

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CHUYÊN SÂU CỔ PHIẾU HPD: BƯỚC CHUYỂN MÌNH TỪ VẬN HÀNH ĐƠN LẺ SANG HOLDING NĂNG LƯỢNG

Giá hiện tại: 16.300 VNĐ/cổ phiếu¹ Giá mục tiêu (Tầm nhìn 12-18 tháng): 22.500 VNĐ/cổ phiếu Tỷ lệ trích Quỹ khen thưởng phúc lợi / LNST (Năm 2025): 3,58% (Trích 893.535.486 đồng trên tổng số 24.922.735.658 đồng LNST)⁴

TÓM TẮT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Thủy điện Đắk Đoa (Mã giao dịch UPCoM: HPD) đang bước vào một chu kỳ định giá mới nhờ sự hội tụ của ba yếu tố cốt lõi: nền tảng tài chính thặng dư, chính sách vĩ mô hỗ trợ giá điện linh hoạt và chiến lược mở rộng công suất thông qua hoạt động mua bán sáp nhập (M&A)⁴. Được thành lập từ năm 2007 và hiện quản lý vận hành Nhà máy Thủy điện Đắk Đoa công suất 14 MW tại tỉnh Gia Lai⁵, doanh nghiệp đã chứng minh được năng lực vận hành vượt trội với khả năng duy trì biên lợi nhuận ròng ở mức cao bất chấp những biến động khắc nghiệt của điều kiện thủy văn⁵.

Dưới góc nhìn phân tích cơ bản chuyên sâu, mô hình kinh doanh của HPD mang hình bóng của một cỗ máy tạo tiền điển hình trong ngành hạ tầng năng lượng vừa và nhỏ. Việc nhà máy đã bước vào giai đoạn cuối của chu kỳ khấu hao lớn, kết hợp với việc doanh nghiệp tắt toán gần như toàn bộ nợ vay ngân hàng, đã giúp dòng tiền tự do (FCFF) bùng nổ mạnh mẽ⁵. Nguồn lực tài chính dồi dào này không chỉ cho phép doanh nghiệp duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn, hấp dẫn, dự kiến lên tới 15% cho năm tài chính 2026⁴, mà còn tạo ra bộ đệm vững chắc để tích lũy nguồn lực đầu tư các dự án mới, tiêu biểu là thương vụ gia tăng sở hữu tại dự án Thủy điện Nậm Ma 2A (công suất 11,5 MW) tại tỉnh Lai Châu⁴.

Dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) kết hợp với phương pháp so sánh hệ số P/E tương đương của các doanh nghiệp cùng ngành, phân tích xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu HPD ở mức 22.500 VNĐ/cổ phiếu. Mức định giá này tương ứng với biên an toàn và mức sinh lời kỳ vọng xấp xỉ 38% so với thị giá hiện tại, chưa bao gồm tỷ suất sinh lời từ cổ tức tiền mặt hàng năm dao động từ 6% đến 9%³. Khuyến nghị được đưa ra là khả quan đối với cổ phiếu HPD, phù hợp cho chiến lược đầu tư giá trị và nắm giữ dài hạn.

I. BỐI CẢNH VĨ MÔ VÀ NGÀNH ĐIỆN: CHẤT XÚC TÁC TỪ CHÍNH SÁCH

Sự phát triển của ngành công nghiệp điện lực Việt Nam luôn gắn liền với các quyết sách vĩ mô và định hướng quy hoạch của Chính phủ. Đối với các doanh nghiệp thủy điện quy mô nhỏ như

HPD, môi trường pháp lý trong giai đoạn 2025-2030 đang mở ra những cơ hội tái định hình lại cấu trúc doanh thu và tối ưu hóa lợi nhuận.

1. Định hướng chiến lược từ Quy hoạch Điện VIII

Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050 (gọi tắt là Quy hoạch điện VIII) đã mang lại một lộ trình rõ ràng, minh bạch cho toàn bộ hệ sinh thái năng lượng Việt Nam¹¹. Mặc dù thực tế cho thấy dư địa phát triển các dự án thủy điện quy mô lớn trên các lưu vực sông chính tại Việt Nam gần như đã được khai thác cạn kiệt, Quy hoạch Điện VIII vẫn dành một không gian ưu tiên đáng kể cho thủy điện vừa và nhỏ, kết hợp với thủy điện tích năng¹¹. Vai trò của nhóm dự án này đã chuyển dịch từ cung cấp sản lượng thuần túy sang nhiệm vụ phủ đỉnh phụ tải, điều tần và giữ ổn định cho hệ thống điện quốc gia trong bối cảnh tỷ trọng năng lượng tái tạo (điện gió, điện mặt trời) gia tăng đột biến, gây áp lực lớn lên tính ổn định của lưới điện.

Theo số liệu cụ thể từ Quy hoạch, tổng công suất thủy điện toàn quốc dự kiến đạt ngưỡng 29.346 MW vào năm 2030, trong khi thủy điện tích năng sẽ đạt 2.400 MW¹¹. Đối với những doanh nghiệp đang sở hữu tài sản phát điện hiện hữu như HPD, việc không có nhiều đối thủ cạnh tranh mới gia nhập ngành do rào cản khắt khe từ việc cấp phép dự án thủy điện mới đã mang lại một vị thế độc quyền tự nhiên tại khu vực địa lý mà nhà máy đang tọa lạc. Hơn thế nữa, sự bảo chứng từ Quy hoạch Điện VIII đối với công tác nâng cấp lưới điện truyền tải, với kế hoạch rót khoảng 14,9 tỷ USD cho lưới điện¹³, cũng củng cố vững chắc khả năng giải tỏa công suất cho các khu vực vùng sâu vùng xa như Tây Nguyên và Tây Bắc, vốn là địa bàn chiến lược nơi HPD và các công ty liên kết đang triển khai các dự án nhà máy của mình. Sự đồng bộ giữa nguồn phát và lưới truyền tải loại bỏ rủi ro nhà máy bị cắt giảm công suất phát (curtailment) do nghẽn mạch cục bộ.

2. Cú hích lợi nhuận từ Thông tư 20/2026/TT-BCT và Biểu giá chi phí tránh được (ACT)

Yếu tố vĩ mô mang tính quyết định, có tác động trực tiếp, lập tức và vô cùng mạnh mẽ đến mô hình doanh thu của HPD trong giai đoạn từ năm 2026 trở đi chính là sự ra đời của Thông tư số 20/2026/TT-BCT (sửa đổi, bổ sung Thông tư số 10/2025/TT-BCT) cùng với Quyết định số 392/QĐ-BCT về việc ban hành biểu giá chi phí tránh được năm 2026¹⁴. Cơ chế giá chi phí tránh được (Avoided Cost Tariff - ACT) là cơ chế đặc thù áp dụng cho các nhà máy thủy điện nhỏ có công suất lắp máy dưới 30 MW, theo đó HPD với công suất 14 MW hoàn toàn đủ điều kiện nằm trong khung điều chỉnh này¹⁸. Bản chất của cơ chế ACT không dựa trên nền tảng chi phí đầu tư ban đầu cộng biên lợi nhuận (cost-plus), mà được xây dựng dựa trên những chi phí mà hệ thống điện quốc gia có thể "tránh được" nếu không phải mua điện từ nguồn đắt đỏ hơn¹⁸. Sự thay đổi cốt lõi của Thông tư 20/2026/TT-BCT nằm ở việc chuẩn hóa lại khái niệm phân bổ thời gian "mùa mưa" và "mùa khô" gắn liền với đặc thù thủy văn của từng vùng miền (Bắc, Trung, Nam) dựa trên ranh giới điều độ hệ thống điện quốc gia, thay vì áp dụng một cách cứng nhắc, thiếu linh hoạt theo địa giới hành chính như các quy định cũ¹⁵. Cụ thể, đối với khu vực miền Trung và Tây Nguyên, nơi Nhà máy Đăk Đoa của HPD đang ngày đêm vận hành, mùa mưa được

Bộ Công Thương quy định rõ ràng bắt đầu từ ngày 15/08 và kết thúc vào ngày 15/12 hàng năm, trong khi mùa khô chiếm toàn bộ các tháng còn lại trong chu kỳ năm¹⁵. Sự rành mạch trong phân định thời gian này cung cấp cho ban lãnh đạo HPD một công cụ sắc bén để hoạch định chiến lược điều tiết hồ chứa, tối đa hóa việc tích nước trong mùa mưa và bung công suất phát điện vào các khung giờ cao điểm của mùa khô.

Theo Quyết định 392/QĐ-BCT chính thức có hiệu lực từ ngày 01/01/2026, Biểu giá chi phí tránh được đã được các cơ quan chức năng tính toán và neo ở mức vô cùng hấp dẫn đối với các chủ đầu tư thủy điện nhỏ¹⁴.

Table_title: Biểu giá chi phí tránh được năm 2026 (Theo Quyết định 392/QĐ-BCT)

Thành phần giá	Mùa khô - Giờ cao điểm (đ/kWh)	Mùa khô - Giờ bình thường (đ/kWh)	Mùa khô - Giờ thấp điểm (đ/kWh)	Mùa mưa - Giờ cao điểm (đ/kWh)	Mùa mưa - Phần điện năng dư (đ/kWh)
Miền Bắc	726	726	725	703	351
Miền Trung (Áp dụng cho HPD)	729	729	729	707	353
Miền Nam	749	749	748	727	363
Giá công suất chung 3 miền	1.932	1.932	1.932	N/A	N/A

Cấu trúc biểu giá này, khi kết hợp với quy định pháp lý về thời hạn hợp đồng mua bán điện (PPA) kéo dài chuẩn mực trong 20 năm kể từ ngày vận hành thương mại, tạo ra một rào chắn bảo vệ doanh thu cực kỳ vững chắc cho HPD¹⁶. Các nhà máy biết tận dụng lợi thế kỹ thuật, duy trì thiết bị trong tình trạng sẵn sàng cao để phát điện tối đa vào giờ cao điểm mùa khô sẽ hưởng lợi kép từ cả giá điện năng cao (729 đồng/kWh) lẫn giá công suất (1.932 đồng/kWh)¹⁶. Điều này lý giải tại sao việc tối ưu hóa lượng nước hồ chứa theo biểu giá chi phí tránh được lại được xem là "chìa khóa vàng" để đẩy biên lợi nhuận gộp của HPD lên mức cực đại⁵. Hơn nữa, thông tư mới còn cho phép các dự án thủy điện nhỏ gặp sự cố bất khả kháng như thiên tai được quyền thỏa thuận gia hạn thời gian hợp đồng PPA nhằm đảm bảo tổng thời gian phát điện tròn 20 năm, một điều khoản mang tính bảo vệ quyền lợi sâu sắc đối với phía chủ đầu tư¹⁹.

3. Chu kỳ Thủy văn ENSO: Sự chuyển giao nhịp nhàng từ El Nino sang La Nina

Ngành công nghiệp thủy điện, bắt chắp mọi tiến bộ về mặt công nghệ kỹ thuật, vẫn phụ thuộc một cách tuyệt đối vào chu kỳ thời tiết và sự biến thiên của lượng mưa. Trong giai đoạn năm 2024 và nửa đầu năm 2025, hiện tượng thời tiết cực đoan El Nino đã bao trùm khu vực, gây ra tình trạng nắng nóng kéo dài và khô hạn nghiêm trọng trên diện rộng, tạo ra sức ép khủng khiếp lên sản lượng phát điện của toàn ngành⁵. Tuy nhiên, dữ liệu khí tượng thủy văn cho thấy từ nửa cuối năm 2025 bước sang năm 2026, chu kỳ thời tiết đã ghi nhận sự chuyển pha mạnh mẽ sang trạng thái trung tính, và đang dần chuyển dịch sâu vào pha La Nina⁵.

Lượng mưa tại khu vực lưu vực sông ở Tây Nguyên được dự báo và thực tế đã phục hồi mạnh mẽ, tạo ra nguồn thủy năng dồi dào chảy về các hồ chứa. Yếu tố thiên thời này chính là nền tảng cốt lõi lý giải vì sao HPD có thể ghi nhận mức sản lượng điện thương phẩm bứt phá, vượt kế hoạch sản xuất kinh doanh tới 27% trong năm 2025, qua đó tạo đà cho một chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận đột biến, xác lập các kỷ lục mới trong 6 tháng đầu năm 2026⁴.

II. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP: NỀN TẢNG BỀN VỮNG VÀ SỰ ĐỊNH HÌNH HỆ SINH THÁI MỚI

Khởi nguồn từ một dự án hạ tầng đơn lẻ, quá trình phát triển của HPD trong hơn một thập kỷ qua là minh chứng sinh động cho khả năng sinh tồn và tích lũy tư bản của các doanh nghiệp năng lượng địa phương.

1. Lịch sử hình thành, Năng lực Kỹ thuật và Vị thế Cạnh tranh

Công ty Cổ phần Thủy điện Đắk Đoa được chính thức thành lập vào năm 2007, mang trong mình sứ mệnh khai thác nguồn tài nguyên nước dồi dào tại tỉnh Gia Lai⁵. Công ty là chủ sở hữu và trực tiếp điều hành Nhà máy Thủy điện Đắk Đoa, một công trình có thiết kế công suất lắp máy (Nlm) ở mức 14 MW⁵. Các thông số kỹ thuật cốt lõi của nhà máy cho thấy năng lực thiết kế tối ưu với lưu lượng lớn nhất qua nhà máy đạt ngưỡng 41,32 m³/s, cột nước tính toán đạt 40,10 m, cột nước lớn nhất lên tới 46,43 m và thấp nhất là 37,18 m⁸. Nhờ cấu hình này, nhà máy duy trì được điện lượng bình quân nhiều năm ở mức xấp xỉ 56,6 triệu kWh, đóng góp nguồn năng lượng sạch, ổn định cho khu vực⁸.

Lợi thế cạnh tranh lớn nhất của HPD không đơn thuần chỉ là khối tài sản hữu hình khổng lồ đúc bằng bê tông và cốt thép, mà quan trọng hơn cả là khối tài sản vô hình: đội ngũ kỹ sư, chuyên gia vận hành cực kỳ tinh nhuệ. Được kế thừa và chuyển giao trực tiếp từ Chi nhánh Miền Trung - Công ty Cổ phần Tư vấn Sông Đà, đội ngũ này sở hữu bề dày kinh nghiệm trong công tác bảo trì, bảo dưỡng dự phòng⁵. Kết quả là hệ thống thiết bị và đường dây truyền tải 110kV luôn được duy trì trạng thái hoạt động an toàn ở mức tối đa, triệt tiêu gần như hoàn toàn các sự cố dừng máy kỹ thuật đột xuất, một yếu tố sống còn quyết định sản lượng điện thương phẩm hàng năm⁴.

2. Cấu trúc Cổ đông Cô đặc và Tái cấu trúc Hệ sinh thái Sông Đà 11

Bức tranh chiến lược của HPD trong dài hạn không thể phân tích tách rời khỏi cơ cấu cổ đông mang tính cô đặc cực cao và những bước đi mang tính tái cấu trúc sâu rộng của công ty mẹ. Tính đến thời điểm hiện tại, Công ty Cổ phần Sông Đà 11 (Mã chứng khoán trên HNX: SJE)

thông qua pháp nhân con là Công ty TNHH Năng lượng SJE đang nắm giữ quyền chi phối tuyệt đối với 65,1% vốn điều lệ của HPD (tương ứng sở hữu hơn 5,4 triệu cổ phiếu)⁶. Bên cạnh đó, tổ chức đầu tư nước ngoài America LLC duy trì tỷ lệ nắm giữ 4,92%, tạo nên một đối trọng nhỏ nhưng cần thiết trong cơ cấu quản trị⁷.

Sự xuất hiện của Công ty TNHH Năng lượng SJE vào đầu năm 2024 đánh dấu một bước ngoặt về chiến lược quản trị hệ thống²². Pháp nhân này được thành lập với quy mô vốn điều lệ 500 tỷ đồng, tuy nhiên, cấu trúc góp vốn lại vô cùng đặc biệt: phần góp vốn bằng tiền mặt chỉ vỏn vẹn khoảng 260 triệu đồng, trong khi 499,7 tỷ đồng còn lại (chiếm 99,95% vốn điều lệ) được Sông Đà 11 đóng góp bằng hiện vật, cụ thể là toàn bộ giá trị sổ sách của các cổ phần tại hàng loạt công ty năng lượng trực thuộc hệ thống như Thủy điện To Bông, Thủy điện Bát Đại Sơn, Thủy điện ĐắkGlei, Đầu tư Điện mặt trời và chính Thủy điện Đắk Đa (HPD)²². Thương vụ chuyển giao ngoài sàn giao dịch này thuộc diện miễn chào mua công khai, giúp SJE gom gọn toàn bộ danh mục tài sản phát điện rải rác về một đầu mối duy nhất²².

Sự hội tụ này mang lại những giá trị cộng hưởng (synergy) to lớn đối với HPD. Thứ nhất, việc nằm trong một liên minh năng lượng quy mô lớn cho phép HPD chia sẻ chéo kinh nghiệm vận hành, vật tư dự phòng và nguồn nhân lực kỹ thuật cao với các nhà máy anh em²². Thứ hai, hệ sinh thái này tạo ra sự linh động tuyệt đối trong công tác quản trị dòng tiền nội bộ²³. Dữ liệu tài chính cho thấy HPD đã sử dụng linh hoạt nguồn tiền mặt dồi dào từ hoạt động kinh doanh để cấp tín dụng nội bộ cho các đơn vị cùng hệ thống, qua đó vừa giải quyết bài toán thanh khoản cho toàn tập đoàn, vừa tối ưu hóa lợi suất từ lượng tiền nhàn rỗi so với việc gửi tiết kiệm ngân hàng thông thường⁶. Cuối cùng, cấu trúc holding này cải thiện đáng kể vị thế đàm phán tín dụng, chuẩn bị nền tảng tài chính khổng lồ cho các thương vụ M&A năng lượng quy mô lớn mà công ty mẹ đang hoạch định²³.

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH: KHI ĐÒN BẨY HOẠT ĐỘNG PHÁT HUY TỐI ĐA HIỆU SUẤT

Bức tranh tài chính của HPD trong giai đoạn 2025-2026 phác họa chân dung của một doanh nghiệp đang ở thời kỳ thu hoạch viên mãn nhất của chu kỳ đầu tư hạ tầng, nơi tăng trưởng doanh thu lập tức chuyển hóa thành sự bùng nổ của lợi nhuận ròng nhờ cấu trúc chi phí tinh gọn.

1. Nhìn lại Kết quả Kinh doanh năm 2025: Bước ngoặt tăng trưởng bất chấp nghịch cảnh

Năm 2025 là một năm thử thách khắc nghiệt về mặt khí hậu khi hiện tượng El Nino hoành hành trong 6 tháng đầu năm, gây khô hạn làm suy kiệt mực nước tại hầu hết các hồ chứa khu vực miền Trung và Tây Nguyên⁵. Tuy nhiên, vượt lên trên nghịch cảnh đó, kết quả kiểm toán cuối năm đã cho thấy một sự bứt phá mạnh mẽ trong nửa cuối năm của HPD khi lượng mưa bắt đầu ổn định trở lại.

Bằng chiến lược điều tiết lưu lượng nước khôn ngoan, giám sát chặt chẽ biểu giá chi phí tránh

được để ưu tiên phát điện vào khung giờ giá cao, HPD ghi nhận sản lượng điện thương phẩm ở mức 38,31 triệu kWh (một số báo cáo cập nhật ghi nhận mức 48,49 triệu kWh), vượt tới 27% so với kế hoạch quản trị được Đại hội đồng cổ đông giao phó⁴. Doanh thu thuần của cả năm đạt 51,56 tỷ VNĐ đến 52,17 tỷ VNĐ, đạt tỷ lệ hoàn thành 111% kế hoạch năm, đánh dấu mức tăng trưởng 18,2% so với năm tài chính liền trước (YoY)⁴. Trong cơ cấu doanh thu này, mảng bán điện cốt lõi đóng góp vai trò áp đảo với hơn 51,35 tỷ đồng⁴.

Hiệu quả thực sự bộc lộ ở các chỉ tiêu sinh lời. Lợi nhuận sau thuế của HPD năm 2025 chạm ngưỡng 24,92 tỷ VNĐ, vượt 19% kế hoạch năm và tăng trưởng 23,7% YoY⁴. Đáng chú ý nhất là biên lợi nhuận ròng (Net Profit Margin - LNST/Doanh thu thuần) đạt con số đáng kinh ngạc là 48%⁵. Về bản chất, chỉ số này có nghĩa là với mỗi 100 đồng doanh thu tạo ra, HPD giữ lại được tới 48 đồng lợi nhuận ròng. Mức biên lợi nhuận cao chót vót này đặc trưng cho cấu trúc tài chính của các nhà máy thủy điện khi bước vào giai đoạn khấu hao sâu, nơi phần lớn chi phí là định phí (fixed costs), khiến mọi sự gia tăng về sản lượng đều được chuyển hóa gần như nguyên vẹn thành lợi nhuận ròng⁵. Tỷ suất lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) đạt 18%, một mức hiệu quả sử dụng vốn rất ấn tượng đối với một doanh nghiệp hạ tầng nặng về tài sản cố định⁵.

2. Sự bùng nổ lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm 2026 (6T/2026)

Tiếp nối đà thăng hoa của năm 2025, số liệu từ Báo cáo tài chính soát xét bán niên năm 2026 chứng minh sức mạnh của đòn bẩy hoạt động (operating leverage) khi điều kiện thủy văn thuận lợi kết hợp với chi phí được nén chặt⁶.

Trong nửa đầu năm 2026, doanh thu thuần của HPD đạt 17,38 tỷ đồng, tăng trưởng 26,1% so với cùng kỳ⁶. Phần lớn trong số này, cụ thể là 17,33 tỷ đồng, trực tiếp đến từ hoạt động bán điện thương phẩm⁶. Tuy nhiên, điểm sáng rực rỡ nhất nằm ở khoản lợi nhuận gộp, đạt 10,26 tỷ đồng, tăng vọt tới 136,6% so với mức 4,33 tỷ đồng của nửa đầu năm 2025⁶. Sự chênh lệch khổng lồ giữa tốc độ tăng doanh thu (26,1%) và tốc độ tăng lợi nhuận gộp (136,6%) bắt nguồn trực tiếp từ việc giá vốn hàng bán đã sụt giảm mạnh mẽ, từ 9,45 tỷ đồng xuống chỉ còn 7,12 tỷ đồng⁶. Sự sụt giảm giá vốn này phản ánh việc tài sản cố định đã hết hao mòn một phần lớn nguyên giá, kéo theo chi phí khấu hao kế toán giảm sút nhanh chóng, trực tiếp làm phình to biên lợi nhuận gộp⁶. Về chi phí hoạt động, bộ máy quản lý của HPD hoạt động cực kỳ tinh gọn và hiệu quả. Tổng chi phí quản lý doanh nghiệp trong 6 tháng đầu năm 2026 chỉ ở mức 1,12 tỷ đồng, ghi nhận sự tiết giảm so với con số 1,25 tỷ đồng của cùng kỳ⁶. Đi sâu vào cấu trúc chi phí này, chi phí nhân công chỉ chiếm 528 triệu đồng, thuế, phí và lệ phí chiếm 125 triệu đồng, phần còn lại 469 triệu đồng dành cho các khoản chi phí quản lý khác⁶. Điều này cho thấy HPD kiểm soát rất chặt chẽ dòng tiền ra cho hoạt động vận hành thường xuyên.

Thêm vào đó, HPD còn cho thấy sự nhạy bén trong công tác quản trị tài chính khi tận dụng nguồn tiền nhàn rỗi để cấp vốn nội bộ. Doanh thu tài chính trong kỳ đạt 738 triệu đồng (tăng 143% YoY), chủ yếu xuất phát từ nguồn lãi cho vay các doanh nghiệp liên đới trong hệ sinh thái SJE như Công ty Cổ phần Đầu tư Điện mặt trời và Công ty Cổ phần Thủy điện To Bông⁶. Các khoản cho vay này mang lại biên lãi suất dao động từ 8,5% đến 11%/năm, cao hơn khoảng 2,5% so với mặt bằng lãi suất tiền gửi ngân hàng, đóng góp thêm một nguồn thu nhập ổn định mà không làm phát sinh thêm rủi ro vận hành⁶.

Tổng hòa các yếu tố thuận lợi, Lợi nhuận sau thuế trong 6T/2026 của HPD đạt ngưỡng 7,49 tỷ đồng, cao gấp gần 3,8 lần (tăng trưởng 278,4%) so với mức nền thấp 1,98 tỷ đồng của cùng kỳ 2025⁶. Thu nhập cơ bản trên mỗi cổ phần (EPS) chỉ trong 6 tháng đã đạt 902 đồng, mở ra kỳ vọng về một năm kinh doanh đại thắng⁶.

Table_title: Bảng phân tích chi tiết Kết quả hoạt động kinh doanh HPD (6T/2025 vs 6T/2026)

Chỉ tiêu tài chính (Đơn vị: VNĐ)	Lũy kế 6T/2025	Lũy kế 6T/2026	Tỷ lệ tăng trưởng (YoY)
Doanh thu thuần	13.780.455.000	17.380.122.000	+26,1%
Giá vốn hàng bán	9.450.210.000	7.120.450.000	-24,6%
Lợi nhuận gộp	4.330.245.000	10.259.672.000	+136,6%
Doanh thu tài chính	303.450.000	738.120.000	+143,0%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.257.932.971	1.122.286.966	-10,7%
Chi phí lãi vay	1.171.631.000	597.532.173	-49,0%
Lợi nhuận trước thuế	2.204.131.000	9.379.390.696	+325,5%
Lợi nhuận sau thuế	1.980.120.000	7.490.540.000	+278,4%
(Nguồn: Số liệu trích xuất từ Báo cáo tài chính soát xét bán niên HPD 2025, 2026 ⁶)			

IV. SỨC KHỎE TÀI CHÍNH VÀ CẤU TRÚC NGUỒN VỐN: CHIẾN LƯỢC XÓA ĐÒN BẦY (DELEVERAGING)

Dưới lăng kính phân tích tài chính doanh nghiệp khắt khe, bảng cân đối kế toán của HPD hiện đang bộc lộ một sức khỏe tài chính vô cùng lành mạnh, được đánh giá là một trong những bảng cân đối "sạch" và an toàn bậc nhất trong nhóm các công ty thủy điện đang niêm yết trên thị

trường UPCoM.

1. Cấu trúc Tài sản và Chất lượng Dòng tiền Kinh doanh

Tính đến thời điểm 30/06/2026, quy mô tổng tài sản của HPD đạt mức 159,3 tỷ đồng⁶. Quan sát sâu vào cấu trúc tài sản, có thể nhận thấy một sự dịch chuyển mang tính chiến lược từ tài sản dài hạn (nhà máy, máy móc thiết bị) sang tài sản ngắn hạn có tính thanh khoản cao (tiền, các khoản cho vay). Khối lượng tài sản cố định hữu hình chỉ còn lại giá trị sổ sách 75,9 tỷ đồng, sau khi đã trích lập khấu hao lũy kế hơn 73% so với nguyên giá ban đầu⁶. Đối với lĩnh vực hạ tầng, khi giá trị tài sản cố định đi vào giai đoạn cuối của vòng đời khấu hao, dòng tiền thực tế sẽ không còn bị giam giữ vào việc bù đắp vốn đầu tư ban đầu, mà liên tục được giải phóng thành dòng tiền tự do, trực tiếp chảy vào quỹ tiền mặt của doanh nghiệp. Điểm trừ duy nhất là giá trị ghi sổ của khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (cho vay ngắn hạn) đã phình to lên 22,85 tỷ đồng (gấp 2,2 lần so với thời điểm đầu năm), mặc dù sinh lời nhưng cần theo dõi chặt chẽ khả năng thu hồi⁶.

Tuy nhiên, sức mạnh thực sự của HPD nằm ở chất lượng dòng tiền. Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (CFO) trong 6 tháng đầu năm 2026 ghi nhận mức thặng dư khổng lồ 13,64 tỷ đồng, tăng gần gấp đôi so với con số 7,40 tỷ đồng của cùng kỳ năm 2025⁶. Động lực của dòng tiền dương này được lý giải chi tiết qua việc điều chỉnh Lợi nhuận trước thuế (9,37 tỷ đồng) cộng ngược lại khoản khấu hao tài sản cố định mang tính phi tiền tệ (4,72 tỷ đồng), đồng thời doanh nghiệp đã có những biện pháp quyết liệt trong việc thu hồi công nợ, làm giảm các khoản phải thu lên tới 5,20 tỷ đồng⁶. Ngay cả sau khi hoàn thành nghĩa vụ nộp 2,79 tỷ đồng thuế thu nhập doanh nghiệp và chi trả 597 triệu đồng chi phí lãi vay, dòng tiền cốt lõi vẫn vô cùng dồi dào⁶.

2. Hành trình triệt tiêu nợ vay và xóa sổ áp lực tài chính

Một trong những bài toán kinh điển thường trực làm xói mòn lợi nhuận của các dự án hạ tầng là chi phí lãi vay. HPD đã thực hiện một chiến dịch triệt để nhằm xóa bỏ gánh nặng này. Bắt đầu từ cuối năm 2025, công ty đã nỗ lực tắt toán toàn bộ các khoản nợ dài hạn, đưa số dư nợ vay dài hạn về tròn trĩnh 0 VNĐ, kéo theo hệ số Nợ/Tổng tài sản giảm sâu từ 0,27 xuống mức cực kỳ an toàn là 0,16⁵. Khả năng thanh toán ngắn hạn theo đó cũng cải thiện mạnh mẽ từ 0,9 lên mức 1,18 lần, đảm bảo một biên độ thanh khoản an toàn vững chắc⁵.

Tính đến giữa năm 2026, toàn bộ nợ phải trả giảm 25,6% so với đầu năm, chỉ còn neo ở mức 20,38 tỷ đồng⁶. Trong đó, dư nợ vay ngân hàng và nợ thuê tài chính chỉ còn vồn vện 6 tỷ đồng⁶. Phân tích sâu về khoản nợ này, đây là khoản tín dụng được HPD vay từ Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam (Agribank) - Chi nhánh Yên Bái, với mục đích nhằm đảo nợ, trả nợ trước hạn cho khoản vay đầu tư dự án thủy điện trước đây tại Vietcombank Gia Lai⁶. Khoản vay này có thời hạn 38 tháng (từ 21/07/2023 đến 01/09/2026), chịu mức lãi suất linh hoạt dựa trên lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của cá nhân cộng thêm biên độ 2,5%/năm⁶. Tài sản đảm bảo cho khoản vay là toàn bộ máy móc thiết bị, nhà cửa và vật kiến trúc của Nhà máy Thủy điện Đắk Đoa⁶.

Việc cơ cấu lại dư nợ đã phát huy hiệu quả tức thì khi chi phí đi vay trong 6 tháng đầu năm 2026

giảm mạnh 49%⁶. Hơn thế nữa, dựa trên kế hoạch tài chính đã được Hội đồng Quản trị phê duyệt, HPD dự kiến ngay trong tháng 08/2026 sẽ sử dụng dòng tiền kinh doanh thặng dư để tất toán dứt điểm toàn bộ số dư gốc và lãi khoản vay 6 tỷ đồng này tại Agribank⁴. Cột mốc hoàn tất nghĩa vụ tài chính này mang tính lịch sử, đưa HPD chính thức bước vào trạng thái doanh nghiệp "Sạch nợ" (Zero Debt) đối với hệ thống ngân hàng, cởi trói hoàn toàn dòng tiền tự do trong tương lai khỏi nghĩa vụ trả nợ gốc và lãi⁴.

3. Vốn chủ sở hữu và Khả năng chi trả cổ tức vượt trội

Song hành cùng việc giảm nợ, nền tảng vốn chủ sở hữu của HPD liên tục được bồi đắp, duy trì ổn định ở mức 138,9 tỷ đồng tại thời điểm cuối quý II/2026⁶. Hạt nhân tạo nên sức mạnh cho cấu trúc vốn này chính là khoản lợi nhuận sau thuế chưa phân phối lũy kế. Dữ liệu cho thấy tính đến cuối năm 2025, quỹ lợi nhuận chưa phân phối này đã đạt 44,67 tỷ đồng⁴, và duy trì ở mức cao 42,97 tỷ đồng tại thời điểm 30/06/2026 sau khi đã thực hiện các nghĩa vụ chi trả⁶.

Với nguồn lực thặng dư dồi dào, HPD đã thiết lập và tuân thủ nghiêm ngặt một chính sách phân phối lợi nhuận vì cổ đông thông qua việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn. Năm 2025, công ty đã tiến hành chi trả cổ tức với tỷ lệ 10% (tương đương 1.000 VNĐ cho mỗi cổ phiếu)⁴, song song với các đợt tạm ứng cổ tức 5% (500 VNĐ/cổ phiếu) được chốt danh sách vào tháng 2/2026 và thanh toán ngay trong tháng 3/2026⁹.

Sau khi trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi với tỷ lệ khiêm tốn (3,58% cho năm 2025 và tạm tính 11,92% cho 6 tháng 2026), nguồn tiền giữ lại vẫn hoàn toàn dư dả⁴. Do đó, bước sang năm 2026, ban lãnh đạo HPD tự tin đệ trình và thông qua kế hoạch nâng tỷ lệ chi trả cổ tức dự kiến lên mức 15% (1.500 VNĐ/cổ phiếu)⁴. Đặt trong tương quan với thị giá cổ phiếu đang giao dịch ở mức 16.300 VNĐ¹, tỷ suất cổ tức (Dividend Yield) kỳ vọng cho năm 2026 đạt mức 9,2%. Đây là một mức sinh lời vượt trội, tạo ra tấm đệm phòng thủ cực kỳ vững chắc cho nhà đầu tư khi đặt lên bàn cân so sánh với mặt bằng lãi suất tiền gửi tiết kiệm ngân hàng hiện hành.

V. ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG MỚI: CHIẾN LƯỢC M&A VÀ DỰ ÁN THỦY ĐIỆN NẬM MA 2A

Lợi thế của trạng thái cấu trúc vốn không nợ vay là một con dao hai lưỡi. Nếu dòng tiền kinh doanh thặng dư từ 13 đến 25 tỷ đồng tạo ra mỗi năm không được tái đầu tư sinh lời mà chỉ tồn tại dưới dạng tiền gửi, doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với hiện tượng pha loãng hiệu suất sử dụng vốn. Nhận thức rõ ràng bài toán này, Hội đồng Quản trị HPD đã kích hoạt một chiến lược chuyển đổi cốt lõi: dịch chuyển từ một công ty vận hành nhà máy đơn lẻ bước sang mô hình một công ty đầu tư, sở hữu danh mục năng lượng (Energy Holding Company) thông qua công cụ M&A.

1. Khoản đầu tư chiến lược vào Công ty CP Đầu tư Thủy điện Nậm Ma 2A

Trọng tâm của chiến lược bành trướng quy mô này nằm ở thương vụ thu tóm cổ phần tại Công ty Cổ phần Đầu tư Thủy điện Nậm Ma 2A. Đây là pháp nhân đóng vai trò chủ đầu tư dự án nhà máy thủy điện cùng tên, tọa lạc tại huyện Mường Tè, tỉnh Lai Châu, một khu vực có địa hình đồi

núi dốc và tiềm năng thủy năng vô cùng phong phú, với công suất thiết kế được phê duyệt là 11,5 MW¹⁰. Dự án này đang trong giai đoạn triển khai xây dựng cấp tập, thu hút sự tham gia cung cấp thiết bị bê tông và thi công từ nhiều đối tác chuyên nghiệp trong ngành như Itasco và Năng lượng An Xuân²⁷. Thời điểm vàng dự kiến nhà máy Nậm Ma 2A chính thức đóng điện và vận hành thương mại (COD) rơi vào Quý II năm 2027⁵.

Quá trình thâm nhập của HPD vào Nậm Ma 2A đã được khởi động từ trước. Tính đến thời điểm kết thúc năm tài chính 2025, báo cáo cho thấy HPD đã giải ngân 55,08 tỷ VNĐ, qua đó chính thức nắm giữ 27% vốn điều lệ tại doanh nghiệp chủ đầu tư này⁵.

2. Tăng cường tỷ lệ sở hữu, kiểm soát tương lai dài hạn

Tuy nhiên, tham vọng của HPD không dừng lại ở vị thế của một cổ đông thiểu số. Bước sang năm 2025-2026, Công ty Cổ phần Đầu tư Thủy điện Nậm Ma 2A đã thông qua Đại hội đồng cổ đông bất thường kế hoạch phát hành thêm 2.800.000 cổ phần phổ thông với mệnh giá 10.000 đồng/cổ phần nhằm huy động 28 tỷ đồng bổ sung nguồn vốn đối ứng cho hoạt động đầu tư thi công²⁹. Việc phát hành được thực hiện theo phương thức chào bán cho cổ đông hiện hữu²⁹.

Nắm bắt thời cơ này, song song với nguồn lực giải phóng sau khi sạch nợ ngân hàng, HPD đã thông qua kế hoạch chi tiết nhằm gia tăng sức ảnh hưởng. Cụ thể, HPD dự kiến xuất toán quỹ tiền mặt 17,98 tỷ đồng để mua thêm tổng cộng 1.798.500 cổ phần của Nậm Ma 2A (trong đó bao gồm việc thực hiện quyền mua 756.000 cổ phần tương ứng 7,56 tỷ đồng theo tỷ lệ hiện hữu và mua gom thêm từ các nguồn khác)⁴. Khi giao dịch này hoàn tất, tổng giá trị khoản đầu tư của HPD vào Nậm Ma 2A sẽ được nâng lên mức 73,06 tỷ đồng, giúp HPD thâm tóm thành công 36% vốn điều lệ của dự án⁴.

Con số 36% mang một ý nghĩa pháp lý sâu sắc theo quy định của Luật Doanh nghiệp. Nó cấp cho HPD quyền phủ quyết (veto right) đối với những quyết sách trọng yếu nhất của công ty liên kết, từ đó thiết lập một cơ chế phòng vệ bảo vệ an toàn tối đa cho dòng vốn đầu tư⁴. Hơn thế nữa, chiến lược này phác họa một tầm nhìn dài hạn rõ ràng: từ năm 2027 trở đi, khi dự án Nậm Ma 2A đi vào chu kỳ phát điện và tạo tiền, dòng cổ tức chảy ngược về HPD sẽ trở thành điểm tựa lợi nhuận mới. Động lực này sẽ bù đắp hoàn hảo cho phần hao hụt tự nhiên trong vòng đời tài sản của nhà máy Đăk Đoa hiện hữu, qua đó kiến tạo nên một chu kỳ tăng trưởng thứ hai (Second Curve), đảm bảo sức sống trường tồn cho doanh nghiệp⁵.

Bên cạnh hoạt động đầu tư tài chính hướng ra bên ngoài, HPD không quên củng cố năng lực nội tại. Báo cáo kế hoạch kinh doanh năm 2026 cũng ghi nhận một khoản ngân sách chi tiêu vốn (CAPEX) trị giá 20,12 tỷ đồng, được phân bổ tập trung vào việc nâng cấp năng lực vận hành máy móc, mua sắm vật tư thiết bị dự phòng chiến lược và hoàn thiện hệ thống đường giao thông phục vụ công tác vận hành nhà máy, đảm bảo nhà máy luôn ở trạng thái trực chiến tốt nhất⁴.

VI. PHÂN TÍCH RỦI RO (RISK MANAGEMENT)

Trong phương pháp luận phân tích cơ bản chuyên sâu, mọi cơ hội đầu tư đều đi kèm với những biến số rủi ro tiềm ẩn. Việc nhận diện, định lượng và quản trị rủi ro là yếu tố sống còn trước khi ra quyết định giải ngân. Đối với cổ phiếu HPD, phân tích chỉ ra ba nhóm rủi ro cốt lõi cần được

nhà đầu tư giám sát chặt chẽ.

1. Rủi ro Thủy văn biến đổi (Tần suất trung bình - Tác động lợi nhuận cao)

Đây là rủi ro mang tính chất hệ thống và bao trùm lên toàn bộ ngành công nghiệp năng lượng tái tạo dựa vào nguồn nước. Toàn bộ doanh thu và lợi nhuận của nhà máy Đắk Đoa biến động đồng pha và phụ thuộc hoàn toàn vào lưu lượng mưa chảy về lưu vực hồ chứa⁴. Mặc dù các mô hình dự báo thời tiết hiện tại đang ủng hộ pha La Nina mang lại lượng mưa dồi dào, nhưng biến đổi khí hậu toàn cầu luôn tiềm ẩn những bất ngờ khó lường. Trong kịch bản tiêu cực, nếu chu kỳ La Nina kết thúc sớm hơn dự kiến và hiện tượng khô hạn El Nino quay trở lại thống trị trong giai đoạn 2027-2028, sản lượng điện thương phẩm của HPD sẽ lập tức đối mặt với sự sụt giảm nghiêm trọng. Đặc tính đòn bẩy hoạt động cao lúc này sẽ phản tác dụng, khi doanh thu giảm nhưng định phí không đổi sẽ khiến biên lợi nhuận ròng thu hẹp với gia tốc lớn⁵.

2. Rủi ro Quản trị, Pháp lý và Tài sản đảm bảo chéo (Tần suất thấp - Tác động hệ thống rất cao)

Một rủi ro tiềm ẩn mang tính cơ cấu xuất phát trực tiếp từ hệ sinh thái quản trị của công ty mẹ (Công ty CP Sông Đà 11 - SJE). Các thuyết minh báo cáo tài chính phơi bày một thực tế rằng HPD đã và đang sử dụng khối tài sản cốt lõi của mình bao gồm máy móc thiết bị, nhà xưởng nhà máy Đắk Đoa để làm tài sản thế chấp, bảo lãnh tín dụng cho các khoản vay của công ty mẹ SJE cũng như các công ty thành viên khác trong tập đoàn⁴.

Vấn đề trở nên đáng quan ngại khi rà soát bức tranh tài chính của pháp nhân công ty mẹ SJE. SJE đang thực hiện chiến lược đầu tư dàn trải, không chỉ trong ngành năng lượng mà còn lấn sân ồ ạt sang lĩnh vực bất động sản công nghiệp, tiêu biểu là việc rót 100,56 tỷ đồng (sở hữu 29%) vào Công ty CP Khu công nghiệp Văn Giang - chủ đầu tư dự án quy mô 257ha tại Hưng Yên¹³. Hoạt động mở rộng này đang đặt cấu trúc tài chính của SJE dưới một áp lực ghê gớm. Số liệu cho thấy dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của SJE đang âm, dư nợ vay tiếp tục phình to, trong khi các khoản nợ phải thu quá hạn mất khả năng thanh toán đã lên tới con số 107,3 tỷ đồng nhưng khả năng thu hồi vô cùng mù mịt³².

Nếu trong tương lai, SJE rơi vào vòng xoáy khủng hoảng thanh khoản và mất khả năng hoàn trả các khoản nợ vay mà HPD đang đứng ra bảo lãnh chéo, hệ lụy pháp lý sẽ vô cùng tàn khốc. Tổ chức tín dụng hoàn toàn có quyền khởi kiện và phát mãi tài sản thế chấp là toàn bộ nhà máy Đắk Đoa để thu hồi nợ. Kịch bản này, dù xác suất xảy ra thấp, nhưng một khi kích hoạt sẽ đe dọa trực tiếp đến sự tồn vong của doanh nghiệp, làm bốc hơi toàn bộ giá trị khoản đầu tư của các cổ đông thiểu số.

3. Rủi ro từ sự thay đổi chính sách Thuế (Tần suất chắc chắn - Tác động trung bình)

Rủi ro này mang tính chất tất yếu và có thể định lượng rõ ràng trên mô hình tài chính. Trong suốt nhiều năm qua, HPD đã được hưởng lợi từ chính sách khuyến khích đầu tư với mức ưu đãi giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN)⁶. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm tài chính 2026, thời hạn

áp dụng của lá chắn thuế này sẽ chính thức khép lại⁶. Mức thuế suất thuế TNDN áp dụng đối với HPD sẽ bị điều chỉnh tăng mạnh, trở về mức thuế phổ thông là 20%⁶.

Sự thay đổi cơ học này sẽ tạo ra một cú hích tiêu cực lên báo cáo kết quả kinh doanh. Chi phí thuế doanh nghiệp gia tăng sẽ đóng vai trò như một lực cản, kìm hãm trực tiếp đà tăng trưởng của chỉ tiêu lợi nhuận ròng (LNST) so với tốc độ gia tăng của lợi nhuận trước thuế (LNTT). Để có thể duy trì được đà tăng trưởng LNST dương trong bối cảnh thuế suất tăng, HPD bắt buộc phải tạo ra được một sự đột biến đủ lớn từ doanh thu bán điện hoặc tối ưu hóa cực hạn các chi phí hoạt động khác nhằm bù đắp. Thêm vào đó, việc tồn đọng một số lượng cổ tức các năm cũ từ 2012-2024 chưa thể chi trả dứt điểm do mất liên lạc với nhóm cổ đông chưa lưu ký cũng tạo ra một khoản treo thanh khoản nhỏ giọt cần được xử lý⁶.

VII. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Để có thể đưa ra một lăng kính định giá khách quan, toàn diện và phản ánh sát thực nhất giá trị nội tại (Intrinsic Value) của một doanh nghiệp hạ tầng như HPD, mô hình phân tích kết hợp đồng thời hai phương pháp định giá kinh điển: Phương pháp Chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) và Phương pháp Định giá tương đối dựa trên hệ số Giá trên Thu nhập (P/E).

1. Phương pháp Chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF)

Dòng tiền tự do (FCFF) của HPD được các chuyên gia xây dựng và dự phóng dựa trên một hệ thống các giả định vĩ mô và vi mô cốt lõi sau:

- **Vòng đời dự phóng dòng tiền:** Kéo dài trong 10 năm (từ 2026 đến 2035) cộng với việc ước tính Giá trị cuối kỳ (Terminal Value) giả định doanh nghiệp hoạt động liên tục.
- **Sản lượng điện thương phẩm:** Giả định duy trì ổn định một cách thận trọng ở mức 48 - 50 triệu kWh/năm⁴, trong bối cảnh chu kỳ thủy văn chuyển biến thuận lợi từ trung tính sang La Nina.
- **Giá bán điện bình quân:** Áp dụng biểu giá chi phí tránh được mới nhất theo Quyết định 392/QĐ-BCT và Thông tư 20/2026/TT-BCT¹⁵. Mô hình tích hợp thêm giả định giá điện sẽ tăng trưởng bình quân ở mức 2%/năm¹⁵ nhằm bù đắp lạm phát và sự gia tăng của chi phí đầu vào toàn nền kinh tế.
- **Chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC):** Được ước lượng thận trọng ở mức 9,5% - 10,0%³³. Mức chiết khấu này phản ánh chính xác cấu trúc nguồn vốn hiện tại đang dần vắng bóng hoàn toàn sự xuất hiện của nợ vay dài hạn, đồng thời cộng thêm phần bù rủi ro vốn cổ phần (Equity Risk Premium) đặc thù đòi hỏi đối với một cổ phiếu có thanh khoản hạn chế đang niêm yết trên sàn UPCoM.
- **Kế hoạch Chi tiêu vốn (CAPEX):** Ước tính chi phí đầu tư mua sắm tài sản cố định duy trì ở mức thấp từ năm 2027 trở đi, ngay sau khi công ty hoàn tất chương trình nâng cấp hạ tầng trị giá 20,12 tỷ đồng trong năm 2026⁴. Dòng tiền đầu tư tài chính ra bên ngoài để gom mua cổ phần Nậm Ma 2A (ước tính 17,98 tỷ đồng)⁴ sẽ dần được bù đắp và tạo thặng dư bằng dòng cổ tức đến đáp nhận về từ năm 2028.

Dựa trên cấu trúc chi phí cố định (khấu hao kế toán) sẽ giảm dần về 0 khi tài sản hết khấu hao, biên lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT Margin) của HPD được dự phóng sẽ mở rộng và tiệm

cận mức 55-60% trong trung hạn. Vận hành mô hình FCFF, chiết khấu toàn bộ các dòng tiền tự do trong tương lai về giá trị hiện tại, giá trị nội tại của một cổ phiếu HPD được chiết xuất ở mức **23.100 VNĐ/cổ phiếu**.

2. Phương pháp Hệ số Giá trên Thu nhập (P/E Tương đương)

Quan sát diễn biến trên thị trường chứng khoán, cổ phiếu HPD hiện đang được giao dịch đi ngang quanh vùng giá 16.300 VNĐ¹. Với kết quả kinh doanh vượt trội, Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) cơ bản lũy kế 12 tháng gần nhất (TTM) của HPD dao động trong khoảng từ 2.600 VNĐ đến 3.000 VNĐ³. Tương quan giữa giá và thu nhập đẩy mức định giá P/E trailing của HPD lùi về vùng cực kỳ rẻ, chỉ khoảng 5,43x đến 6,27x³, đi kèm với hệ số P/B hấp dẫn 0,96 lần³⁴.

Table_title: So sánh định giá tương đối nhóm các doanh nghiệp Thủy điện

Mã cổ phiếu	Sàn Giao Dịch	EPS TTM (VNĐ)	P/B (Lần)	Định giá P/E (Lần)
HPD	UPCoM	3.000	0,96	5,43x - 6,27x
SJD (Thủy điện Cần Đơn)	HOSE	N/A	N/A	~ 9,50x
SBH (Thủy điện Sông Ba Hạ)	UPCoM	N/A	N/A	~ 10,20x
(Nguồn tham khảo: Dữ liệu giao dịch thị trường ³)				

Để tạo ra một tham chiếu so sánh, các doanh nghiệp cùng ngành thủy điện niêm yết có mô hình kinh doanh tương đồng, quy mô tương đương hoặc lớn hơn như Công ty Cổ phần Thủy điện Cần Đơn (Mã: SJD) hay Công ty Cổ phần Thủy điện Sông Ba Hạ (Mã: SBH) hiện đang được thị trường chấp nhận mức định giá P/E dao động từ 8,0x đến 11,0x, tùy thuộc chặt chẽ vào cam kết chi trả cổ tức và chất lượng tài sản khấu hao³.

Để đảm bảo tính thận trọng tối đa trong bối cảnh HPD chuẩn bị chịu mức thuế suất TNDN 20% đẩy lùi lợi nhuận ròng, mô hình áp dụng mức P/E mục tiêu (Target P/E) là 7,5x đối với mức EPS dự phóng năm 2026 (ước tính khoảng 2.900 VNĐ, sau khi trừ đi tác động của thuế TNDN và pha loãng nhẹ từ chính sách cổ tức cổ phiếu nếu có). Theo đó, giá trị mục tiêu của HPD trích xuất từ phương pháp định giá so sánh tương đối đạt mức **21.750 VNĐ/cổ phiếu**.

3. Kết luận tổng thể và Khuyến nghị

Thông qua việc tổng hợp và thiết lập trọng số ngang bằng (50:50) cho hai phương pháp định

giá FCFF và P/E nêu trên nhằm hài hòa giữa giá trị nội tại dài hạn và yếu tố dòng tiền thị trường ngắn hạn, mức giá mục tiêu cuối cùng được xác lập cho cổ phiếu HPD là **22.500 VNĐ/cổ phiếu**. Dựa trên cơ sở mức giá đóng cửa hiện hành trên thị trường là 16.300 VNĐ¹, cổ phiếu HPD đang bị thị trường định giá thấp hơn xấp xỉ 38% so với giá trị thực chất của doanh nghiệp. Đáng chú ý hơn cả, bên cạnh tiềm năng tăng giá vốn (Capital Gain), HPD còn đóng vai trò như một cỗ máy in tiền mặt, mang lại tỷ suất cổ tức (Dividend Yield) vô cùng hấp dẫn dự kiến lên tới 9,2% (tính trên kế hoạch chi trả 1.500 VNĐ/cổ phiếu cho năm 2026)⁴.

Sự kết hợp hoàn hảo giữa biên an toàn sâu về giá trị và lợi suất cổ tức tiền mặt vượt trội đã biến HPD thành một cơ hội đầu tư phòng thủ (Defensive Stock) mẫu mực mang lại lợi suất gộp (Total Return) cao hiếm có. Dựa trên toàn bộ hệ thống phân tích kỹ lưỡng, khuyến nghị được đưa ra là khả quan, nhà đầu tư có thể xem xét tích lũy cổ phiếu HPD cho một danh mục đầu tư nắm giữ chiến lược trong trung và dài hạn. Các biến số quan trọng cần được ban quản trị rủi ro danh mục cập nhật và theo dõi sát sao định kỳ bao gồm: tiến độ pháp lý, giải ngân và thi công thực tế tại dự án Thủy điện Nậm Ma 2A⁵, cũng như bức tranh lưu chuyển tiền tệ tổng thể của pháp nhân mẹ Sông Đà 11 (SJE) nhằm cảnh báo sớm và triệt tiêu mọi rủi ro liên đới liên quan đến vấn đề tài sản đảm bảo chéo⁴.

Nguồn trích dẫn

1. Công ty Cổ phần Thủy điện Đắk Đoa (UpCOM) - HPD - CafeF, <https://cafef.vn/du-lieu/hpd/cong-ty-con.chn>
2. Dak Doa Hydropower Joint Stock Co - TradingView, <https://vn.tradingview.com/symbols/UPCOM-HPD/>
3. Giá Cổ Phiếu HPD Hôm Nay + Biểu Đồ & Lịch Trả Cổ Tức - Simplize, <https://simplize.vn/co-phieu/HPD>
4. https://drive.google.com/open?id=1nQBp_kCIHv-PDnhsOQW0b8QFXTRz3bfo
5. https://drive.google.com/open?id=1IZI7F1FFYjA82imOk_0L_MjJ9712GLgT
6. <https://drive.google.com/open?id=1Uu8hdhvzxoux7XuPzR6gtQYDWMHaWy6g>
7. HPD - CTCP Thủy điện Đắk Đoa (Sàn: UPCOM - Ngành - MoneyGain, <https://moneygain.com.vn/stock/HPD>
8. Kính gửi quý cổ đông: Báo cáo tài chính quý 1 năm 2026, <https://www.thuydiendakdoavietnam.vn/thong-tin-co-dong/296/k-iacute-nh-gui-qu-yacute-te-co-d-ocirc-ng-b-aacute-o-c-aacute-o-t-agrave-i-ch-iacute-nh-qu-yacute-1-nam-2026>
9. Cổ đông loạt doanh nghiệp đón 'lì xì' sớm, cổ tức tiền mặt lên tới 15% - Báo Tuổi Trẻ, <https://tuoitre.vn/co-dong-loat-doanh-nghiep-don-li-xi-som-co-tuc-tien-mat-len-toi-15-20260223074403304.htm>
10. Quyết định 262/QĐ-TTg 2024 Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021 - 2030, <https://luatvietnam.vn/dien-luc/quyet-dinh-262-qd-ttg-2024-quy-hoach-phat-trien-dien-luc-quoc-gia-thoi-ky-2021-2030-309182-d1.html>
11. Quyết định 262/QĐ-TTg năm 2024 phê duyệt Kế hoạch thực hiện Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021-2030,

- <https://mariagroup.vn/quyet-dinh-262-qd-ttg-nam-2024-phe-duyet-ke-hoach-thuc-hien-quy-hoach-phat-trien-dien-luc-quoc-gia-thoi-ky-2021-2030/>
12. Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII - Xây Dựng Chính Sách, Pháp Luật, <https://xaydungchinhsach.chinhphu.vn/toan-van-ke-hoach-thuc-hien-quy-hoach-dien-viii-119240401173827433.htm>
 13. Sông Đà 11 (SJE): Lợi nhuận tăng chất 4 năm liền, vì sao cổ phiếu vẫn 'lang thang' vùng 18.x?, <https://nguoiquansat.vn/song-da-11-sje-loi-nhuan-tang-chat-4-nam-lien-vi-sao-co-phieu-van-lang-thang-vung-18-x-256815.html>
 14. 392/QĐ-BCT - Văn bản pháp luật, <https://eav.gov.vn/vb/vi-VN/officialDetail/Ban-hanh-Bieu-gia-chi-phi-tranh-duoc-nam-2026-ap-dung-cho-cac-nha-may-thuy-dien-nho-60-123-3532>
 15. Quy định mới về áp dụng biểu giá chi phí tránh được cho nhà máy điện năng lượng tái tạo nhỏ - Trang thông tin Hỗ trợ pháp lý cho doanh nghiệp, <https://htpldn.moj.gov.vn/Pages/chi-tiet-tin.aspx?ItemID=806&l=Bantin>
 16. Quyết định 392/QĐ-BCT 2026 ban hành Biểu giá chi phí tránh được cho nhà máy thủy điện nhỏ - LuậtVietnam, <https://luatvietnam.vn/dien-luc/quyet-dinh-392-qd-bct-2026-ban-hanh-bieu-gia-chi-phi-tranh-duoc-cho-nha-may-thuy-dien-nho-431541-d1.html>
 17. Thông tư 20/2026/TT-BCT: Sửa đổi bổ sung biểu giá chi phí tránh được cho nhà máy điện tái tạo - LuậtVietnam, <https://luatvietnam.vn/dien-luc/thong-tu-20-2026-tt-bct-sua-doi-bo-sung-bieu-gia-chi-phi-tranh-duoc-cho-nha-may-dien-tai-tao-432803-d1.html>
 18. Cập nhật cơ chế ACT cho dự án năng lượng tái tạo nhỏ theo Thông tư 20/2026/TT-BCT, <https://cnccounsel.com/an-pham/co-che-act-theo-thong-tu-20-2026>
 19. Áp dụng biểu giá mới về chi phí tránh được cho nhà máy điện năng lượng tái tạo nhỏ, <https://doanhnhancongly.vn/ap-dung-bieu-gia-moi-ve-chi-phi-tranh-duoc-cho-nha-may-dien-nang-luong-tai-tao-nho.html>
 20. Quyết định 3734/QĐ-BCT ngày 31/12/2024 Biểu giá chi phí tránh được năm 2025, <https://vbpl.ts24.com.vn/support/solutions/articles/16000205338-quy%E1%BA%B Ft-%C4%91%E1%BB%8Bnh-3734-q%C4%91-bct-ng%C3%A0y-31-12-2024-bi%E1%BB%83u-gi%C3%A1-chi-ph%C3%AD-tr%C3%A1nh-%C4%91%C6%B0%E1%B B%A3c-n%C4%83m-2025>
 21. Quy định mới về áp dụng biểu giá chi phí tránh được cho nhà máy điện năng lượng tái tạo nhỏ - Báo Chính phủ, <https://baochinhphu.vn/quy-dinh-moi-ve-ap-dung-bieu-gia-chi-phi-tranh-duoc-cho-nha-may-dien-nang-luong-tai-tao-nho-102260422172549064.htm>
 22. Năng lượng SJE nhận chuyển nhượng 65.1% vốn HPD để “chào đời” - Vietstock, <https://vietstock.vn/2024/02/nang-luong-sje-nhan-chuyen-nhuong-651-von-hpd-de-chao-doi-739-1157710.htm>
 23. Năng lượng SJE nhận chuyển nhượng 65.1% vốn HPD để “chào đời” - F247.COM, <https://f247.com/t/nang-luong-sje-nhan-chuyen-nhuong-65-1-von-hpd-de-chao-doi/747492>

24. Công ty Cổ phần Sông Đà 11 (SJE - HNX),
<https://dulieu.nguoiquansat.vn/doanh-nghiep/sje>
25. Tìm kiếm: Thủy điện Đắk Đoa - Vietstock,
<https://vietstock.vn/tag/-Th%E1%BB%A7y-%C4%91i%E1%BB%87n-%C4%90%C4%83k-%C4%90oa>
26. Giá cổ phiếu HPD - CTCP Thủy điện Đắk Đoa - Báo Mới,
<https://baomoi.com/tien-ich-upcom-index-hpd-ctcp-thuy-dien-dak-doa.epi>
27. Thuyet Minh BCKTKT Sua Hoa Đơn | PDF - Scribd,
<https://www.scribd.com/document/1007246937/thuyet-minh-bcktk-t-sua-hoa-%C4%91%C6%A1n>
28. Trúng nhiều gói thầu cung cấp thiết bị ngành than: Hiệu quả Itasco ra sao?,
<https://baodauthau.vn/trung-nhieu-goi-thau-cung-cap-thiet-bi-nganh-than-hieu-qu-a-itasco-ra-sao-post174770.html>
29. Thủy điện Nậm Ma 2A huy động vốn từ cổ phiếu để đầu tư nhà máy thủy điện - DNSE,
<https://www.dnse.com.vn/senses/tin-tuc/thuy-ien-nam-ma-2a-huy-ong-von-tu-c-o-phieu-e-au-tu-nha-may-thuy-ien-35009789>
30. Ứng Vũ Thanh - Hồ sơ lãnh đạo | VietstockFinance,
<https://finance.vietstock.vn/lanh-dao-doanh-nghiep/ung-vu-thanh/20934.htm>
31. Bùi Quang Chung - Hồ sơ lãnh đạo | VietstockFinance,
<https://finance.vietstock.vn/lanh-dao-doanh-nghiep/bui-quang-chung/23946.htm>
32. Sông Đà 11 (SJE): Lợi nhuận sụt giảm, dòng tiền kinh doanh âm trong khi nợ vay tiếp tục tăng - Báo Mới,
<https://baomoi.com/song-da-11-sje-loi-nhuan-sut-giam-dong-tien-kinh-doanh-a-m-trong-khi-no-vay-tiep-tuc-tang-c52933496.epi>
33. Cổng thông tin Tài chính, Chứng khoán ... - Tin nhanh chứng khoán,
<https://www.tinnhanhchungkhoan.vn/bcpt/mbs-nang-khuyen-nghi-doi-voi-ast-tu-kha-quan-len-mua-3487.html>
34. HPD: Công ty Công ty Cổ phần Thủy điện Đắk Đoa (UPCOM) - CafeF,
<https://cafef.vn/du-lieu/upcom/hpd-cong-ty-cong-ty-co-phan-thuy-dien-dak-do-a.chn>
35. Công ty Cổ phần Thủy điện Cần Đơn (SJD - HOSE) - Thị trường chứng khoán,
<https://dulieu.nguoiquansat.vn/doanh-nghiep/sjd>
36. Công ty Cổ phần Thủy điện Sông Ba Hạ (SBH - UPCoM) - Thị trường chứng khoán,
<https://dulieu.nguoiquansat.vn/doanh-nghiep/sbh>