

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG)

Khả quan (Duy trì)

Điện

Giá hiện tại	VND26.900
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND32.400/22.599
Giá mục tiêu	VND33.400
Giá mục tiêu trước đó	VND34.100
Consensus	2,6%
Tiềm năng tăng giá	24,1%
Tỷ suất cổ tức	1,8%
Tổng tỷ suất sinh lời	25,9%

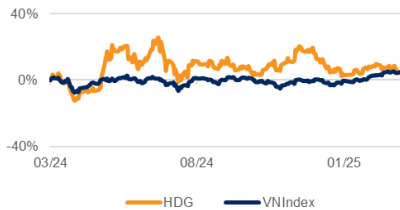
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	352,9
GTĐBQ 3 tháng (tr USD)	3,0
Sở hữu NN (tr USD)	107,5
Số CP lưu hành (tr)	336,3
Số CP sau pha loãng (tr)	336,3

	HDG	Peers	VNI
P/E trượt	15,7x	14,9x	13,1x
P/B hiện tại	1,4x	1,2x	1,7x
ROA	4,1%	2,9%	2,1%
ROE	9,4%	7,9%	13,0%

* dữ liệu ngày 25/03/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
HDG	-3,8%	-10,0%	4,3%
VNIIndex	2,2%	4,5%	5,1%

Cơ cấu sở hữu

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

Tổng quan doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Chờ đợi dự án Charm Villas 3 thúc đẩy tăng trưởng

- Duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 24,1% và tỷ suất cổ tức 1,8%. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 2,1% trong khi giá cổ phiếu gần như đi ngang kể từ báo cáo trước.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi do tác động của giả định WACC cao hơn và việc chuyển định giá DCF sang năm 2025.
- P/E trượt 15.7x là mức hấp dẫn khi xét đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2025-26 và danh mục dự án bất động sản và năng lượng tiềm năng.

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng Q4/24 giảm 37% svck xuống còn 154 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí trích lập dự phòng liên quan đến dự án điện mặt trời HP4.
- Chúng tôi dự báo LN ròng sẽ tăng 68,0%/61,5% svck trong năm 2025-26, chủ yếu đến từ việc bàn giao dự án Charm Villas 3.

Lưu điểm đầu tư

Chờ Charm Villas 3 mở bán thúc đẩy tăng trưởng LN

Triển vọng phục hồi BĐS trong năm nay, thúc đẩy bởi môi trường lãi suất thấp và nỗ lực của cơ quan quản lý trong việc tháo gỡ rào cản pháp lý, sẽ tạo thời điểm thuận lợi để HDG mở bán dự án Charm Villas 3. Bên cạnh đó, việc giá giao dịch thực cấp tại dự án Charm Villas hiện hữu đã tăng mạnh (+74% svck) sẽ đảm bảo cho khả năng sinh lời của dự án. Do đó, chúng tôi kỳ vọng Charm Villas 3 sẽ được mở bán trong năm 2025 và bàn giao trong năm 2025-26, giúp doanh thu BĐS tăng 92%/100% svck và LN gộp tăng 212%/112% svck trong 2025-26. Đây sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng LN của HDG trong giai đoạn 2025-26.

Thủy điện phục hồi nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn trong 2025

Sau hai năm suy giảm do ảnh hưởng của El Nino, mảng thủy điện của HDG kỳ vọng sẽ khởi sắc trong năm 2025 nhờ La Nina trở lại từ 6 tháng cuối 2024. Theo đó, chúng tôi dự phóng sản lượng sẽ tăng 7,9% svck lên 1,2 tỷ kWh. Ngoài ra, điều kiện vận hành của các nhà máy thủy điện có thể được nới lỏng trong năm nay khi EVN đang dần cải thiện tình hình tài chính. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thủy điện của HDG sẽ tăng 9,6% svck trong 2025.

Vi phạm tại dự án HP4 có thể gây áp lực lên KQKD của HDG

Trong khi vẫn chờ quyết định cuối cùng của Chính phủ về các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) có sai phạm, HDG đã bắt đầu trích lập dự phòng cho dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 (HP4) trong Q4/24. Chúng tôi giả định công ty sẽ tiếp tục trích lập dự phòng trong năm nay và điều chỉnh giảm giá bán dự kiến của HP4 từ 9,35 xuống 7,09 cent/kWh để phản ánh quan điểm thận trọng trong khi tiếp tục đợi kết luận cuối cùng. Việc điều chỉnh giá này dẫn đến doanh thu NLTT giảm 12% svck trong 2025.

QHĐ 8 điều chỉnh sắp tới có thể mở ra một chương mới cho lĩnh vực NLTT

Theo dự thảo điều chỉnh Quy hoạch điện (QHĐ) 8 mới nhất, NLTT sẽ có dư địa tăng trưởng lớn nhất giai đoạn 2025-30, với mục tiêu công suất đến 2030 tăng hơn 50%-130% so với QHĐ 8 hiện hành, tương đương mức tăng 3.3-5.2 lần tổng công suất so với năm 2024. HDG, với kế hoạch mở rộng công suất điện gió thêm 520 MW đến 2030, có thể hưởng lợi từ câu chuyện này.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	-19,3%	-5,9%	18,7%	23,5%
Tăng trưởng LN ròng	-39,3%	-13,3%	68,0%	61,5%
Biên LN gộp	59,6%	58,4%	63,4%	64,9%
Biên LN ròng	23,0%	21,2%	30,0%	39,2%
P/E (lần)	12,4	18,4	10,5	6,5
P/B (lần)	1,3	1,5		
ROE	11,9%	9,4%	14,5%	20,6%
Nợ ròng/VCSH (%)	80,9%	60,0%	33,7%	9,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

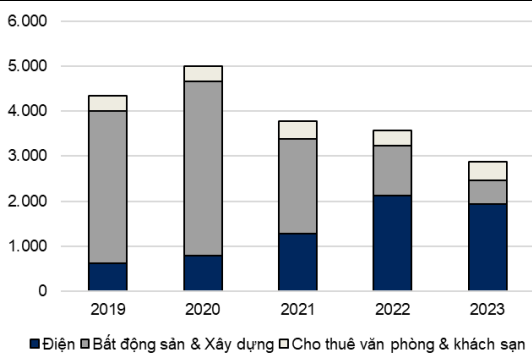
Tổng quan doanh nghiệp: Doanh nghiệp có vị thế trong cả lĩnh vực năng lượng và bất động sản

Được thành lập vào năm 1992 với tư cách là một công ty xây dựng thuộc Bộ Quốc phòng, HDG được cổ phần hóa vào năm 2004 và niêm yết trên HOSE vào năm 2010. Công ty đã tạo dựng được thương hiệu vững chắc trên thị trường bất động sản với nhiều dự án nhà ở, bao gồm: dự án 183 Hoàng Văn Thái (năm 2009), dự án Nguyễn Văn Công (năm 2010), CC1 (năm 2014); và dự án mang tính bước ngoặt HaDo Centrosa (năm 2016), Hado Charm Villas (năm 2020).

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

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

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



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Danh mục nhà máy điện HDG

Nhà máy	Vị trí	Sở hữu	Năm vận hành	Công suất (MW)	Sản lượng (tr kWh)	Chi phí đầu tư (tỷ VND)	Suất đầu tư (tỷ VND/MW)
THỦY ĐIỆN							
Za Hưng	Quảng Nam	52%	2009	30	123	484	16,1
Nậm Pông	Nghệ An	52%	2014	30	123	738	24,6
Nhạn Hạc	Nghệ An	52%	2018	59	220	1.300	22,0
Sông Tranh 4	Quảng Nam	63%	2021	48	180	1.400	29,2
Đak Mi 2	Quảng Nam	98%	2021-22	147	450	3.451	23,5
ĐIỆN MẶT TRỜI							
Hồng Phong 4	Bình Thuận	83%	2019	48	92	1.100	22,9
SP Infra 1	Ninh Thuận	100%	2020	50	92	1.055	21,1
ĐIỆN GIÓ							
7A Thuận Nam	Ninh Thuận	100%	2021	48	152	1.460	30,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Chi phí BH&QLDN tăng mạnh làm xói mòn lợi nhuận Q4

Hình 3: Tóm tắt KQKD Q4/24 và năm 2024

Tỷ đồng	Q4/24	%svck	2024	%svck	sv. dự phóng
Doanh thu	755	-13,2%	2.719	-5,9%	97,4%
- Bất động sản	20	-78,9%	427	-16,9%	106,9%
- Điện	685	6,4%	1.891	-2,5%	98,0%
- Cho thuê & khách sạn	108	-19,2%	459	4,9%	102,4%
LN gộp	552	-7,0%	1.589	-7,8%	95,1%
- Bất động sản	28	-18,3%	160	-11,6%	107,3%
- Điện	529	9,6%	1.284	-3,6%	97,2%
- Cho thuê & khách sạn	52	-31,9%	202	-3,8%	101,5%
Chi phí BH&QLDN	227	116,3%	358	53,6%	202,2%
LN tài chính thuần	(45)	-68,3%	(310)	-41,4%	84,9%
LNTT	233	-35,3%	880	-8,6%	79,9%
LN ròng	154	-36,7%	576	-13,4%	75,7%
Biên LN gộp	73,1%	7,1 điểm %	58,4%	-2,0 điểm %	
Biên LN ròng	20,3%	-7,6 điểm %	21,2%	-1,8 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mảng điện duy trì xu hướng hồi phục trong Q4/24 nhờ thủy điện

Doanh thu (DT) điện Q4/24 tăng 6,4% svck lên 685 tỷ đồng, chủ yếu nhờ doanh thu thủy điện tăng 8% svck. Lợi nhuận gộp mảng điện tăng 9,6% svck lên 529 tỷ đồng trong Q4/24 đến từ việc sản lượng thủy điện tăng 2,1% svck và 37% so với quý trước lên 486 triệu kWh nhờ sự trở lại của pha La Nina, cùng với sự cải thiện của giá điện toàn phần bình quân (FMP) trong Q4/24.

Gần như không ghi nhận DT BĐS trong Q4 do hoãn mở bán Charm Villas 3

HDG tiếp tục ghi cáo DT bất động sản khiêm tốn, chỉ đạt 20 tỷ đồng (-79% svck) trong Q4/24 sau khi không ghi nhận DT bất động sản trong quý trước đó do dự án Charm Villas 3 tiếp tục trì hoãn mở bán sang năm 2025. Theo công ty, sự trì hoãn này là do HDG hiện chưa có nhu cầu vốn trong bối cảnh nắm giữ số dư tiền dồi dào.

Chi phí tài chính giảm, nhưng chi phí BH&QLDN tăng vọt gây áp lực lên LN

Với sự cải thiện số dư tiền, chi phí tài chính ròng Q4/24 tiếp tục giảm 68% svck xuống còn 45 tỷ đồng. Cụ thể, chi phí lãi vay Q4/24 giảm 28% svck còn 78 tỷ đồng trong khi thu nhập tiền gửi tăng 43% svck lên 19 tỷ đồng. Ngược lại, chi phí BH&QLDN Q4/24 tăng hơn 2 lần svck lên 227 tỷ đồng do HDG ghi nhận chi phí dự phòng cho các khoản phải thu từ EVN liên quan đến dự án điện mặt trời Hồng Phong 4. Kết quả là, lợi nhuận ròng Q4/24 giảm 37% svck còn 154 tỷ đồng.

Lợi nhuận ròng năm 2024 thấp hơn dự phóng của chúng tôi

Trong năm 2024, doanh thu giảm 5,9% svck còn 2.719 tỷ đồng do mảng bất động sản ảm đạm, nhưng phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi và đạt mức 97% so với dự phóng năm 2024. Tuy nhiên, LN ròng giảm 13,4% svck còn 576 tỷ đồng, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi ở mức 76% so với dự phóng năm 2024 chủ yếu do chi phí BH&QLDN cao hơn kỳ vọng.

Vị thế tài chính ngày càng được củng cố

Hình 4: Phân tích bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	633	925	1.160	1.026	1.089
Tổng nợ vay	5.426	5.313	5.152	5.047	4.884
Chi phí đầu tư tài sản cố định	44	6	10	5	1
Khấu hao	130	129	144	116	130
Tài sản cố định	8.811	8.714	8.587	8.477	8.356
Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	66%	59%	54%	53%	49%
Tỷ lệ bao phủ lãi vay (x)	4,8	4,3	2,6	3,1	4,1
Số ngày phải thu	123	134	174	170	154
Số ngày tồn kho	1.412	882	1.170	1.417	1.569
Số ngày phải trả	108	61	59	67	77

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tình hình tài chính của HDG đang ngày càng được củng cố, với tổng nợ vay ròng tiếp tục giảm xuống còn 3.795 tỷ đồng (-6% theo quý và -21% theo năm), qua đó giúp tỷ lệ đòn bẩy ròng giảm xuống còn 49% vào cuối năm 2024 từ mức 66% vào cuối năm 2023. Ngoài ra, tỷ lệ bao phủ lãi vay năm 2024 tăng lên tới 4,1 lần từ mức 3,1 lần trong quý trước, cho thấy năng lực vững chắc của HDG trong việc trang trải các nghĩa vụ nợ và lãi. Tuy nhiên, capex vẫn duy trì ở mức rất khiêm tốn cho thấy công ty đang gặp một số trở ngại trong việc đầu tư cho dài hạn.

Triển vọng 2025/26: Dự án Charm Villas 3 sẽ quyết định tăng trưởng lợi nhuận

Hình 5: Thay đổi dự phóng KQKD NĂM 2025-26

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Cũ		Mới		%Δ		Nhận xét
		2025	2026	2025	2026	2025	2026	
Doanh thu	2.719	4.218	3.384	3.227	3.984	-23,5%	17,7%	
% svck	-5,9%	55,1%	-19,8%	18,7%	23,5%			
Bất động sản	414	1.679	922	794	1.586	-52,7%	72,0%	Dự phóng doanh thu bất động sản của chúng tôi thay đổi chủ yếu do chúng tôi chuyển ghi nhận phần lớn DT từ dự án Charm Villas 3 sang năm 2026
Năng lượng	1.891	2.044	1.957	1.945	1.910	-4,9%	-2,4%	
- Thủy điện	1.279	1.462	1.361	1.401	1.358	-4,1%	-0,2%	
- NLTT	617	582	596	543	551	-6,7%	-7,5%	Chúng tôi cắt giảm dự phóng doanh thu NLTT năm 2025-26 do áp dụng giá FIT2 cho dự án HP4 thay vì giá FIT1 để phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về việc dự án HP4 có thể bị điều chỉnh giá bán
Cho thuê văn phòng & khách sạn	448	472	472	472	472	0,0%	0,0%	
LN gộp	1.646	2.673	2.119	2.047	2.584	-23,4%	21,9%	
Bất động sản	159	1.037	547	496	1.051	-52,1%	92,2%	
Năng lượng	1.284	1.425	1.347	1.334	1.304	-6,4%	-3,2%	
Cho thuê văn phòng & khách sạn	202	211	225	216	229	2,5%	1,7%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>60,5%</i>	<i>63,0%</i>	<i>63,0%</i>	<i>63,4%</i>	<i>64,9%</i>	<i>0,4 điểm%</i>	<i>1,9 điểm%</i>	
Chi phí BH&QLDN	358	263	221	361	249	37,4%	12,7%	Chúng tôi tăng dự phóng chi phí BH&QLDN năm 2025 do ghi nhận thêm một khoản chi phí dự phòng tiềm năng khác cho dự án HP4 như trong Q4/24
EBIT	1.231	2.384	1.878	1.686	2.335	-29,3%	24,3%	
Chi phí tài chính ròng	310	298	145	294	218	-1,4%	50,6%	
LN ròng	576	1.534	1.236	968	1.563	-36,9%	26,5%	
% svck	-13,3%	166,2%	-19,4%	68,0%	61,5%			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

LN tăng mạnh trong 2025-26 nhờ việc mở bán dự án Charm Villas 3

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của HDG sẽ tăng 68,0%/61,5% svck trong 2025-2026, được thúc đẩy bởi việc LN gộp mảng BĐS tăng 212%/112% svck nhờ mở bán và bàn giao dự án Charm Villas 3 trong cùng kỳ, trong khi mảng điện duy trì ổn định với LN gộp biến động nhẹ 4,3%/-2,8% svck trong năm 2025-26.

Bất động sản: Dự án Charm Villas 3 sẽ quyết định tăng trưởng lợi nhuận trong hai năm tới

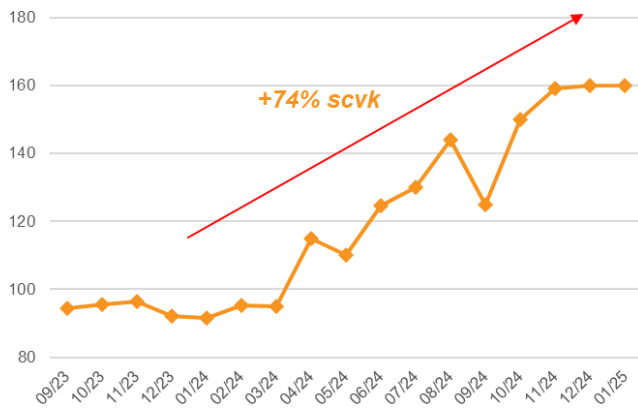
Hiện tại, HDG đã hoàn tất bàn giao toàn bộ sản phẩm của hai giai đoạn đầu dự án Charm Villas. 108 căn còn lại của giai đoạn 3, với phần lớn đã hoàn thiện phần xây dựng, dự kiến sẽ được mở bán trong năm nay sau nhiều lần trì hoãn do điều kiện thị trường không thuận lợi giai đoạn 2022-24. Ngoài ra, việc không có áp lực, nhu cầu vốn trong ngắn hạn nhờ tình hình tài chính vững mạnh cũng là một lý do khiến công ty trì hoãn và chờ đợi thời điểm mở bán phù hợp nhất.

Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản sẽ phục hồi trong năm 2025, được thúc đẩy bởi: 1) mật bằng lãi suất thấp; và 2) môi trường pháp lý được cải thiện nhờ Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực cùng với nỗ lực của các cơ quan chính quyền trong việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án. Sự phục hồi này có thể củng cố tâm lý người mua nhà, qua đó hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ của các dự án

cao cấp như Charm Villas 3. Do đó, chúng tôi dự báo dự án sẽ được mở bán trong 2025 và bàn giao trong giai đoạn 2025-26.

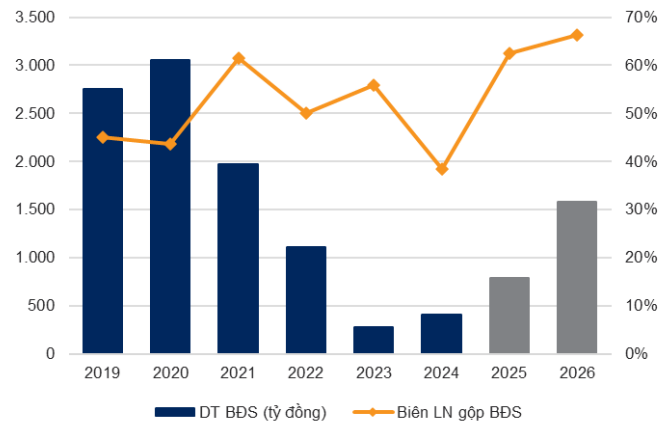
Ngoài ra, giá giao dịch thứ cấp tại dự án Charm Villas hiện hữu (theo batdongsan.vn) tăng mạnh cũng tạo điều kiện thuận lợi để củng cố đóng góp của dự án vào kết quả kinh doanh của HDG. Chúng tôi ước tính Charm Villas 3 sẽ mang lại doanh thu 594-971 tỷ đồng và LN ròng 309-722 tỷ đồng trong năm 2025-26.

Hình 6: Giá chào bán trung bình tại dự án Charm Villas trên Batdongsan.vn tăng 74% trong năm ngoài (Đơn vị: triệu đồng/m2)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Batdongsan.vn

Hình 7: Dự phóng KQKD mảng BĐS của HDG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đối với các dự án khác, Green Lane (Quận 8, TP.HCM) và Hado Minh Long (TP. Thủ Đức, TP.HCM) tiếp tục bị trì hoãn do chưa được phê duyệt chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Do đó, sau khi hoàn tất bán hàng tại dự án Charm Villas, mảng bất động sản nhà ở của HDG có thể gặp khó khăn do thiếu dự án đang triển khai. Chúng tôi cũng lưu ý rằng những nỗ lực của cơ quan chức năng trong việc giải quyết các rào cản pháp lý có thể mở ra cơ hội cho mảng bất động sản của HDG trong dài hạn.

Hình 8: HDG sở hữu danh mục dự án dồi dào trong mảng BĐS, nhưng đang gặp khó khăn trong việc triển khai do các vướng mắc về mặt pháp lý

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

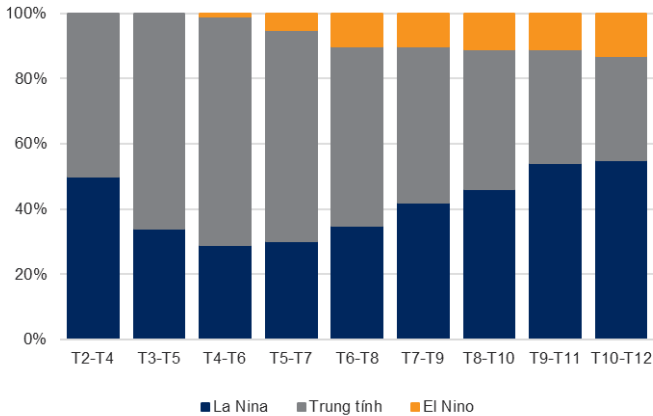
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Điện: Thủy điện phục hồi bù đắp một phần khó khăn của mảng năng lượng tái tạo trong năm 2025

Thủy điện phục hồi trong 2025 nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn

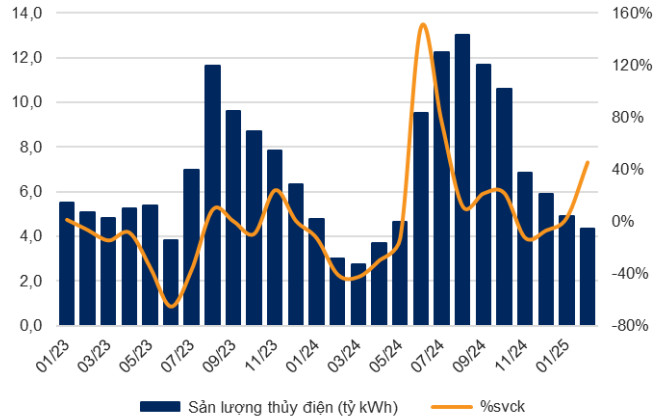
Theo dự báo mới nhất của Viện Nghiên cứu Quốc tế (IRI), 2025 có xu hướng nghiêng về trạng thái trung tính ENSO và La Nina, trong đó ENSO trung tính chiếm ưu thế trong giai đoạn đầu, còn La Nina chiếm ưu thế trong giai đoạn sau. Nhìn chung, điều kiện thời tiết dự kiến sẽ thuận lợi hơn cho các nhà máy thủy điện so với hiện tượng El Nioo trong nửa đầu 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ phục hồi 7,9% svck lên 1,2 tỷ kWh.

Hình 9: Dự báo ENSO mới nhất cho thấy khả năng cao xảy ra La Nina và pha Trung tính trong 6T25 so với pha El Nino trong 6T24



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

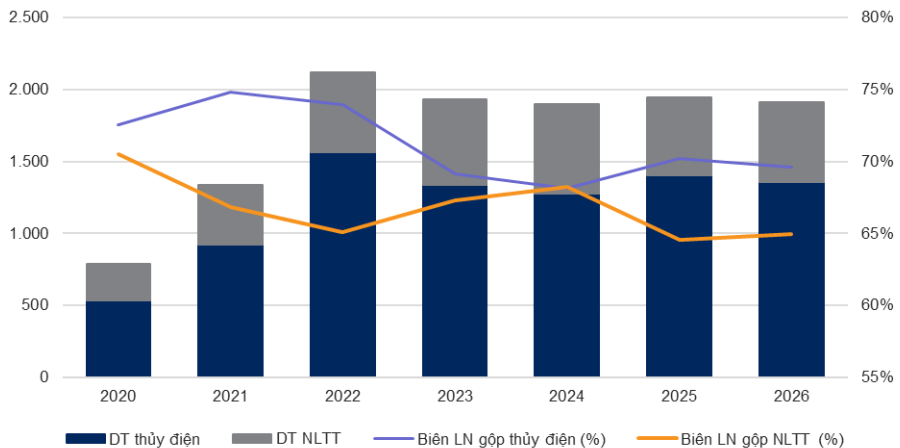
Hình 10: Điều kiện thời tiết thuận lợi hơn hỗ trợ cho sự khởi đầu tích cực thủy điện svck trong năm 2025



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Về giá bán bình quân, với việc tính hình tài chính của EVN đang dần cải thiện sau vài lần điều chỉnh giá điện trong hai năm qua, chúng tôi kỳ vọng EVN sẽ nới lỏng dần các điều kiện vận hành đối với các nhà máy thủy điện, với tỷ lệ Qc giảm từ 98% xuống 95% trong 2025. Điều này dẫn đến dự báo giá bán bình quân (ASP) các nhà máy thủy điện của HDG tăng 1,5% svck. Cùng với sự phục hồi về sản lượng, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thủy điện của HDG sẽ tăng 9,6% svck trong 2025.

Hình 11: Dự phóng KQKD mảng điện của HDG. Phục hồi ở thủy điện sẽ bù đắp cho suy giảm tại mảng năng lượng tái tạo (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

NLTT đối mặt với thách thức ngắn hạn nhưng triển vọng dài hạn tích cực

Rủi ro điều chỉnh giá gây áp lực lên KQKD mảng NLTT trong năm 2025...

Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng NLTT sẽ đi ngang svck ở mức 284 triệu kWh, do sự cải thiện của nhà máy điện gió Thuận Nam 7A (+4% svck) bù đắp cho mức giảm nhẹ sản lượng của hai nhà máy điện mặt trời (-2% svck).

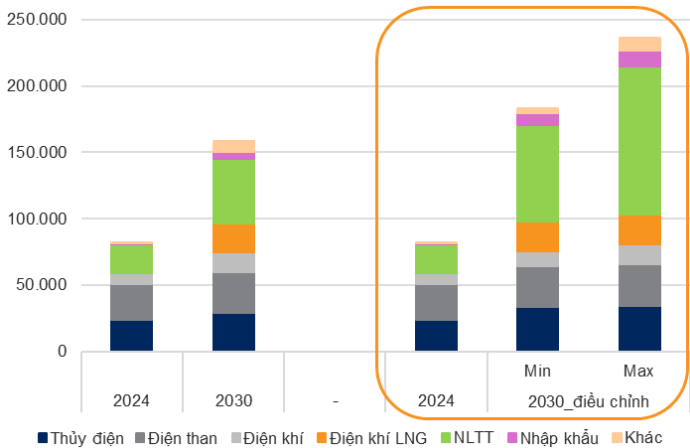
Về giá bán, rủi ro điều chỉnh giá vẫn còn đối với hai dự án điện mặt trời (Hồng Phong 4 và Infra 1) khi công ty vẫn đang chờ quyết định cuối cùng từ cơ quan chức năng. Gần đây, cả hai dự án đã được bổ sung vào kế hoạch triển khai QHĐ8, đồng nghĩa với việc sẽ tiếp tục được vận hành. Trong kịch bản cơ sở, khi chưa có quyết định cuối cùng, chúng tôi điều chỉnh giá định giá của HP4 từ 9,35 cent/kWh (giá FIT1) xuống 7,09 cent/kWh (giá FIT2), tương tự điều chỉnh của Infra 1 trong báo cáo trước, nhằm phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi. Chúng tôi cũng sẽ tiếp tục theo dõi và cập nhật các diễn biến mới nhất.

Theo đó, chúng tôi dự phóng DT mảng NLTT sẽ giảm 12% svck trong 2025 khi giá bán điện mặt trời giảm (-24,2% svck tính theo giá USD) chỉ được bù đắp một phần bởi kỳ vọng USD tăng giá (+2,5% svck).

... nhưng triển vọng dài hạn vẫn tích cực nhờ điều chỉnh PDP8 sắp tới.

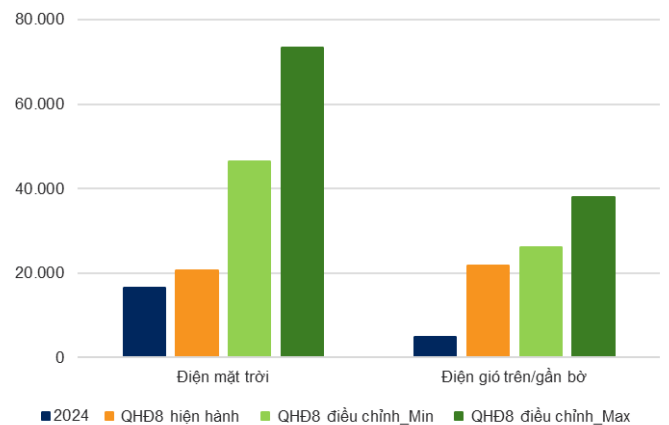
Chính phủ Việt Nam dự kiến sẽ sớm phê duyệt điều chỉnh QHĐ8 trong thời gian tới. Trong đó theo dự thảo mới nhất, NLTT sẽ có dư địa tăng trưởng lớn nhất giai đoạn 2025-30, với mục tiêu đến 2030 tổng công suất NLTT được điều chỉnh tăng hơn 50%-130% so với QHĐ8 hiện hành, tương đương tăng 3,3x-5,2x tổng công suất so với 2024. Điều này có thể mở ra một chương mới cho lĩnh vực NLTT và là cơ hội cho các nhà phát triển NLTT như HDG trong những năm tới.

Hình 12: Theo dự thảo mới nhất của QHĐ 8 điều chỉnh, NLTT sẽ có dư địa tăng trưởng lớn nhất trong giai đoạn 2025-30 (MW)



Nguồn: DRAFT OF PDP8 REVISION, VNDIRECT RESEARCH

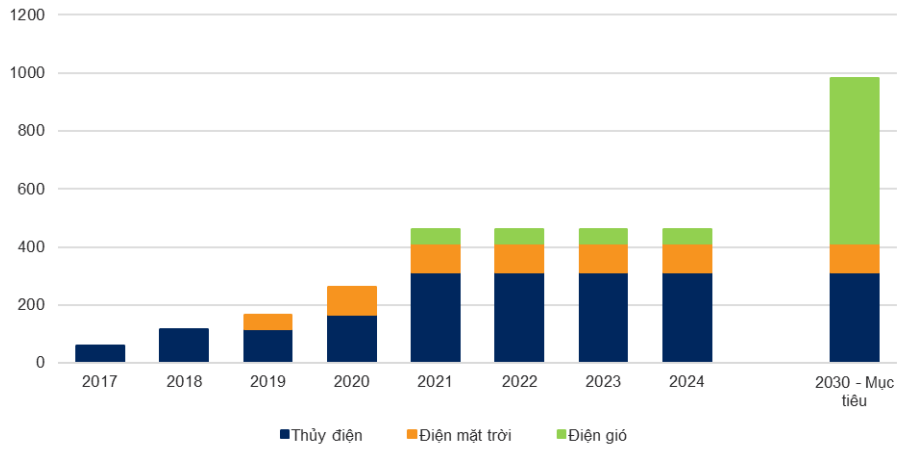
Hình 13: Mục tiêu công suất NLTT đến năm 2030 theo từng loại hình (MW)



Nguồn: DRAFT OF PDP8 REVISION, VNDIRECT RESEARCH

Theo ban lãnh đạo, HDG duy trì kế hoạch tăng gấp đôi công suất điện so với mức hiện tại 462MW, trong đó điện gió sẽ là mũi nhọn. Công ty sẽ đánh giá phát triển 5 dự án điện gió đã được đưa vào QHĐ8 gồm: Bình Gia (80 MW) tại Lạng Sơn, Ea H'leo (20 MW) tại Đắk Lắk, Phước Hữu (50 MW) tại Ninh Thuận, Hướng Phùng (30 MW) tại Quảng Trị và Sóc Trăng (40 MW). Ngoài ra, trang trại điện gió An Phong (300 MW) cũng nằm trong danh sách theo dõi của HDG. Hiện tại, chúng tôi chưa phản ánh các dự án này vào mô hình và xem đây là động lực tăng trưởng tiềm năng trong dài hạn cho mảng điện của HDG.

Hình 14: HDG đang nghiên cứu để đầu tư mở rộng công suất điện gió đến năm 2030 (MW)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 33.400 đồng

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho ba mảng kinh doanh chính của HDG, bao gồm bất động sản nhà ở, điện và cho thuê văn phòng khách sạn.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2,1% giá mục tiêu xuống 33.400 đồng, chủ yếu do tác động trái chiều của việc chuyển mô hình định giá sang năm 2025 và nâng giá định WACC tăng từ 9,8% lên 10,1% do việc nâng lãi suất phi rủi ro từ 2,8% lên 3,0% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm cuối 2024) và tăng phần bù rủi ro vốn từ 7,8% lên 8,35% theo [mô hình Damodaran](#) tháng 1/2025.

Hình 15: WACC

Giá định WACC	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta, Bloomberg	1,1
Phần bù rủi ro	8,35%
Chi phí vốn	12,2%
Chi phí nợ	9,4%
Tỷ lệ nợ trên vốn	75%
WACC	10,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá SOTP

Định giá SOTP	Giá trị	Phương pháp
tỷ VND		
Điện	12.208	DCF
Bất động sản	2.668	NPV
Cho thuê văn phòng & khách sạn	1.435	DCF
Khác	43	
(+) tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	1.089	
(-) nợ ngắn hạn và dài hạn	4.884	
Điện	4.598	
Cho thuê văn phòng & khách sạn	120	
Khác	166	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1.312	
Giá trị doanh nghiệp	11.247	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	336	
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)		33.441
Giá trị mỗi cổ phần làm tròn (đ/cp)		33.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: P/E lịch sử của HDG



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: P/B lịch sử của HDG



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

- **Tiềm năng tăng giá:** Việc mở bán Charm Villas 3 và sự phục hồi của thủy điện.
- **Rủi ro giảm giá:** 1) thời tiết bất lợi ảnh hưởng đến hiệu suất các nhà máy điện; 2) doanh số dự án Charm Villas không đạt kỳ vọng.

Hình 11: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Company name	Ticker	Revenue growth		EPS growth		Net D/E %	Mkt Cap USDmn	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)	
		FY24	FY25F	FY24	FY25F			TTM	FY25F	Current	FY25F	TTM	FY25F
Property													
Nam Long Investment Corp	NLG VN Equity	126,2%	16,2%	7,0%	27,7%	5,0%	515	27,0	17,6	1,4	1,0	5,1%	4,4%
Khang Dien House JSC	KDH VN Equity	57,0%	52,9%	4,8%	19,5%	19,2%	1.292	41,5	30,3	1,9	1,6	4,9%	5,6%
Dat Xanh Group JSC	DXG VN Equity	27,1%	-2,2%	38,9%	6,5%	34,4%	562	49,0	43,5	1,2	1,1	2,5%	1,6%
Average		70,1%	22,3%	16,9%	17,9%	19,5%		39,2	30,5	1,5	1,2	4,2%	3,9%
Energy													
Gia Lai Electricity JSC	GEG VN Equity	7,5%	N/A	-18,2%	N/A	152,5%	193	49,0	20,7	1,3	1,1	2,7%	5,2%
Hydropower													
Vinh Son - Song Hinh Hydropower JSC	VSH VN Equity	-29,0%	N/A	-54,6%	N/A	62,9%	489	27,9	N/A	2,7	N/A	9,7%	N/A
Hua Na Hydropower JSC	HNA VN Equity	5,4%	N/A	23,7%	N/A	2,5%	222	21,1	N/A	1,8	N/A	8,3%	N/A
Central Hydropower JSC	CHP VN Equity	-7,6%	N/A	-6,9%	N/A	19,0%	202	16,5	N/A	2,6	N/A	16,0%	N/A
Thac Mo Hydropower JSC	TMP VN Equity	-10,6%	N/A	-23,0%	N/A	-16,3%	183	13,4	N/A	3,1	N/A	23,0%	N/A
Song Ba Ha Hydro Power JSC	SBH VN Equity	-15,9%	N/A	-22,0%	N/A	-38,5%	238	12,5	N/A	2,9	N/A	22,3%	N/A
Average		-11,6%	N/A	-16,6%	N/A	5,9%		18,3	N/A	2,6	N/A	15,9%	N/A
Blended													
Refrigeration Electrical Engineering Corp	REE VN Equity	-2,2%	20,5%	4,7%	33,0%	16,5%	1.332	17,1	13,6	1,8	1,6	11,0%	12,3%
PC1 Group JSC	PC1 VN Equity	29,6%	-2,5%	228,8%	20,7%	97,2%	321	19,9	12,6	1,5	1,1	7,8%	12,2%
Bamboo Capital Group JSC	BCG VN Equity	9,0%	N/A	354,9%	N/A	47,9%	136	7,6	N/A	0,4	N/A	4,8%	N/A
Average		12,1%	9,0%	196,1%	26,9%	53,8%		14,9	13,1	1,2	1,3	7,9%	12,2%
Ha Do Group JSC	HDG VN Equity	-5,9%	18,7%	-13,3%	68,0%	49,4%	353	15,7	10,3	1,4	1,3	9,4%	14,5%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu ngày 25/3)

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	4.999	3.777	3.581	2.889	2.719	3.227	3.984
Giá vốn hàng bán	(2.922)	(1.457)	(1.369)	(1.166)	(1.130)	(1.180)	(1.400)
Lợi nhuận gộp	2.076	2.320	2.212	1.723	1.589	2.047	2.584
Chi phí QLDN	(192)	(222)	(159)	(218)	(353)	(287)	(136)
Chi phí bán hàng	(14)	(119)	(5)	(15)	(5)	(74)	(113)
LN hoạt động	1.870	1.980	2.049	1.490	1.231	1.686	2.335
EBITDA thuần	2.104	2.295	2.577	2.010	1.751	2.218	2.867
Chi phí khấu hao	(234)	(316)	(528)	(520)	(520)	(532)	(532)
LN HĐ trước thuế và lãi vay	1.870	1.980	2.049	1.490	1.231	1.686	2.335
Thu nhập tài chính	45	80	83	40	57	75	85
Chi phí tài chính	(370)	(408)	(517)	(569)	(367)	(369)	(303)
Thu nhập ròng khác	(5)	(8)	(10)	2	(41)	1	1
Thu nhập từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1.540	1.643	1.604	963	880	1.393	2.118
Chi phí thuế	(287)	(299)	(243)	(97)	(127)	(241)	(361)
Lợi nhuận ròng	979	1.096	1.096	665	576	968	1.563
LN ròng sau điều chỉnh	979	1.096	1.096	665	576	968	1.563

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền & Tương đương tiền	438	230	694	246	337	1.413	2.525
Đầu tư tài chính ngắn hạn	70	680	1	393	752	752	752
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.779	1.713	1.711	1.595	1.353	1.326	1.419
Hàng tồn kho	1.757	1.365	1.382	1.074	863	915	800
Tài sản ngắn hạn khác	144	129	68	47	46	55	68
Tổng tài sản ngắn hạn	4.187	4.116	3.856	3.354	3.352	4.460	5.563
Tài sản cố định	9.523	11.613	11.106	10.623	10.124	9.884	9.654
Tổng đầu tư	6	3	3	63	43	43	43
Tài sản dài hạn khác	162	159	140	398	417	495	611
Tổng tài sản	13.879	15.892	15.105	14.438	13.936	14.883	15.872
Nợ vay ngắn hạn	850	1.289	959	625	631	579	512
Phải trả người bán	533	298	181	76	41	60	61
Phải trả ngắn hạn khác	2.650	2.707	2.147	1.628	1.244	1.828	2.009
Tổng nợ ngắn hạn	4.032	4.293	3.287	2.329	1.916	2.466	2.582
Nợ vay dài hạn	5.718	6.086	5.160	4.801	4.253	3.937	3.521
Phải trả dài hạn khác	151	122	110	80	83	94	119
Vốn điều lệ	1.543	1.964	2.446	3.058	3.363	3.363	3.363
Lợi nhuận giữ lại	1.301	1.934	2.341	2.394	2.512	3.144	4.236
Vốn chủ sở hữu	3.017	4.334	5.303	5.917	6.328	6.981	8.185
Lợi ích cổ đông thiểu số	961	1.057	1.245	1.312	1.355	1.405	1.464
Tổng nợ và VCSH	13.879	15.892	15.105	14.438	13.936	14.883	15.872

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Lợi nhuận trước thuế	1.540	1.643	1.604	963	880	1.393	2.118
Khấu hao	234	316	528	520	520	532	532
Thuế đã nộp	(152)	(434)	(253)	(127)	(111)	(241)	(361)
Các khoản điều chỉnh khác	(15)	24	(92)	69	171	(447)	(345)
Thay đổi vốn lưu động	(182)	(491)	155	(632)	(553)	569	74
LC tiền thuần từ HĐKD	1.426	1.057	1.942	794	907	1.805	2.017
Đầu tư TSCĐ	(1.835)	(1.993)	(429)	(148)	(22)	(215)	(215)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	-	-	1	1	22	27
Các khoản khác	91	(140)	339	(143)	(70)	-	-
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(311)	59	10	(36)	57	-	-
LC tiền thuần từ HĐĐT	(2.055)	(2.074)	(80)	(326)	(34)	(193)	(188)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	5	310	200	0	-	-	-
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	-	-	-	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	806	839	(1.242)	(726)	(487)	(368)	(482)
Dòng tiền từ HĐTC khác							
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(122)	(304)	(267)	(134)	(283)	(168)	(235)
LC tiền thuần từ HĐTC	688	845	(1.309)	(859)	(770)	(536)	(718)
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	401	438	230	694	246	337	1.413
LC tiền thuần trong kỳ	59	(172)	554	(392)	104	1.075	1.112
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	438	230	694	246	338	1.413	2.525

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (VND)	6.232	5.395	4.239	1.986	1.549	2.609	4.192
P/E	3,0	7,3	5,3	12,4	18,4	10,5	6,5
PEG 1 năm	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15,35	10,77
EV/EBIT	5,1	7,6	5,7	8,7	11,8	7,5	4,8
EV/EBITDA	4,5	6,6	4,5	6,5	8,3	5,7	3,9
P/S	3,8	10,4	6,3	8,5	10,5	8,5	6,9
P/B	1,0	1,8	1,0	1,3	1,5	1,3	1,1
Tỷ suất cổ tức	4,2%	4,0%	4,9%	1,8%	2,9%	1,8%	2,6%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	12,5%	27,7%	24,4%	20,1%	49,0%	17,4%	15,1%
Chỉ số tăng trưởng	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	41,5%	61,4%	61,8%	59,6%	58,4%	63,4%	64,9%
Tăng trưởng LN gộp	42,1%	60,8%	72,0%	69,6%	64,4%	68,7%	72,0%
Tăng trưởng LN ròng	37,4%	52,4%	57,2%	51,6%	45,3%	52,2%	58,6%
Tăng trưởng EPS	19,6%	29,0%	30,6%	23,0%	21,2%	30,0%	39,2%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Biên LN gộp	41,5%	61,4%	61,8%	59,6%	58,4%	63,4%	64,9%
Biên EBITDA	42,1%	60,8%	72,0%	69,6%	64,4%	68,7%	72,0%
Biên LN hoạt động	37,4%	52,4%	57,2%	51,6%	45,3%	52,2%	58,6%
Biên LN ròng	19,6%	29,0%	30,6%	23,0%	21,2%	30,0%	39,2%
ROAA	7,1%	7,4%	7,1%	4,5%	4,1%	6,7%	10,2%
ROAE	36,0%	29,8%	22,7%	11,9%	9,4%	14,5%	20,6%
Chỉ số đòn bẩy	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	5,1	4,8	4,0	2,6	3,4	4,6	7,7
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	0,8	0,8	2,2	2,1	3,2	2,9	4,5
Nợ vay / Vốn	69%	63%	54%	48%	44%	39%	33%
Nợ vay / VCSH	218%	170%	115%	92%	77%	65%	49%
Nợ vay ròng / VCSH	201%	149%	102%	81%	60%	34%	9%
Chỉ số thanh khoản	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Vòng quay tổng tài sản	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Vòng quay khoản phải thu	2,9	2,2	2,1	1,7	1,8	2,4	2,9
Số ngày phải thu	127,6	168,7	174,5	208,8	197,8	151,5	125,8
Vòng quay khoản phải trả	4,70	3,51	5,72	9,10	19,4	23,5	23,3
Số ngày phải trả	77,6	104,0	63,8	40,1	18,8	15,5	15,7
Vòng quay hàng tồn kho	1,11	0,93	1,00	0,95	1,17	1,33	1,63
Số ngày tồn kho	328,2	390,9	366,2	384,3	312,9	274,9	223,5
Hệ số thanh toán hiện hành	1,0	1,0	1,2	1,4	1,7	1,8	2,2
Hệ số thanh toán nhanh	0,6	0,6	0,7	1,0	1,3	1,4	1,8

KHUYẾN CÁO

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

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

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

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

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

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng nhóm Phân tích

Email: hai.nguyennhoc2@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

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