

CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HDG) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND28.050

Giá mục tiêu

VND43.800

Tỷ suất cổ tức

5,35%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tập đoàn đa ngành

Ngày 01/11/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:5 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -29,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Điều chỉnh EPS 2022/23/24 lần lượt +11,3%,/ -8,5%,/+28,7%.

➢ Giảm 4,6% giá mục tiêu so với trước đó.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	61.248
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25.450
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	91.156
Thị giá vốn (tỷ VND)	6.653
Free float (%)	55
P/E trượt (x)	4,9
P/B hiện tại (x)	1,4

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Lựa chọn đáng chú ý

- Dự án Charm Villas vẫn đóng vai trò quan trọng, đảm bảo lợi nhuận (LN) ròng của công ty trong giai đoạn 2022-23.
- Mạnh năng lượng tiếp tục ghi nhận hiệu quả kinh doanh ấn tượng nhờ cả sản lượng và giá bán cao.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 43.800 đồng/cổ phiếu do giả định WACC cao hơn trong môi trường lãi suất tăng.

Mạnh năng lượng bứt phá bù đắp cho lượng bàn giao hạn chế của mảng bất động sản (BDS) trong 9 tháng đầu năm 2022 (9T22)

Trong Q3/22, HDG ghi nhận 866 tỷ đồng (+33,5% svck) doanh thu (DT) và 251 tỷ đồng LN ròng. Đáng chú ý, DT mạnh năng lượng tăng mạnh 176,6% svck và đóng góp 62% tổng DT công ty nhờ sản lượng điện tăng 154,7% svck khi (1) hiện tượng La Nina giúp các nhà máy thủy điện đạt hiệu suất vận hành cao và (2) đóng góp mới của 3 nhà máy. Trong khi đó, DT mảng BĐS lại giảm 41,5% svck do trong kỳ chỉ bàn giao 15 căn tại dự án Charm Villas so với mức cao của cùng kỳ năm trước (khi ghi nhận từ Hado Centrosa). Lũy kế 9T22, DT tăng nhẹ 2,1% svck lên 2.521 tỷ đồng và LN ròng bứt phá 53,2% svck lên 873 tỷ đồng, hoàn thành 70% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Thiếu hụt dự án BĐS quy mô lớn trong kế hoạch phát triển ngắn hạn

Tiến độ pháp lý của các dự án BĐS hiện hữu (bao gồm Green Lane & Minh Long) vẫn chưa thể hoàn tất sau một thời gian dài. Bên cạnh đó, HDG vẫn chưa công bố quỹ đất mới nào kể từ năm 2020. Trong khi phần còn lại của dự án Charm Villas được kỳ vọng sẽ được mở bán trong Q2/23 do điều kiện thị trường BĐS hiện nay không thuận lợi. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng DT mảng BĐS xuống 1.377 tỷ đồng (-11,1% svck, giảm 22,5% sv dự phóng cũ) trong năm 2023 và 919 tỷ đồng trong năm 2024.

Kết quả kinh doanh thủy điện sẽ dần hạ nhiệt sau khi La Nina kết thúc

Theo dự báo mới nhất của Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI), hiện tượng La Nina sẽ dần suy yếu cho tới đầu năm 2023, kéo theo sản lượng điện của HDG năm 2023-24 giảm lần lượt 9,0%/3,8% svck. Tuy nhiên, giá bán bình quân trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) sẽ cao hơn svck do tỷ trọng huy động từ nhiệt điện cao hơn, phần nào bù đắp sự sụt giảm sản lượng. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu mảng thủy điện sẽ giảm lần lượt 8,6%/3,3% svck xuống 1.209 tỷ đồng/1.169 tỷ đồng trong năm 2023-24.

Duy trì khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 43.800 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm 4,7% tổng dự phóng LN ròng giai đoạn 2023-24 để phản ánh chi phí vốn cao hơn và lỗ tỷ giá. Tỷ lệ đòn bẩy của HDG cũng đã được cải thiện đáng kể từ mức 1,37x cuối năm 2021 xuống chỉ còn 1,02x cuối Q3/22, điều này sẽ làm giảm rủi ro cho công ty khi lãi suất cho vay tăng. Chúng tôi giảm 4,6% giá mục tiêu do EPS 2023-24 thấp hơn và WACC cao hơn. Tiềm năng tăng giá là việc đưa vào khai thác các nhà máy năng lượng và dự án BĐS mới.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.777	3.935	3.662	3.195
Tăng trưởng DT thuần	(24,4%)	4,2%	(7,0%)	(12,8%)
Biên lợi nhuận gộp	61,4%	69,1%	67,4%	65,1%
Biên EBITDA	59,4%	80,1%	80,7%	81,5%
LN ròng (tỷ)	1.096	1.389	1.301	1.009
Tăng trưởng LN ròng	12,0%	26,6%	(6,3%)	(22,4%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	7,2%	21,9%	(7,5%)	(19,3%)
EPS cơ bản	5.584	5.677	5.318	4.126
EPS điều chỉnh	5.395	5.490	5.153	3.978
BVPS	22.070	23.941	27.630	30.035
ROAE	29,8%	27,3%	20,6%	14,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

LỰA CHỌN HẤP DẪN TRONG GIAI ĐOẠN BIẾN ĐỘNG

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích HDG nhờ:

- HDG đang thuộc top4 công ty năng lượng tái tạo niêm yết có công suất lớn nhất tại thời điểm cuối năm 2022. Do đó chúng tôi nhận thấy HDG đang hưởng lợi từ đà tăng trưởng ổn định của nhu cầu điện của Việt Nam trong các năm tới. Trong giai đoạn 2023-25, HDG đặt mục tiêu sẽ phát triển thêm 478 MW điện năng lượng tái tạo để nâng tổng công suất phát điện của công ty lên 922 MW. Với chi phí đầu tư thấp, các nhà máy điện của HDG thường xuyên đạt hiệu quả kinh doanh cao hơn so với các công ty khác trong ngành.
- HDG kỳ vọng sẽ mở bán giai đoạn 3 của dự án Charm Villas (bao gồm 130 căn còn lại, doanh thu ước tính khoảng 1.800 tỷ đồng) trong Q2/23. Dự án này dự kiến sẽ đóng góp 2.096 tỷ đồng doanh thu và 1.071 tỷ đồng LN ròng, chiếm lần lượt 30,6%/46,4% doanh thu/LN ròng công ty trong giai đoạn 2023-24. Do thiếu hụt các dự án quy mô lớn trong ngắn hạn, chúng tôi dự phóng LN ròng của HDG sẽ giảm lần lượt 6,3%/22,4% svck trong giai đoạn 2023-24.
- Đi theo sự suy giảm của thị trường chung, cổ phiếu HDG đã giảm 49,7% từ mức đỉnh hồi tháng 8/2022. Hiện tại, HDG đang giao dịch ở mức P/E 2023 là 5,4x, thấp hơn 28% so với mức trung bình 3 năm gần nhất là 7,6x. Chúng tôi tin rằng định giá của HDG đã khá hấp dẫn đối với một nhà phát triển năng lượng tái tạo quy mô lớn với năng lực đầu tư đã được chứng minh.

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 43.800 đồng/cp

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

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 43.800 đồng/cp nhằm phản ánh (1) EPS dự phóng giai đoạn 2023-24 giảm 4,7% và (2) giả định WACC của mảng BĐS và năng lượng cao hơn lần lượt 0,5 điểm %/0,8 điểm % so với dự phóng trước đó.

Hình 1: WACC mảng năng lượng

	Giá định cũ	Giá định mới
Beta	1,1	1,1
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	4,0%
Chi phí vốn	15,1%	16,1%
Chi phí vay	10,0%	11,0%
Tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	75,0%	75,0%
Thuế TNDN	15,0%	15,0%
WACC	10,2%	11,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Phương pháp định giá từng phần (SOTP)

Phương pháp định giá từng phần	tỷ đồng	Phương pháp
Bất động sản	4.037	NPV
Năng lượng	12.417	DCF
Cho thuê văn phòng, khách sạn	1.361	DCF 10 năm
Đầu tư vào công ty liên kết	3	
(+) Tiền và tương đương tiền	923	
(-) Nợ vay	6.860	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1.159	Giá trị sổ sách tại cuối Q2/22
Giá trị doanh nghiệp	10.722	
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	245	
Giá trị mỗi cp (đồng/cp)		43.836
Giá trị mỗi cp (làm tròn, đồng/cp)		43.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhằm chờ đợi những nút thắt pháp lý được giải quyết, chúng tôi tạm thời chưa đưa vào mô hình dự phóng một số dự án tiềm năng đã được HDG công bố. Các dự án này bao gồm Green Lane (Quận 8, TP.HCM), Hado Minh Long (TP.Thủ Đức, TP.HCM), Dịch Vọng Complex (Cầu Giấy, Hà Nội), Noong Tha Central Park (Lào) trong mảng BĐS, 478 MW công suất bổ sung của mảng năng lượng và dự án Alila Bảo Đại Resort của mảng cho thuê văn phòng, khách sạn. Chúng tôi kỳ vọng những dự án này sau khi hoàn thành thủ tục pháp lý và được đưa vào phát triển sẽ là động lực tăng giá cho HDG.

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

Hình 3: So sánh với các công ty cùng ngành (Dữ liệu ngày 31/10/2022)

Công ty	Mã CK	Giá	Giá	Khuyến	Vốn	P/E (x)		EPS 3	P/BV (x)		EV /	ROE (%)		D/E (%)
		hiện tại	mục tiêu			ngợi	hóa	T	2022	CAGR	hiện tại	2022	TTM	TTM
đồng đồng tỷ đồng														
Bất động sản														
CTCP ĐT KD nhà Khang Điền	KDH VN	21.750	54.800	Khả quan	15.591	12,2	10,1	10,2	1,4	1,2	23,9	11,9	22,0	61,7
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	21.650	56.000	Khả quan	8.315	11,0	6,9	6,7	1,0	0,9	35,7	9,7	13,6	34,8
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	12.950	25.000	Khả quan	7.900	9,3	3,8	NA	0,8	0,4	9,7	9,2	21,1	41,0
Trung bình					10.602	10,8	6,9	8,5	1,0	0,8	23,1	10,3	18,9	45,8
Năng lượng tái tạo														
CTCP Cơ điện lạnh	REE VN	79.300	85.500	Khả quan	28.183	10,2	11,3	1,8	1,9	1,6	12,2	20,2	15,2	63,2
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	12.400	NA	NA	3.992	10,5	12,4	4,7	1,1	1,1	13,4	9,1	9,3	183,4
Trung bình					16.088	10,3	11,9	3,3	1,5	1,3	12,8	14,7	12,3	123,3
Đa ngành														
CTCP Bamboo Capital	BCG VN	7.770	29.600	Khả quan	4.145	5,7	2,5	NA	0,6	0,6	30,8	16,0	30,1	106,7
CTCP Xây lắp điện 1	PC1 VN	20.650	NA	NA	4.856	11,9	9,1	16,0	1,0	0,9	14,3	10,5	12,7	164,1
Trung bình					4.501	8,8	5,8	16,0	0,8	0,8	22,5	13,3	21,4	135,4
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	28.050	48.300	Khả quan	6.861	4,9	5,3	19,4	1,4	1,2	9,0	34,0	27,3	114,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Mảng năng lượng bất phá bù đắp cho lượng bàn giao hạn chế của mảng BĐS trong 9T22

Hình 4: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q3/22 (tỷ đồng)

tỷ đồng	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	9T21	% svck	% sv dự phóng cả năm	Ghi chú
Doanh thu	866	649	33,5%	2.521	2.469	2,1%	68,1%	
Bất động sản	224	383	-41,5%	796	1.347	-40,9%	51,2%	Trong Q3/22, HDG đã bàn giao 15 căn tại dự án Charm Villas.
Cho thuê văn phòng, khách sạn	105	71	47,0%	260	287	-9,2%	68,1%	
Năng lượng	537	194	176,6%	1.463	699	109,4%	82,9%	Doanh thu mảng năng lượng đã tăng gấp đôi svck trong 9T22 nhờ (1) đóng góp mới của dự án điện gió 7A (vận hành thương mại trong tháng 10/2021) và 2 dự án thủy điện Sông Tranh 4 (tháng 9/2021) và Đắk Mi 2 (tháng 10/2021) và (2) giá bán điện trên thị trường cạnh tranh cao. Sản lượng điện 9T22 đạt 1.065 triệu kWh, tương đương 84,2% dự phóng cả năm của chúng tôi.
Xây dựng	-	1	NA	1	136	-99,3%	NA	
Lợi nhuận gộp	506	414	22,4%	1.631	1.335	22,2%	65,0%	
CPBH&QLDN	61	39	55,2%	129	218	-40,9%	57,7%	
EBIT	446	374	19,0%	1.502	1.116	34,6%	66,3%	
Lãi vay	128	80	60,5%	377	262	44,1%	64,9%	
Lợi nhuận trước thuế	357	298	19,6%	1.245	862	44,3%	73,2%	
Lợi nhuận sau thuế	310	248	25,1%	1.040	729	42,7%	70,4%	
Lợi nhuận ròng	251	229	9,8%	873	570	53,2%	69,9%	
Biên lợi nhuận gộp	58,5%	63,8%	-5,3 đ %	64,7%	54,1%	10,7 đ %	-3,1 đ %	
Biên EBIT	51,4%	57,7%	-6,3 đ %	59,6%	45,2%	14,4 đ %	-1,6 đ %	
% CPBH&QLDN/DT	7,0%	6,0%	1,0 đ %	5,1%	8,8%	-3,7 đ %	-0,9 đ %	
Biên lợi nhuận ròng	29,0%	35,3%	-6,3 đ %	34,6%	23,1%	11,5 đ %	0,9 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mảng BĐS: thiếu hụt dự án quy mô lớn trong kế hoạch phát triển ngắn hạn

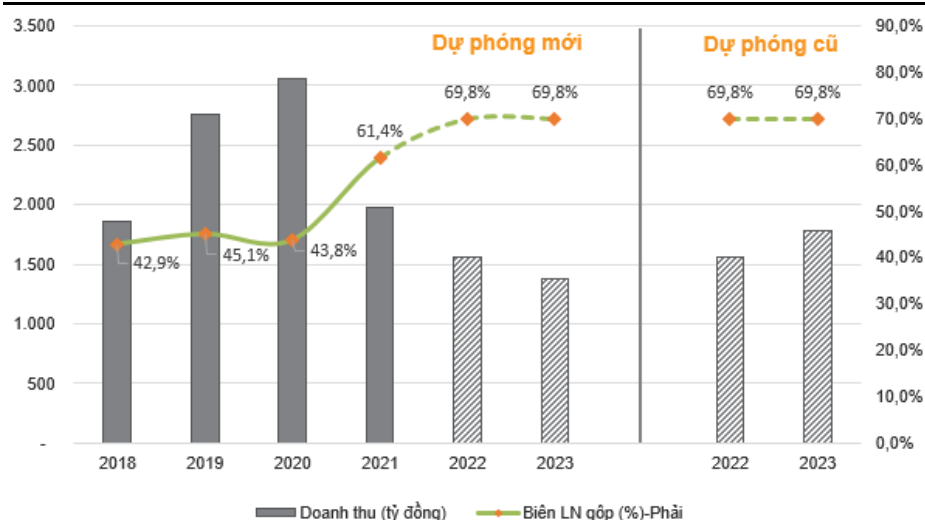
Kế hoạch mở bán giai đoạn 3 của dự án Charm Villas tiếp tục bị trì hoãn tới Q2/23

Sau 2 lần mở bán vào tháng 12/2020 và tháng 1/2021, HDG đã bán 240 căn tại dự án Charm Villas với tỷ lệ hấp thu 94% chỉ sau 2 ngày mở bán. Tuy nhiên, kế hoạch mở bán lần 3 đã liên tục bị trì hoãn. Chúng tôi tin rằng điều kiện thị trường không thuận lợi là nguyên nhân chính cho sự trì hoãn này. Nhu cầu BĐS đang gặp nhiều thách thức hơn trong nửa cuối năm 2022 do lạm phát, lãi suất mua nhà tăng và room tín dụng hạn chế. Theo ban lãnh đạo HDG, kế hoạch mở bán giai đoạn 3 của Charm Villas sẽ lùi sang Q2/23.

Trong 9T22, HDG đã bàn giao 68 căn tại Charm Villas với tổng doanh thu là 796 tỷ đồng. Chúng tôi tiếp tục duy trì dự phóng doanh thu mảng BĐS năm 2022 là 1.556 tỷ đồng (-21,2% svck). Trong năm 2023, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu 19,6% so với dự phóng trước đó xuống 1.377 tỷ đồng (-11,5% svck) do giai đoạn 3 của Charm Villas mở bán chậm hơn kỳ vọng. Doanh thu mảng BĐS của HDG giai đoạn 2022-23 sẽ đến chủ yếu từ việc bàn giao 102/122 căn từ dự án Charm Villas.

Chúng tôi lưu ý rằng DT trung bình căn của năm 2023 thấp hơn do các dự án biệt thự có giá trị cao hầu như đã được bàn giao trong năm 2021-22. Biên LN gộp mảng BĐS năm 2022-23 được kỳ vọng sẽ tăng 8,4 điểm % so với năm 2021 nhờ dự án Charm Villas có biên LN gộp cao hơn 17,9 điểm % so với dự án Hado Centrosa (đã được bàn giao hết từ nửa đầu năm 2021). Biên LN gộp cao của Charm Villas đến từ việc (1) giá bán trung bình tăng và (2) chi phí quyền sử dụng đất thấp do dự án đã được phát triển từ năm 2008, những yếu tố này đã bù đắp cho chi phí xây dựng cao hơn tại dự án trong năm 2021-23.

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



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi nhận thấy mảng BĐS sẽ không có dự án lớn trong ngắn hạn

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

Trong nửa cuối năm 2023, công ty có kế hoạch mở bán 2 dự án tại TP.HCM là Green Lane (quận 8) và Hado Minh Long (TP.Thủ Đức). Tuy nhiên, do thủ tục pháp lý của các dự án trên vẫn chưa hoàn thành, chúng tôi tạm thời chưa bổ sung các dự án này vào mô hình dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023-24.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng những căn cuối cùng tại dự án Charm Villas sẽ được bàn giao trong năm 2024. Do đó, nếu tiến độ tại các dự án mới không được đẩy nhanh, mảng BĐS của HDG sẽ suy giảm đáng kể và chỉ đạt 919 tỷ đồng (-33,3% svck) trong năm 2024.

Hình 6: Dự án Green Lane



- Năm 2018, HDG đã đầu tư 240 tỷ đồng để mua lại 99% cổ phần của CTCP Đầu tư BĐS Bình An Riverside – công ty sở hữu dự án này.
- Địa điểm: Đường Phan Thế Hiển, quận 8, TP.HCM
- Tổng diện tích: 2,3 ha
- Sản phẩm: 3 tháp với 1.231 căn hộ chung cư
- Tình trạng: đất sạch, chuẩn bị xây dựng
- Thời điểm mở bán: Quý 4/2023
- GDV: 2.200 tỷ đồng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Dự án Hado Minh Long



- Năm 2019, HDG đã đầu tư 490 tỷ đồng để mua lại 99,97% cổ phần của CT TNHH Mua bán nợ Minh Long Sài Gòn – công ty sở hữu dự án này.
- Địa điểm: Linh Trung, TP.Thủ Đức, TP.HCM
- Tổng diện tích: 2,7 ha
- Sản phẩm: 60 căn nhà phố, 20 căn shophouse, 920 căn hộ chung cư
- Tình trạng: đất sạch, chuẩn bị xây dựng
- Thời điểm mở bán: Quý 4/2023
- GDV: 2.700 tỷ đồng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

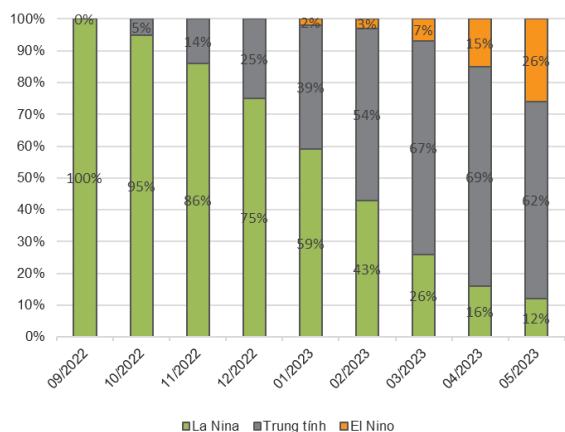
Năng lượng tái tạo: LN ròng giai đoạn 2023-24 sẽ giảm dần từ mức cao của năm 2022

Doanh thu mảng năng lượng sẽ tăng 56,5% svck trong năm 2022 trước khi giảm nhẹ 5,6% svck ở năm tiếp theo

Theo số liệu của Viện Khoa học Khí tượng Thủy văn và Biến đổi khí hậu, Việt Nam đã ghi nhận điều kiện thủy văn rất thuận lợi trong 9T22. Nhờ vậy, sản lượng từ các nhà máy thủy điện của HDG cũng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 149% svck lên 1.065 triệu kWh trong 9T22, tương đương 84,2% dự báo cả năm của chúng tôi. Bên cạnh đó, dự báo mới nhất của Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI) cho thấy hiện tượng La Nina sẽ được duy trì cho tới tháng 1/2023 và sau đó dần chuyển sang trạng thái trung tính với xác suất khoảng 54% từ tháng 2/2023, lâu hơn dự phóng trước đó của chúng tôi là tháng 5/2022. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng sản lượng điện năm 2022-23 lên lần lượt 1.342/1.221 triệu kWh (+48,8%/-9,0% svck), cao hơn 10,7%/5,3% so với dự báo trước đó.

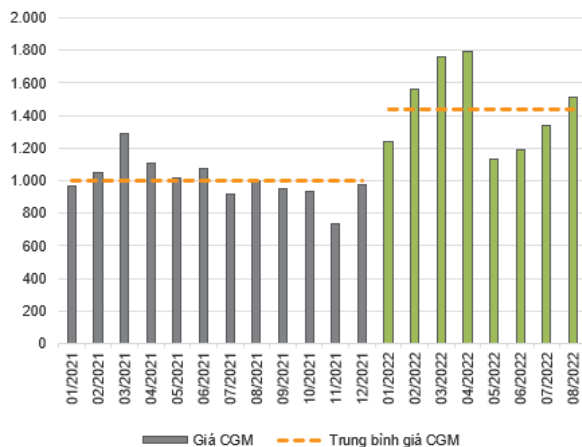
Trung bình giá bán điện trên CGM 8T22 đạt 1.442 đồng/kWh (+37,1% svck). Với những triển vọng tích cực về nhu cầu điện dự báo tăng mạnh, cũng như sản lượng nhiệt điện cao hơn huy động trên thị trường phát điện cạnh tranh, chúng tôi cho rằng điều này sẽ làm tăng nền giá của thủy điện trên thị trường điện. Do đó, chúng tôi giả định giá bán thủy điện bình quân trong năm 2022 sẽ tăng 12% svck từ mức chỉ 8% trong dự báo trước đó. Từ năm 2023, giá bán điện bình quân sẽ tăng nhẹ 2% mỗi năm để phản ánh yếu tố trượt giá.

Hình 8: Hiện tượng La Niña (mưa nhiều) được dự đoán sẽ xảy ra trong Q4/22



Nguồn: VIỆN NGHIÊN CỨU QUỐC TẾ KHÍ HẬU VÀ XÃ HỘI (IRI)
(cập nhật tháng 10/2022)

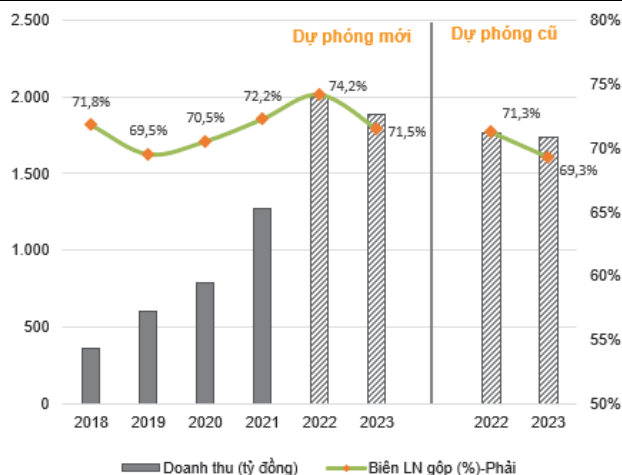
Hình 9: Giá bán điện trên CGM tăng 37,1% svck trong năm 8T22 (Đơn vị: đồng/kWh)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GENCO3

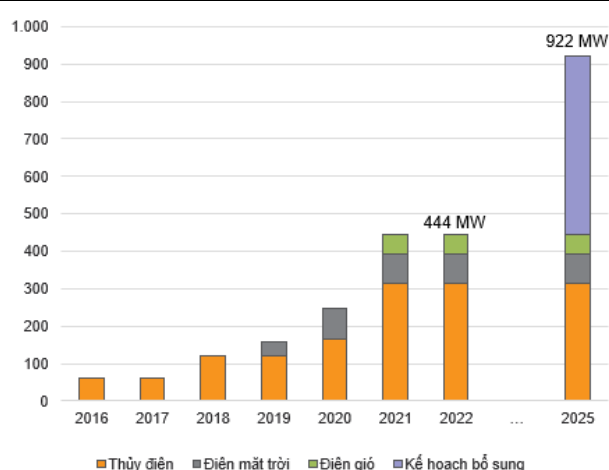
Kết quả là chúng tôi tăng dự phóng doanh thu năng lượng của HDG năm 2022-23 thêm lần lượt 13,1%-8,7% lên 1.997-1.886 tỷ đồng (+56,5%/-5,6% svck) phản ánh cả sản lượng và giá bán điện cao hơn. Doanh thu cao hơn cũng sẽ giúp cải thiện biên LN gộp năm 2022-23 lên 74,2%/71,5%, cao hơn 2,9/2,2 điểm % so với dự phóng trước đó.

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



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Công suất thiết kế của năng lượng HDG (MW)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

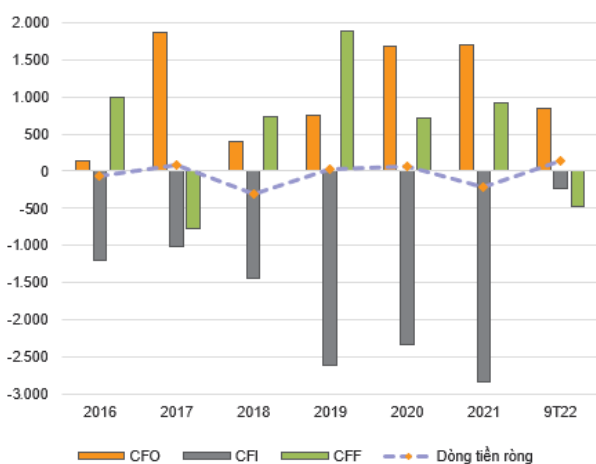
HDG đang chờ đợi phê duyệt của Quy hoạch điện 8 (QHĐ 8) để thực hiện kế hoạch tăng gấp đôi công suất điện vào năm 2025. Dự kiến sau khi QHĐ 8 được thông qua, HDG sẽ phát triển 2 dự án điện gió là Phước Hữu (50 MW) và Ea H'leo (20 MW) – những dự án đã được bổ sung vào dự thảo QHĐ 8. Công ty cũng đang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

Chúng tôi chưa bổ sung các dự án năng lượng mà HDG dự kiến đưa vào khai thác sau năm 2022 vào mô hình dự phóng, do chúng tôi tin rằng việc thực hiện của các dự án này sẽ phụ thuộc nhiều vào mức giá FIT dành cho các dự án năng lượng tái tạo trong tương lai.

Liên tục giảm tỷ lệ đòn bẩy giúp hạn chế bớt rủi ro từ lãi suất tăng

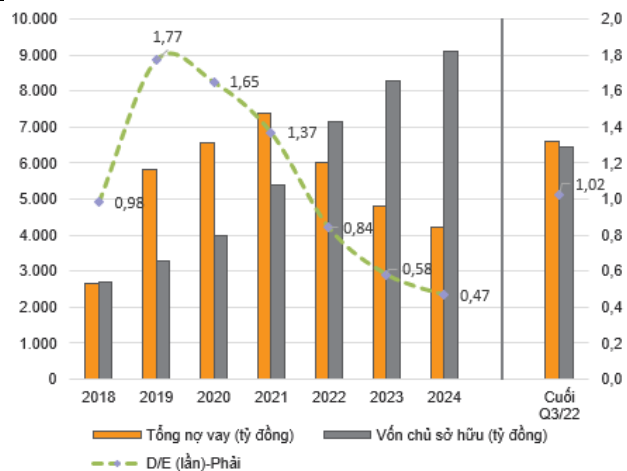
Kể từ thời điểm LN ròng tăng trưởng mạnh từ 2018 và các khoản đầu tư lớn giảm dần từ cuối năm 2021, tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E) của HDG đã giảm từ mức 1,77x cuối năm 2019 xuống chỉ còn 1,02x cuối Q3/22.

Hình 12: Dòng tiền của HDG (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: Tỷ lệ D/E được dự phóng sẽ tiếp tục giảm trong giai đoạn 2023-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tại thời điểm cuối tháng 6/2022, nợ vay của HDG chủ yếu được tài trợ bởi các khoản vay lãi suất thả nổi (Hình 14). Do đó, công ty sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong giai đoạn lãi suất cao. Kết quả là chúng tôi điều chỉnh tăng 2,8%-4,4% dự phóng chi phí lãi vay của HDG trong năm 2022-23 lên 597-516 tỷ đồng. Công ty hiện chỉ có duy nhất khoản nợ vay 684 tỷ đồng bằng ngoại tệ (vay bằng Euro), chiếm 12% tổng nợ vay cuối Q2/22 do đó rủi ro tỷ giá là không đáng ngại.

Hình 14: Các khoản nợ vay dài hạn của HDG tại cuối Q2/22

Tổ chức tài chính	Dự án	Dư nợ hiện tại (tỷ đồng)	Năm đáo hạn	Lãi suất	Đơn vị tiền tệ
Shinhan	IBIS Hotel	126	2026 thả nổi + 2,3%		VND
Vietcombank	Hồng Phong 4	443	2030 thả nổi + 2,8%		VND
CTCP Đầu tư An Lạc		394	2030 thả nổi + 2,6%		VND
BIDV	Đắc Mi 2	2.286	2032 thả nổi + 2,8%		VND
BIDV	Sông Tranh 4	968	2033 thả nổi + 2,8%		VND
Landesbank Baden Bank		684	2033 thả nổi + 0,75%		EUR
BIDV	7A	38	2034 thả nổi + 2,8%		VND
Khác		1.147			VND
Tổng		6.086			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi điều chỉnh giảm 8,5% dự phóng LN ròng năm 2023

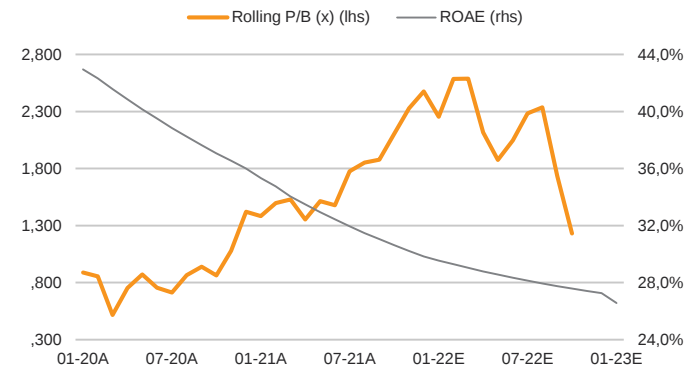
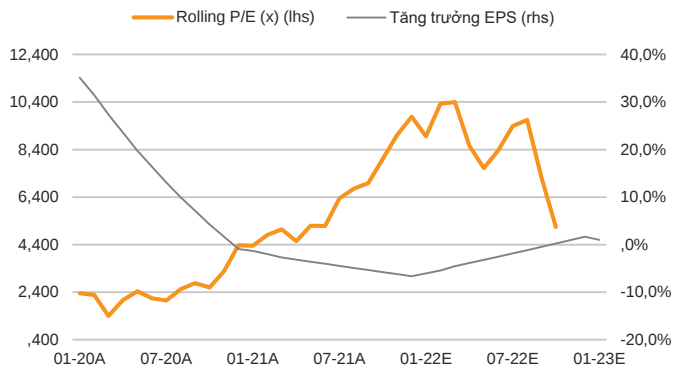
Điều chỉnh dự phóng của chúng tôi phản ánh (1) tiến độ mở bán và ghi nhận chậm hơn của Charm Villas giai đoạn 3 và (2) chi phí lãi vay cao hơn bất chấp sản lượng và giá bán điện cao hơn trong năm 2023.

Hình 15: Tóm tắt thay đổi dự phóng 2022-24 (tỷ đồng)

tỷ đồng	Dự phóng cũ			Dự phóng mới			% Δ thay đổi			Ghi chú
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Doanh thu	3.704	3.910	2.864	3.935	3.662	3.195	6,3%	-6,3%	11,6%	
Bất động sản	1.556	1.776	679	1.556	1.377	919	0,0%	-22,5%	35,3%	
Cho thuê văn phòng, khách sạn	382	399	417	382	399	417	0,0%	0,0%	0,0%	
Năng lượng	1.765	1.734	1.768	1.997	1.886	1.859	13,1%	8,7%	5,2%	
Lợi nhuận gộp	2.510	2.615	1.830	2.718	2.469	2.078	8,3%	-5,6%	13,6%	
CPBH&QLDN	224	229	176	239	220	194	6,7%	-3,9%	10,0%	
EBIT	2.265	2.363	1.637	2.457	2.212	1.852	8,5%	-6,4%	13,2%	
Lãi vay	580	494	415	597	516	425	2,8%	4,4%	2,2%	
Lợi nhuận trước thuế	1.700	1.908	1.258	1.875	1.731	1.469	10,3%	-9,3%	16,8%	
Lợi nhuận sau thuế	1.478	1.661	1.042	1.638	1.516	1.223	10,9%	-8,7%	17,4%	
Lợi nhuận ròng	1.248	1.422	784	1.389	1.301	1.009	11,3%	-8,5%	28,7%	Chúng tôi tăng dự phóng lợi ích cổ đông thiếu số năm 2022-23 lần lượt 10,1%/16,9% chủ yếu do đóng góp lớn hơn của mảng năng lượng vào lợi nhuận sau thuế công ty. HDG chỉ sở hữu 52% cổ phần tại CTCP Za Hưng (công ty sở hữu 3 nhà máy thủy điện là Za Hưng, Nậm Pông và Nhan Hạc) và 83% cổ phần tại CTCP Hà Đô Bình Thuận (điện mặt trời Hồng Phong 4).
Biên lợi nhuận gộp	67,8%	66,9%	63,9%	69,1%	67,4%	65,1%	1,3 đ %	0,5 đ %	1,2 đ %	
Bất động sản	68,9%	68,9%	61,1%	68,9%	68,9%	62,6%	0,0 đ %	0,0 đ %	1,5 đ %	
Cho thuê văn phòng, khách sạn	43,3%	43,3%	43,3%	43,3%	43,3%	43,3%	0,0 đ %	0,0 đ %	0,0 đ %	
Năng lượng	71,3%	69,3%	69,8%	74,2%	71,5%	71,2%	2,9 đ %	2,2 đ %	1,3 đ %	
Biên EBIT	61,2%	60,5%	57,1%	62,4%	60,4%	58,0%	1,3 đ %	0,0 đ %	0,8 đ %	
% CPBH&QLDN/DT	6,6%	4,8%	6,2%	6,1%	6,0%	6,1%	-0,6 đ %	1,3 đ %	-0,1 đ %	
Biên lợi nhuận ròng	37,0%	29,5%	27,4%	35,3%	35,5%	31,6%	-1,7 đ %	6,0 đ %	4,2 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	3.935	3.662	3.195
Giá vốn hàng bán	(1.217)	(1.192)	(1.116)
Chi phí quản lý DN	(132)	(122)	(128)
Chi phí bán hàng	(107)	(98)	(66)
LN hoạt động thuần	2.480	2.249	1.884
EBITDA thuần	3.162	2.958	2.593
Chi phí khấu hao	(682)	(709)	(709)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.480	2.249	1.884
Thu nhập lãi	23	43	48
Chi phí tài chính	(636)	(568)	(470)
Thu nhập ròng khác	8	7	6
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.875	1.731	1.469
Thuế	(236)	(216)	(246)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(250)	(215)	(214)
LN ròng	1.389	1.301	1.009
Thu nhập trên vốn	1.389	1.301	1.009
Cổ tức phổ thông	(367)	(367)	(367)
LN giữ lại	1.022	934	642

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	292	1.547	3.053
Đầu tư ngắn hạn	680	680	680
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.049	1.505	1.138
Hàng tồn kho	2.352	1.024	300
Các tài sản ngắn hạn khác	134	125	109
Tổng tài sản ngắn hạn	5.507	4.880	5.280
Tài sản cố định	10.460	10.014	9.619
Tổng đầu tư	3	3	3
Tài sản dài hạn khác	166	154	134
Tổng tài sản	16.136	15.052	15.036
Vay & nợ ngắn hạn	784	200	100
Phải trả người bán	278	280	263
Nợ ngắn hạn khác	2.549	1.575	1.361
Tổng nợ ngắn hạn	3.611	2.055	1.724
Vay & nợ dài hạn	5.239	4.601	4.130
Các khoản phải trả khác	123	116	101
Vốn điều lệ và	2.446	2.446	2.446
LN giữ lại	2.955	3.889	4.532
Vốn chủ sở hữu	5.856	6.758	7.347
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.306	1.521	1.735
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	16.136	15.052	15.036

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
LN trước thuế	1.875	1.731	1.469
Khấu hao	687	714	714
Thuế đã nộp	(236)	(216)	(246)
Các khoản điều chỉnh khác	738	(177)	(225)
Thay đổi VLĐ	(1.567)	954	896
LC tiền thuần HKKD	1.496	3.007	2.608
Đầu tư TSCĐ	(205)	(170)	(170)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	8	7	6
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(197)	(163)	(164)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	482	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(1.352)	(1.222)	(571)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(367)	(367)	(367)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(367)	(367)	(367)
LC tiền thuần HĐTC	(1.237)	(1.589)	(938)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	230	292	1.547
LC tiền thuần trong năm	62	1.255	1.506
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	292	1.547	3.053

Các chỉ số cơ bản

	12-22E	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	35,3%	35,5%	31,6%
Vòng quay TS	0,25	0,23	0,21
ROAA	8,7%	8,3%	6,7%
Đòn bẩy tài chính	3,14	2,47	2,13
ROAE	27,3%	20,6%	14,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	190,0	150,0	130,4
Số ngày nắm giữ HTK	705,4	313,3	98,4
Số ngày phải trả tiền bán	83,4	85,8	86,1
Vòng quay TSCĐ	0,36	0,36	0,33
ROIC	10,5%	9,9%	7,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,5	2,4	3,1
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	1,9	2,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	1,1	2,2
Vòng quay tiền	811,9	377,5	142,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	4,2%	(7,0%)	(12,8%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	25,2%	(9,3%)	(16,2%)
Tăng trưởng LN ròng	26,6%	(6,3%)	(22,4%)
Tăng trưởng EPS	1,7%	(6,3%)	(22,4%)

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

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

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

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích

Email: trung.tranba@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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