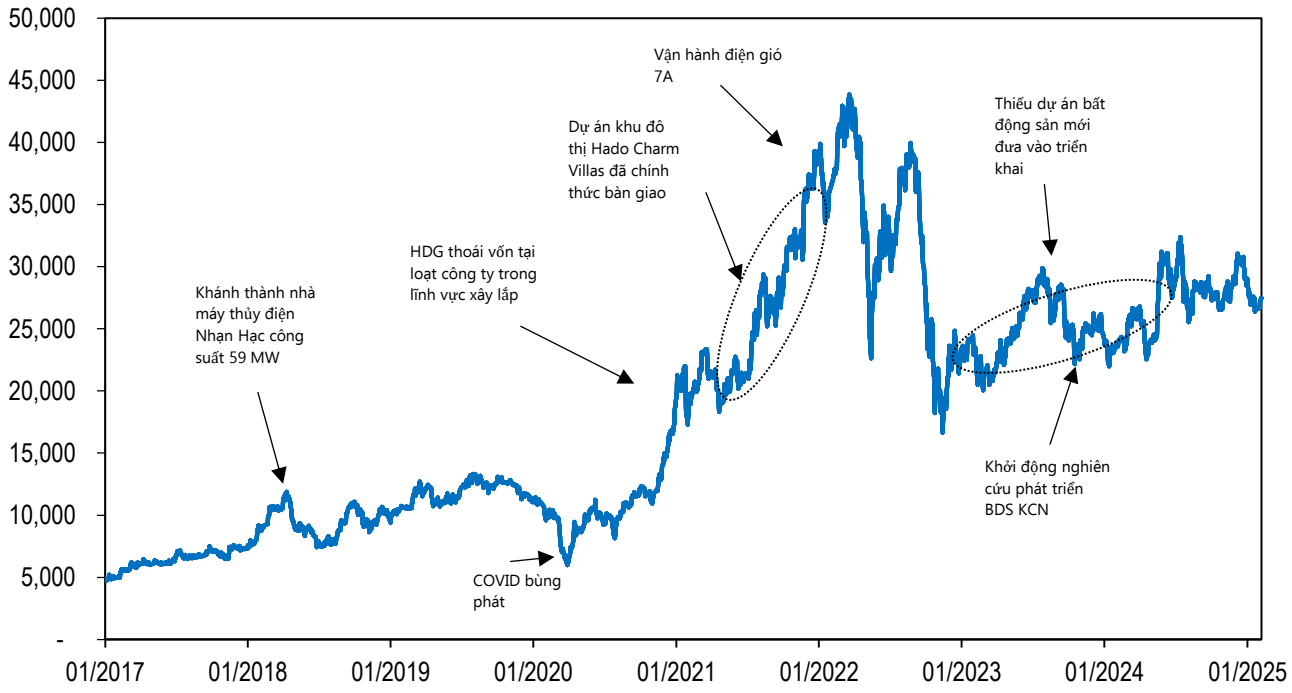
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan giữa giá và ROE của HDG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của HDG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro giảm giá bán và truy thu phần chênh lệch từ hai nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 và SP Infra 1

Hai nhà máy điện mặt trời của Hà Đô bị thanh tra chính phủ điểm tên trong thông báo kết luận thanh tra trong năm 2023. Cụ thể, nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 xây dựng trên đất dự trữ khoáng sản quốc gia khi chưa có ý kiến của Thủ tướng Chính phủ cho phép triển khai, và nhà máy SP Infra 1 không thuộc đối tượng được hưởng giá FIT 9.35 US cent/kWh của tỉnh Ninh Thuận.

Về hướng xử lý, công ty cho rằng giá bán điện nhà máy Hồng Phong 4 khả năng cao sẽ về giá chuyển tiếp (1,185 đồng/kWh) giảm khoảng 48% so với giá FIT hiện tại, và phần chênh lệch của sản lượng điện đã bán sẽ bị truy thu bằng cách EVN sẽ không trả tiền cho sản lượng điện sẽ phát. Đối với nhà máy SP Infra 1, chúng tôi cho rằng rủi ro giảm giá FIT từ 9.35 US cent/kWh xuống còn 7.09 UScent/kWh (-24%) là khá cao. Hiện thông báo chính thức cần chờ đợi thêm từ phía các cơ quan quản lý.

Rủi ro chung ngành điện: Chậm trễ vận hành các chính sách

Mặc dù đã có nhiều chính sách được ban hành, ngành điện nhìn chung còn cần nhiều thông tư hướng dẫn để có thể đưa vào áp dụng thực tế. Việc chậm trễ và thiếu những hướng dẫn trên sẽ khiến việc đưa vào vận hành những nguồn điện mới bị chậm trễ.

Rủi ro thời tiết

Hà Đô sở hữu danh mục phát điện chủ yếu là thủy điện, nên sản lượng điện chủ yếu đi theo chu kỳ thời tiết. Với những năm La Nina, lượng nước về hồ cao, sản lượng thủy điện sẽ được huy động cao và ngược lại.

Rủi ro ngành bất động sản: Chậm trễ thi hành các chính sách tháo gỡ

Các chính sách luôn có đỗ trễ vì cần chờ đợi các văn bản hướng dẫn thông qua; ngoài ra, doanh nghiệp và địa phương cũng cần thời gian để hiểu và áp dụng luật. Vì thế các dự án có thể mất nhiều thời gian hơn việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	**15,105**	**14,438**	**13,936**	**14,980**	**16,600**
Tài sản ngắn hạn	3,856	3,354	3,352	4,536	5,682
Tiền và tương đương tiền	694	246	337	882	1,256
Đầu tư TC ngắn hạn	1	393	752	747	783
Các khoản phải thu	1,711	1,595	1,353	1,614	1,790
Hàng tồn kho	1,382	1,074	863	1,293	1,853
Tài sản ngắn hạn khác	68	47	46	51	56
Tài sản dài hạn	11,249	11,084	10,584	10,444	10,918
Tài sản cố định	9,100	8,833	8,356	8,308	8,050
Chi phí xây dựng cơ bản	818	831	850	765	1,552
Tài sản dài hạn khác	1,331	1,421	1,378	1,370	1,317
Tổng nợ	**8,557**	**7,210**	**6,252**	**6,410**	**6,918**
Nợ ngắn hạn	3,287	2,329	1,916	2,234	2,281
Khoản phải trả	2,269	1,646	1,230	1,571	1,612
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	959	625	631	601	601
Khác	59	58	55	62	68
Nợ dài hạn	5,270	4,881	4,336	4,177	4,638
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	5,160	4,801	4,253	4,093	4,554
Khác	110	80	83	83	83
Vốn chủ sở hữu	**6,548**	**7,229**	**7,683**	**8,570**	**9,681**
Vốn góp chủ sở hữu	2,446	3,058	3,363	3,700	4,070
Thặng dư vốn	375	375	375	375	375
Vốn khác	142	90	78	78	78
Lợi nhuận giữ lại	2,341	2,394	2,512	2,826	3,266
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,245	1,312	1,355	1,592	1,893
*Nợ vay	6,119	5,426	4,884	4,694	5,155
*Nợ ròng (tiền)	5,423	4,788	3,795	3,065	3,116

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**3,581**	**2,889**	**2,719**	**3,075**	**3,348**
Tăng trưởng (%)	*-5.2*	*-19.3*	*-5.9*	*13.1*	*8.9*
Giá vốn hàng bán	(1,369)	(1,166)	(1,130)	(1,189)	(1,259)
Lợi nhuận gộp	**2,212**	**1,723**	**1,589**	**1,886**	**2,089**
Biên lợi nhuận gộp (%)	*61.8*	*59.6*	*58.4*	*61.3*	*62.4*
Chi phí BH & QLDN	(164)	(233)	(358)	(286)	(173)
LN từ HĐKD	**2,049**	**1,490**	**1,231**	**1,600**	**1,916**
Tăng trưởng (%)	*(2.2)*	*(40.5)*	*(4.2)*	*37.0*	*21.2*
Biên LN từ HĐKD (%)	*57.2*	*51.6*	*45.3*	*52.0*	*57.2*
LN khác	(444)	(527)	(351)	(356)	(404)
Thu nhập tài chính	83	40	57	92	110
Chi phí tài chính	(517)	(569)	(367)	(430)	(496)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(501)	(487)	(348)	(430)	(496)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(10)	2	(41)	(18)	(18)
LNTT	**1,604**	**963**	**880**	**1,226**	**1,494**
Thuế TNDN	(243)	(97)	(127)	(154)	(179)
LNST	**1,362**	**866**	**753**	**1,071**	**1,315**
Tăng trưởng (%)	*1.4*	*(36.4)*	*(13.1)*	*42.3*	*22.7*
Biên lợi nhuận ròng (%)	*38.0*	*30.0*	*27.7*	*34.8*	*39.3*
LNST cổ đông công ty mẹ	1,096	665	576	835	1,014
Lợi ích CĐTS	266	201	177	237	301
LN trước thuế và lãi vay	**2,105**	**1,450**	**1,228**	**1,656**	**1,990**
Tăng trưởng (%)	*3.7*	*(31.1)*	*(15.3)*	*34.9*	*20.2*
Biên LN (%)	*58.8*	*50.2*	*45.1*	*53.8*	*59.4*
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**2,573**	**1,926**	**1,706**	**2,212**	**2,558**
Tăng trưởng (%)	*14.6*	*(25.2)*	*(11.4)*	*29.7*	*15.6*
Biên LN (%)	*71.9*	*66.7*	*62.7*	*71.9*	*76.4*

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	**1,942**	**794**	**907**	**1,188**	**1,079**
Lợi nhuận ròng	1,362	866	753	1,071	1,315
Khấu hao TSCĐ hữu hình	468	476	478	556	568
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(57)	41	(57)	(92)	(110)
Thay đổi vốn lưu động	(682)	(485)	19	(348)	(694)
Thay đổi khác	851	(104)	(287)	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	**(80)**	**(326)**	**(34)**	**(269)**	**(962)**
Thay đổi tài sản cố định	(58)	(198)	55	(358)	(140)
Thay đổi tài sản đầu tư	679	(332)	(379)	5	(36)
Khác	(701)	203	290	85	(786)
Tiền từ HĐ tài chính	**(1,309)**	**(859)**	**(770)**	**(375)**	**257**
Thay đổi vốn cổ phần	200	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(1,242)	(726)	(487)	(190)	461
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(267)	(134)	(283)	(185)	(203)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**554**	**(392)**	**104**	**545**	**374**
Tổng tiền đầu năm	230	694	246	337	882
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	694	246	337	882	1,256

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

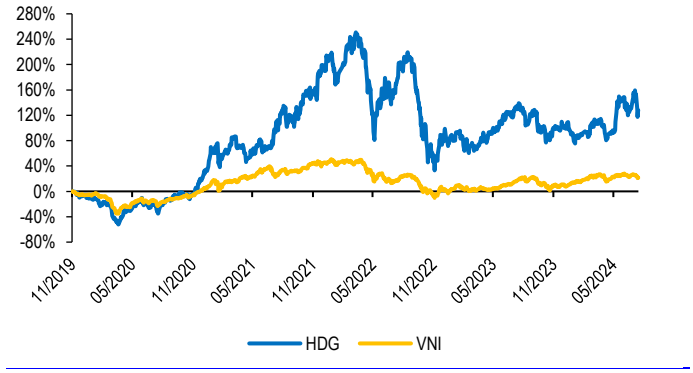
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	3,605	2,175	1,714	2,257	2,491
BPS (đồng)	21,681	19,352	18,816	18,862	19,138
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
PER (x)	7.0	12.7	15.9	14.0	12.6
PBR (x)	1.4	1.4	1.5	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	6.8	9.8	10.7	7.6	6.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	0.0	29.2	22.2	20.1
Lãi cổ tức (%)	0.00	2.02	1.82	1.59	1.59
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	71.9	66.7	62.7	71.9	76.4
Biên LN từ HĐKD (%)	57.2	51.6	45.3	52.0	57.2
Biên LNST (%)	38.0	30.0	27.7	34.8	39.3
ROA (%)	9.0	6.0	5.4	7.2	7.9
ROE (%)	20.80	12.0	9.8	12.5	13.6
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	93.4	75.1	63.6	54.8	53.2
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	210.8	248.6	222.4	138.6	121.8
Tỷ số thanh toán tiền mặt t(%)	21.2	27.4	56.8	72.9	89.4
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	4.2	3.0	3.5	3.9	4.0
Hiệu quả hoạt động (ngày)					
Số ngày vốn lưu động	15.0	22.5	46.8	59.1	54.5
Số ngày hàng tồn kho	1.0	0.9	1.2	1.1	0.8
Số ngày khoản phải thu	2.1	1.7	1.8	2.1	2.0

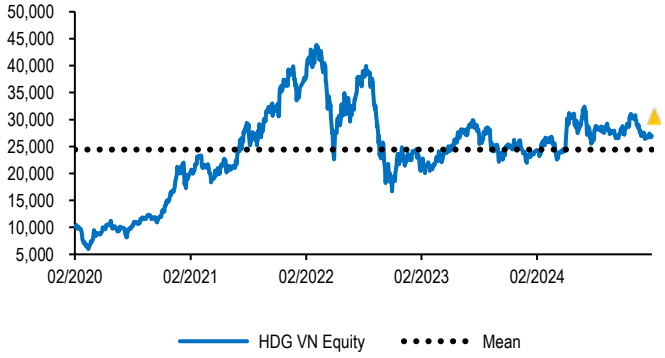
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Khoảng giá MT (%) Cao/Thấp
17/02/2025 (BC lần đầu)	GIỮ	31,500	12.4	-2.9/28.4

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nam Hoang

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: KDH VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000