

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG)

TRUNG LẬP (từ KHẢ QUAN)

Điện

Giá hiện tại	VND31.800
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND32.450/VND21.977
Giá mục tiêu	VND35.700
Giá mục tiêu trước đó	VND33.700
Consensus	9,6%
Tiềm năng tăng giá	12,3%
Tỷ suất cổ tức	1,6%
Tổng tỷ suất sinh lời	13,9%

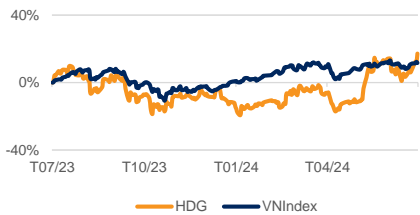
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	363,3
GTGDQBQ 3 tháng (tr USD)	5,9
Sở hữu NN (tr USD)	110,0
Số CP lưu hành (tr)	336,3
Số CP sau pha loãng (tr)	336,3

	HDG	Ngành	VNI
P/E trượt	18,3x	40,3x	14,6x
P/B hiện tại	1,7x	1,4x	1,8x
ROA	4,4%	3,6%	2,2%
ROE	8,4%	6,5%	12,0%

*dữ liệu ngày 11/07/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
HDG	2,7%	24,8%	17,8%
VNIndex	-0,4%	2,2%	11,9%

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 Việt Minh Tú

tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

Thủy điện vào mùa

- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP với tiềm năng tăng giá 12,3% và tỷ suất cổ tức 1,6%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 5,8% so với báo cáo trước. Trong cùng thời gian, giá cổ phiếu đã tăng mạnh 19,8%.
- Giá mục tiêu cao hơn do chúng tôi tăng dự phóng EPS trong hai năm 2024-25, đồng thời giảm nhẹ giả định WACC.
- P/E trượt ở mức 18,3, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành 40,3, phản ánh một phần kỳ vọng tăng trưởng LN ròng 67,8% trong năm 2024.

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng Q1/24 giảm 26,9% svck, xuống còn 221 tỷ đồng do các nhà thủy điện được yêu cầu tích trữ nước, dẫn đến KQKD trong kỳ kém.
- Chúng tôi dự báo LN ròng sẽ tăng trưởng 67,8%/13,3% svck trong giai đoạn 2024-25, chủ yếu nhờ vào việc mở bán dự án Charm Villa giai đoạn 3 và sự phục hồi của mảng thủy điện.

Luận điểm đầu tư

Mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3 hỗ trợ tăng trưởng LN ròng 2024-25

Việc mở bán giai đoạn cuối của Charm Villa đã bị lùi lại do điều kiện thị trường không thuận lợi trong giai đoạn 2022-23. HDG muốn nắm bắt tiềm năng giá bán cao hơn khi thị trường BĐS ấm lên. Chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ bán giao các căn hộ còn lại của Charm Villas trong nửa cuối năm 2024 và 2025, hỗ trợ doanh thu BĐS tăng 314% trong 2024 lên 1.170 tỷ đồng và tăng 4,8% trong 2025 lên 1.230 tỷ đồng.

Mảng thủy điện sẽ phục hồi từ nửa cuối 2024 nhờ pha La Nina quay lại sớm

Chúng tôi kỳ vọng La Nina trở lại vào nửa cuối 2024 sẽ là yếu tố then chốt thúc đẩy tăng trưởng thủy điện trong giai đoạn 2024/25. Chúng tôi dự phóng doanh thu thủy điện 2024-25 sẽ tăng 5,2%/8,7% lên 1.400 tỷ đồng/1.500 tỷ đồng. Dù kỳ vọng La Nina trở lại vào nửa cuối năm nay sẽ thúc đẩy sản lượng thủy điện, giá bán bình quân thủy điện năm 2024 lại giảm nhẹ do tỷ lệ alpha cao hơn (hạn chế doanh thu các nhà máy thủy điện trên thị trường cạnh tranh).

Hồng Phong 4 vẫn hoạt động bình thường

Thanh tra Chính phủ phát hiện vi phạm tại nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 của Hà Đô. Hồng Phong 4 vi phạm xây dựng trên đất dự trữ khoáng sản, dẫn đến nguy cơ điều chỉnh giá bán điện. Hiện nhà máy điện mặt trời hiện đang hoạt động bình thường, chúng tôi sẽ theo sát diễn biến để đánh giá đầy đủ các tác động.

Tài chính lành mạnh, tuy nhiên cần nhanh chóng giải quyết pháp lý cho các dự án hiện tại để tăng trưởng

HDG không còn nợ dài hạn ngoài các khoản vay để tài trợ cho các nhà máy điện. Tập đoàn thậm chí đã đàm phán thành công việc hạ biên độ lãi suất trên một số khoản vay lớn. Tình hình tài chính lành mạnh, cùng với quỹ đất dồi dào, tạo nền tảng vững chắc cho sự phát triển dài hạn của HDG. Một khi các rào cản pháp lý liên quan đến những dự án hiện tại được tháo gỡ, quỹ đất của HDG sẽ hứa hẹn mang đến nhiều cơ hội phát triển tiềm năng.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	-19,5%	27,2%	4,7%	-33,9%
Tăng trưởng LN ròng	-35,1%	67,8%	13,6%	-41,6%
Biên LN gộp	59,5%	61,4%	63,7%	60,7%
Biên LN ròng	24,7%	32,6%	35,3%	31,2%
P/E (lần)	12,8	7,4	6,5	11,2
P/B (lần)	1,4	1,1	1,0	0,9
ROE	12,6%	17,9%	16,9%	8,8%
Nợ ròng/VCSH (%)	79,7%	14,8%	-11,2%	-15,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Dự phóng năm 2026 chưa tính đến các dự án tiềm năng do thông tin chi tiết còn hạn chế

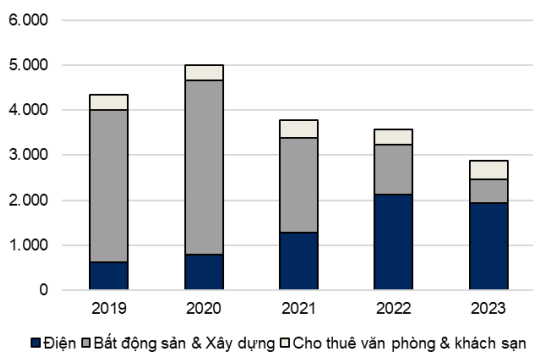
Tổng quan doanh nghiệp

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: Lợi nhuận HDG giảm do mảng thủy điện gặp khó khăn – [Phù hợp với dự phóng]

Hình 3: Tóm tắt KQKD Q1/24

tỷ đồng	Q1/24	Q1/23	% so với cùng kỳ	Q4/23	% so với quý trước	so với dự phóng cả năm
Doanh thu	848	956	-11,3%	862	-1,6%	23%
Bất động sản	319	312	2,2%	99	223,6%	27%
Điện	414	543	-23,8%	643	-35,7%	21%
Cho thuê & dịch vụ khách sạn	115	101	14,3%	117	-1,8%	26%
LN gộp	438	575	-23,9%	586	-25,2%	19%
Bất động sản	121	127	-4,5%	42	187,7%	19%
Điện	266	398	-33,2%	486	-45,4%	18%
Cho thuê & dịch vụ khách sạn	51	51	0,1%	60	-14,0%	26%
Chi phí BH&QLDH	34	37	-7,7%	51	-34,2%	15%
Chi phí tài chính ròng	83	143	-41,7%	142	-41,4%	24%
LN trước thuế	319	399	-20,0%	403	-20,9%	19%
LN ròng	221	303	-26,9%	289	-23,4%	18%
Biên LN gộp	51,7%	60,2%	-8,5 điểm %	68,0%	-16,3 điểm %	
Biên LN ròng	26,1%	31,7%	-5,6 điểm %	33,5%	-7,4 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

EI Nino ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng thủy điện Q1/24

KQKD mảng điện Q1/24 bị ảnh hưởng đáng kể bởi EI Nino. Doanh thu điện giảm 23,8% svck xuống 414 tỷ đồng, đồng thời LN gộp giảm 33,2% svck xuống 266 tỷ đồng. Các nhà máy thủy điện gặp khó khăn trong Q1 do 1) pha EI Nino khiến lưu lượng nước về hồ chứa thấp và 2) các nhà máy buộc phải hoạt động với công suất thấp để tiết kiệm nước cho mùa tiêu thụ điện cao điểm sắp tới. Do đó, sản lượng thủy điện Q1/24 ghi nhận thấp như dự báo. Chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục trong nửa cuối năm nay với sự trở lại của pha La Nina.

Doanh thu bất động sản Q1/24 đi ngang

Doanh thu mảng bất động sản dân cư Q1/24 không thay đổi svck, đạt 319 tỷ đồng do ghi nhận doanh thu từ các dự án đã bán trước đó. Biên LN gộp của mảng này giảm nhẹ 2,7 điểm % svck xuống 37,9%. Chúng tôi kỳ vọng Charm Villas giai đoạn 3 sẽ mở bán vào nửa cuối năm 2024 và thúc đẩy tăng trưởng LN của HDG trong giai đoạn 2024-2025.

Chi phí tài chính ròng Q1/24 giảm, hỗ trợ LN ròng

Chi phí tài chính ròng Q1/24 giảm 41,7% svck xuống 83 tỷ đồng do chi phí lãi vay giảm (giảm 27,9% svck xuống 94,3 tỷ đồng) và doanh thu tài chính tăng gấp đôi svck lên 13,2 tỷ đồng.

KQKD Q1/24 phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Nhìn chung, doanh thu Q1/24 giảm 11,3% svck xuống 848 tỷ đồng và LN ròng Q1/24 giảm 26,9% svck xuống 221 tỷ đồng do KQKD thấp của mảng thủy điện. Kết quả LN ròng phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi, hoàn thành 18% dự phóng cả năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng mảng thủy điện sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2024 khi pha La Nina quay trở lại và dự án Charm Villas giai đoạn 3 mở bán, giúp thúc đẩy tăng trưởng LN.

Hình 4: Phân tích bảng cân đối kế toán

	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	438	494	855	633	925
Số ngày phải thu	110	159	187	123	134
Số ngày tồn kho	1.186	1.405	1.899	1.412	882
Số ngày phải trả	136	119	146	108	61
Chi phí đầu tư tài sản cố định	9	79	-42	44	6
Khấu hao	115	141	114	130	129
Tài sản cố định	9.035	8.870	8.820	8.811	8.714
Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	79%	75%	68%	66%	59%
Tỷ lệ bao phủ lãi vay	4,1	1,9	1,9	4,8	4,3
Chỉ số khả năng trả nợ	0,8	0,3	0,3	0,9	0,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sức khỏe tài chính của HDG đang rất tích cực. Số ngày phải trả đã giảm một nửa svck trong Q1/24. Nhờ vậy, dự trữ tiền mặt của tập đoàn tăng gấp đôi, cải thiện đáng kể tính thanh khoản. Sự tích cực này còn phản ánh ở tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu giảm từ 80% xuống 60% trong Q1/24. Ngoài ra, EBIT Q1/24 gần gấp 4,3 lần chi phí lãi vay, cho thấy HDG có đủ dòng tiền để trả các khoản lãi đến hạn.

Triển vọng năm 2024-25: Mở bán dự án Charm Villas kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng mảng Bất động sản

Hình 5: Điều chỉnh dự phòng năm 2024/25

tỷ đồng	Cũ		Mới		% thay đổi		Nhận xét	
	2023	2024	2025	2024	2025	2024		2025
Doanh thu	2.889	3.615	3.777	3.664	3.837	1,4%	1,6%	
% svck	-19%	25%	4%	27%	5%	0,0%	0,0%	
Bất động sản	282	1.172	1.229	1.172	1.229	0,0%	0,0%	
Điện	1.939	1.995	2.076	2.028	2.113	1,6%	1,8%	
Thủy điện	1.339	1.376	1.484	1.409	1.531	2,4%	3,2%	Chúng tôi tăng sản lượng thủy điện khi thấy La Nina quay trở lại sớm trong nửa cuối năm 2024.
NLTT	596	619	592	619	582	0,0%	-1,8%	Tổng sản lượng điện gió và mặt trời giảm nhẹ, trong khi giá bán bình quân tăng do đồng USD tăng giá.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	437	435	459	448	472	3,1%	2,9%	Chúng tôi tăng doanh thu khách sạn và cho thuê văn phòng thêm 3,1%/2,9% để phản ánh kết quả Quý 1 năm 24
LN gộp	1.723	2.281	2.477	2.248	2.444	-1,4%	-1,3%	
Biến LN gộp	60%	63%	66%	61%	64%	0,0%	0,0%	
Bất động sản	158	638	745	638	745	0,0%	0,0%	
Điện	1.332	1.409	1.495	1.411	1.488	0,1%	-0,5%	
Cho thuê văn phòng & khách sạn	210	194	204	199	211	2,9%	3,3%	
Chi phí BH&QLDN	179	225	238	229	243	1,7%	2,0%	
EBIT	1.454	2.020	2.215	1.983	2.178	-1,8%	-1,7%	
Chi phí tài chính ròng	449	364	298	353	292	-2,9%	-1,9%	Chúng tôi giảm chi phí tài chính ròng để phản ánh việc HDG đàm phán thành công giảm biên lãi suất của các khoản vay Đắk Mi 2 và Sông Tranh 4, đồng thời giảm chi phí bảo lãnh từ 1,5% xuống còn 1% cho dư nợ vay của nhà máy điện gió 7A
LN ròng	712	1.179	1.336	1.194	1.356	1,3%	1,5%	
% svck	-35%	66%	13%	68%	14%	0,0%	0,0%	
EPS (đ/cp)	2.142	3.675	4.151	3.721	4.214	1,3%	1,5%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng bất động sản: HDG hoãn mở bán Charm Villas giai đoạn 3

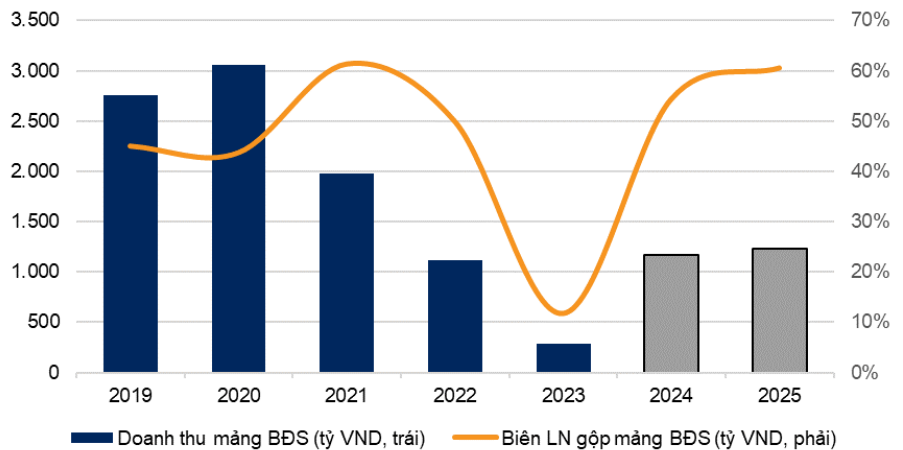
Sau 2 lần mở bán vào tháng 12/2020 và tháng 1/2021, HDG đã bán 240 căn tại dự án Charm Villas với tỷ lệ hấp thu 94% chỉ sau 2 ngày mở bán. Tuy nhiên, kế hoạch mở bán lần 3 đã liên tục bị trì hoãn bởi thị trường BĐS không thuận lợi trong giai đoạn 2022-23. Dù dự án đã hoàn thành phần ngoài nhưng HDG vẫn quyết định trì hoãn, đợi mức giá tốt hơn khi thị trường bất động sản dần ấm lên. Mức giá cao của dự án An Lạc Green Symphony gần đó (140-160 triệu đồng/m²) càng cho thấy HDG đang chọn thời điểm vàng để mở bán.

HDG dự kiến sẽ mở bán và bàn giao các căn còn lại tại Charm Villas trong nửa cuối năm 2024-2025, đón đầu làn sóng bất động sản phục hồi do: 1) mặt bằng lãi suất giảm; 2) Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực sớm hơn dự kiến, hỗ trợ tâm lý thị trường và 3) Chính quyền địa phương đang nỗ lực giải quyết các rào cản pháp lý cản trở các dự án bất động sản.

KQKD năm 2023 của HDG không đạt kỳ vọng khi chỉ có 24 căn được bàn giao tại Charm Villa và doanh thu BĐS đạt 282 tỷ đồng, thấp hơn đáng kể so với kế hoạch bàn giao 105 căn. Tuy nhiên, sự thiếu hụt này dự kiến sẽ được bù đắp vào năm 2024 và 2025, với doanh thu BĐS dự phóng lần lượt đạt 1.172 tỷ đồng (+314% svck) và 1.229 tỷ đồng (+4,8% svck). Mức tăng đáng kể so với mức nền thấp của năm 2023 là nhờ Giai đoạn 3 của Charm Villas dự kiến ra mắt trong nửa cuối năm 2024 với giá tương tự như giai đoạn 2. Trong suốt giai đoạn 2024-25, doanh thu BĐS của HDG sẽ chủ yếu đến từ việc bàn giao 64/52 căn còn lại tại Charm Villa, đóng góp 28/30% tổng LN gộp và là động lực tăng trưởng LN chính của tập đoàn.

Từ Q2/2024 trở đi, HDG sẽ chỉ ghi nhận doanh thu bất động sản khi mở bán dự án Charm villa giai đoạn 3.

Hình 6: Dự phóng kết quả kinh doanh bất động sản nhà ở của HDG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Green Lane (Quận 8, TP.HCM) và Hado Minh Long (TP. Thủ Đức, TP.HCM) vẫn chưa hoàn tất thủ tục pháp lý. Như vậy, sau khi bán hết dự án Charm Villas, mảng bất động sản nhà ở của HDG sẽ gặp khó khăn do thiếu dự án triển vọng sắp triển khai.

Hình 7: Các dự án dự kiến của HDG

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích (m2)	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 Giáo dục 1	Cát Bi, Hai Phòng	N/A	100%	8.621						
	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	Hai Bà Trưng, HN	Không gian thương mại/văn phòng	100%	N/A						
Allia Bảo Đại	Nha Trang, Khánh Hòa	- 5 villa bảo tồn - 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						

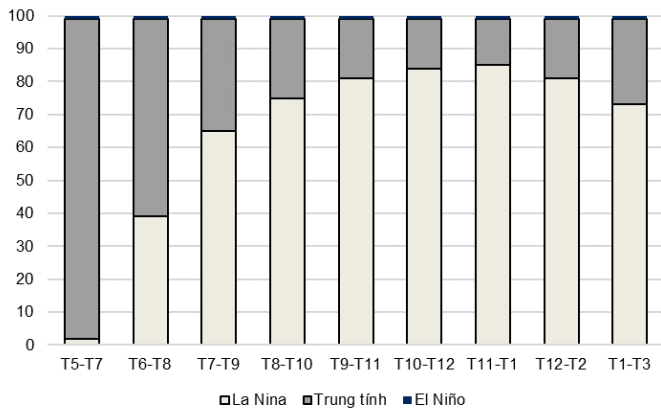
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng thủy điện: Sản lượng phục hồi khi pha La Nina quay trở lại trong nửa cuối 2024

Chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện trong năm 2024 sẽ tăng 6,7% svck, đạt 1,2 tỷ kWh, bất chấp trong Q1/24 sản lượng giảm 37% svck. Tỷ lệ huy động thủy điện thấp đầu năm 2024 một phần do EVN ưu tiên tích nước để phòng trừ nhu cầu điện tăng cao đột biến trong những tháng hè. Trong nửa cuối 2024, sự trở lại của pha La Nina là động lực chính giúp sản lượng thủy điện hồi phục.

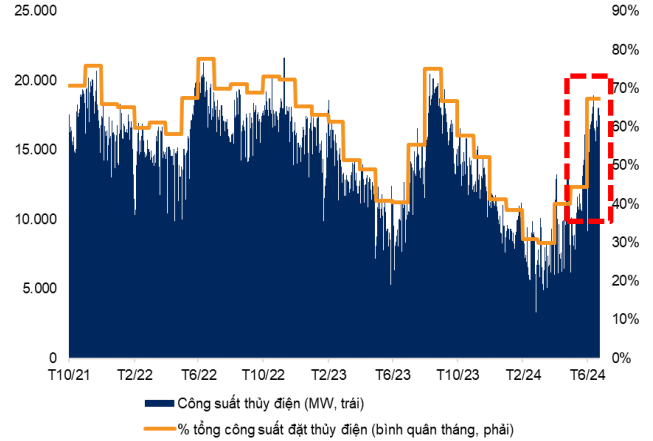
Tháng 6 vừa qua ghi nhận công suất thủy điện gia tăng đáng kể, đánh dấu một bước ngoặt sau giai đoạn trữ nước ở mức thấp kể từ tháng 1 đến tháng 5. Đây là tín hiệu tích cực cho ngành năng lượng và hứa hẹn nguồn cung dồi dào cho những tháng còn lại của năm 2024.

Hình 8: Theo dự báo ENSO mới nhất, khả năng cao La Niña sẽ hình thành trong khoảng tháng 7-9. Nguy cơ El Niño tái diễn là không đáng kể.



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Chúng tôi nhận thấy sự gia tăng công suất thủy trong tháng 6, cho thấy sự trở lại của thủy điện trong nửa cuối 2024.



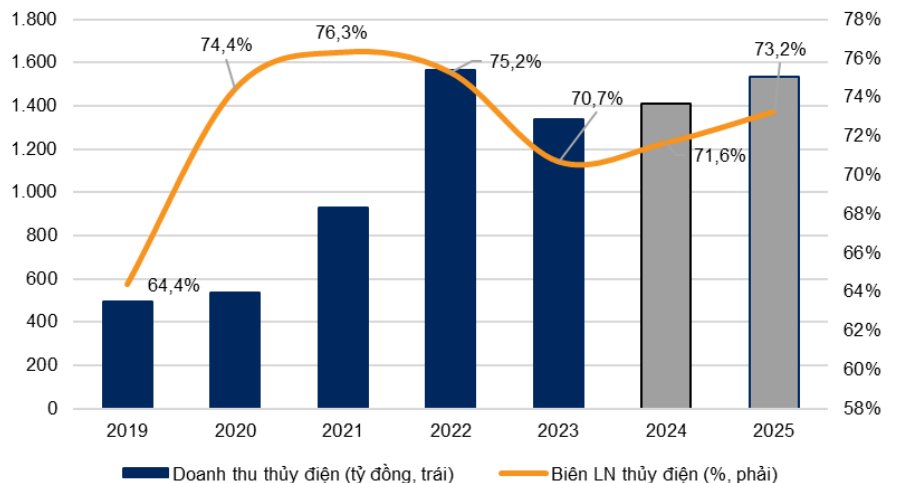
Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Đến ngày 16/6, lượng nước tích trữ trong các hồ thủy điện tương đương sản lượng điện khoảng 8 tỷ kWh, vượt mức kế hoạch ban đầu 3 tỷ kWh. Điều này cho thấy các nhà máy thủy điện đã sẵn sàng tăng công suất hơn để đáp ứng nhu cầu của hệ thống. Trong bối cảnh EVN gặp khó khăn về tài chính, thủy điện vẫn là lựa chọn ưu tiên do đây là nguồn điện có chi phí sản xuất thấp nhất.

Tuy nhiên, giá bán bình quân thủy điện trong giai đoạn này có thể thấp hơn so với cùng kỳ năm trước. Lý do là vì tỷ lệ alpha thủy điện được điều chỉnh tăng lên 98% trong năm nay từ mức 90% của năm 2023. Tỷ lệ alpha quyết định lượng thủy điện được thanh toán theo giá hợp đồng (thường thấp hơn giá phát trên thị trường cạnh tranh). Do đó, đối với các nhà máy thủy điện tham gia thị trường (Sông Tranh 4, Đăk Mi 2), chúng tôi dự báo giá bán trung bình của họ sẽ giảm 5% svck trong năm 2024 và phục hồi là 1% svck trong năm 2025.

Kết hợp sự thay đổi về sản lượng và giá bán bình quân, chúng tôi dự phóng doanh thu thủy điện giai đoạn 2024-25 sẽ tăng 5,2%/8,7% svck, đạt 1,4 nghìn tỷ đồng/1,5 nghìn tỷ đồng.

Hình 10: Biên LN mảng thủy điện tăng mạnh khi doanh thu hồi phục, do đặc thù mô hình kinh doanh có chi phí cố định lớn

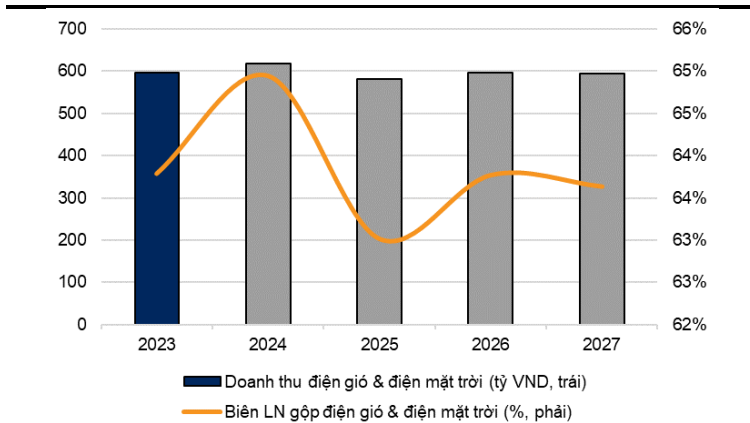


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng NLTT: Điện mặt trời và điện gió ngược pha trong năm 2024

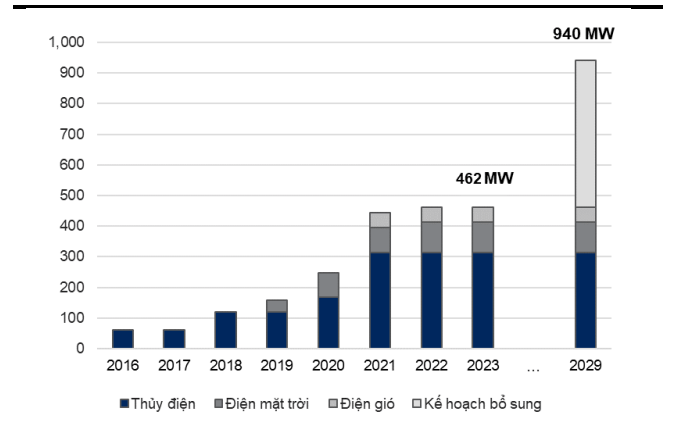
Nhà máy điện gió Thuận Nam 7A dự kiến sản lượng điện giảm 10% svck do tốc độ gió trung bình thấp hơn. Trái lại, sản lượng từ hai nhà máy điện mặt trời dự kiến tăng 6% svck nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi. Mặc dù sản lượng có sự biến động tăng giảm, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng điện NLTT của HDG trong năm 2024 vẫn tăng 3,8% svck, đạt 618 tỷ đồng, chủ yếu nhờ đồng USD tăng giá.

Hình 11: Dự phóng DT và biên LN gộp của mảng điện gió và điện mặt trời



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Tổng công suất thiết kế các nhà máy điện của HDG (Đơn vị: MW)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Theo ban lãnh đạo, HDG duy trì mục tiêu tăng gấp đôi công suất điện trong giai đoạn 2025-30 (so với công suất hiện tại là 462MW). HDG sẽ tập trung đánh giá việc phát triển 5 dự án điện gió đã có trong QHĐ VIII như Bình Gia (80 MW) tại Lạng Sơn, Phước Hữu (50 MW) tại Ninh Thuận, Hướng Phùng (30 MW) tại Quảng Trị, Sóc Trăng (40 MW) và trang trại gió khổng lồ An Phong (300 MW). Tuy nhiên, chúng tôi chưa bổ sung các dự án năng lượng mà HDG dự kiến đưa vào khai thác sau năm 2024 vào mô hình dự phóng, do chúng tôi tin rằng việc thực hiện của các dự án này sẽ phụ thuộc nhiều vào cơ chế giá dành cho các dự án năng lượng tái tạo trong tương lai.

Tiếp tục theo dõi các vi phạm liên quan đến Hồng Phong 4

Mặc dù hai nhà máy điện mặt trời của HDG đều đạt hiệu suất cao, thanh tra Chính phủ đã phát hiện một số vấn đề pháp lý ở Hồng Phong 4. Cụ thể, nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 được xây dựng trên đất dự trữ khoáng sản quốc gia mà không có sự chấp thuận của Thủ tướng theo quy định. Hiện tại, chúng tôi cho rằng nhà máy sẽ tiếp tục hoạt động tuy nhiên phải điều chỉnh giảm giá bán điện. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm khi có thêm thông tin cụ thể về phương án xử lý.

HDG chuẩn bị mở rộng sang mảng BĐS KCN

HDG đang triển khai chiến lược mở rộng danh mục đầu tư sang lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp đầy tiềm năng của Việt Nam, nhằm tận dụng triển vọng tăng trưởng dài hạn ấn tượng. Động thái này diễn ra trong bối cảnh dòng

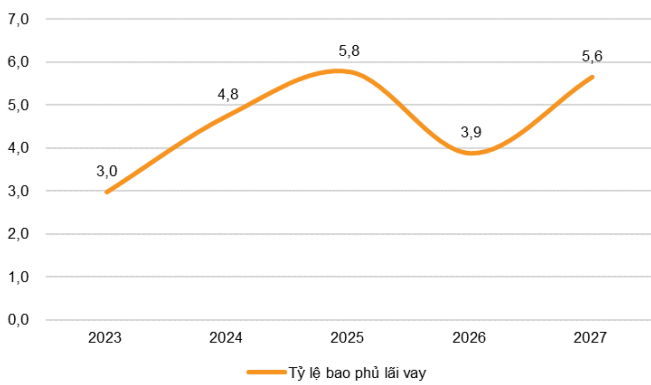
vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đổ vào Việt Nam ngày càng tăng, đặc biệt tập trung vào lĩnh vực công nghệ.

HDG đang khảo sát và đề xuất phương án phát triển các cụm công nghiệp mới gần Khu công nghiệp Cà Ná (Ninh Thuận) là Cụm Phước Nam 1 (~50ha) và Phước Nam 2 (~50ha). Cùng với đó, HDG cũng đang khảo sát KCN Ân Thi với quy mô lớn lên đến 450ha tại tỉnh Hưng Yên. HDG ưu tiên các ngành thân thiện với môi trường, bao gồm các ngành công nghệ cao, chế biến và sản xuất.

Hơn nữa, HDG cũng đã bắt đầu khảo sát ở nhiều tỉnh có giá đất cạnh tranh, bao gồm Hưng Yên, Hà Nam, Nam Định và Quảng Ninh. Chúng tôi sẽ cập nhật mảng KCN vào mô hình định giá khi có thêm thông tin chi tiết hơn.

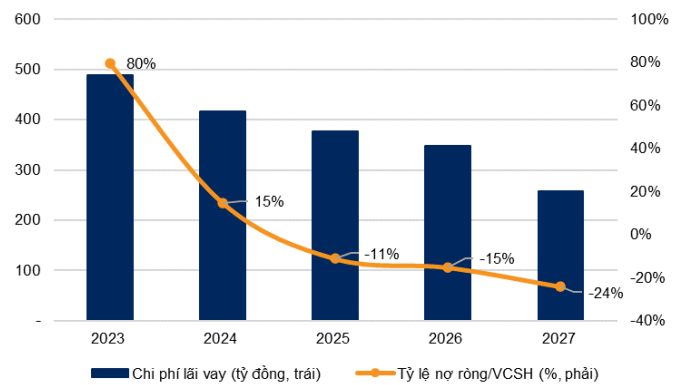
Tài chính vững mạnh, nhưng tăng trưởng phụ thuộc vào tốc độ hoàn thiện pháp lý cho các các dự án

Hình 13: Tỷ lệ bao phủ lãi vay vẫn ở mức cao nhờ doanh thu ổn định từ các nhà máy điện.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu dự kiến sẽ giảm mạnh sau khi bàn giao giai đoạn 3 của Charm Villas



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

Tình hình tài chính của HDG vững vàng bất chấp tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E ròng) ở mức 80%. Phần lớn nợ dài hạn của tập đoàn là tài trợ cho các nhà máy điện, có thời hạn trả nợ dài và mức lãi suất thấp. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ D/E ròng sẽ cải thiện đáng kể, thậm chí có thể xuống mức âm sau khi bàn giao dự án Charm Villas giai đoạn 3. Nguồn tiền dồi dào này sẽ mở ra cơ hội M&A các dự án khác trong tương lai cho HDG.

Mặc dù sở hữu quỹ đất dồi dào tại các thành phố lớn, HDG đang gặp khó khăn do quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất bị trì trệ. Giải quyết thách thức này là chìa khóa để tập đoàn có thể bứt phá và khai thác tối đa tiềm năng.

Định giá

Hạ khuyến nghị xuống **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu **35.700đ/cp**

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần cho ba mảng kinh doanh chính của HDG bao gồm bất động sản nhà ở, năng lượng và cho thuê văn phòng khách sạn. Đối với mảng cho thuê văn phòng và dịch vụ khách sạn, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF với WACC là 10,1% để tính giá trị của các dự án. Đối với mảng điện, chúng tôi áp dụng định giá DCF cho toàn bộ vòng đời của nhà máy (20 năm với điện mặt trời và điện gió; 50 năm với thủy điện) với WACC trung bình là 10,1%, dựa trên ước tính tiến độ đưa nhà máy vào vận hành của công ty.

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu 5,8% lên VND35,700 do: 1) Tăng dự phóng EPS 2024-25; và 2) điều chỉnh giảm nhẹ WACC từ 10,2% xuống 10,1% do giảm mức lãi suất phi rủi ro từ 2,7% xuống 2,63% (dựa vào lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm theo ngày 31/3/2024).

Hình 15: Giá định WACC

Giá định WACC	
Lãi suất phi rủi ro	2,6%
Beta, Bloomberg	1,1
Phần bù rủi ro	9,0%
Chi phí vốn	12,5%
Chi phí nợ	9,4%
Tỷ lệ nợ trên vốn	75%
WACC	10,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá từng phần

Định giá SOTP	Giá trị	Phương pháp
tỷ VND		
Điện	12.947	DCF 10 năm
Bất động sản	2.625	NPV
Cho thuê văn phòng & khách sạn	1.367	DCF
Khác	63	
(+) tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	633	
(-) nợ ngắn hạn và dài hạn	5.418	
Điện	4.577	
Cho thuê văn phòng & khách sạn	131	
Khác	710	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1.311	
Giá trị doanh nghiệp	10.906	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	306	
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)		35.669
Giá trị mỗi cổ phần làm tròn (đ/cp)		35.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: P/E lịch sử



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: P/B lịch sử



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) Các dự án mới bao gồm: Green Lane (Quận 8, TP.HCM), Hado Minh Long (TP. Thủ Đức, TP.HCM), Khu phức hợp Dịch Vọng

(Quận Cầu Giấy, Hà Nội), Noong Tha Central Park (Lào) mảng BĐS; 478 MW điện gió dự kiến lắp đặt vào năm 2025-30 ở mảng điện; và Alila Bảo Đại Resort ở mảng cho thuê văn phòng khách sạn được triển khai sớm hơn dự kiến của chúng tôi; 2) Ban lãnh đạo HDG thông báo việc mua lại quỹ đất thành công; và 3) cơ chế giá mới cho NLTT

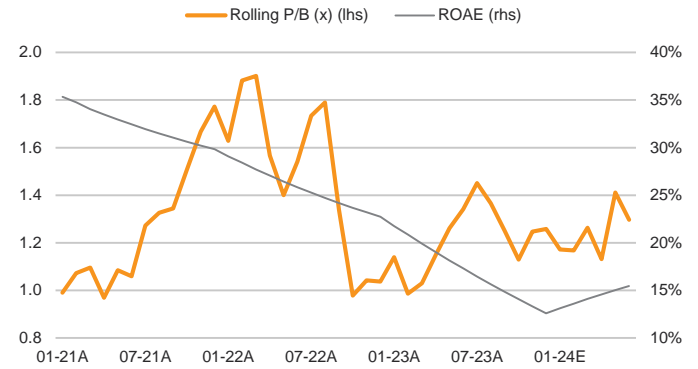
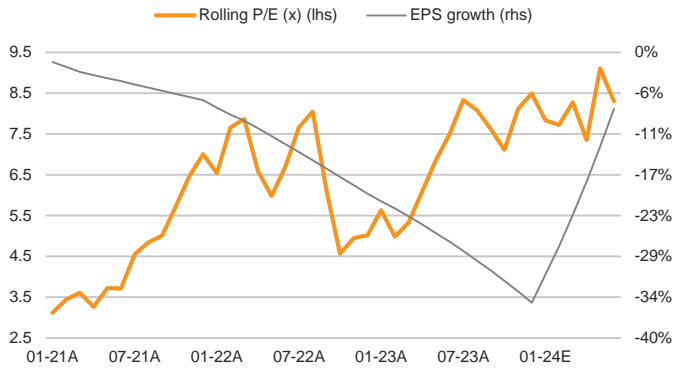
Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) điều kiện thời tiết không thuận lợi ảnh hưởng đến hoạt động của các nhà máy điện; và 2) Doanh thu dự án Charm Villas kém hơn kỳ vọng.

Hình 19: So sánh các DN cùng ngành

Tên doanh nghiệp	Mã CP	Doanh thu			LN ròng			Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)	
		Bloomberg	2023 (tr USD)	Tăng trưởng 2023	Tăng trưởng 2024	2023 (tr USD)	Tăng trưởng 2023			Tăng trưởng 2024	%	tr USD	TTM	2024	Hiện tại
Bất động sản															
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN Equity	133,5	-26,7%	28,9%	20,3	20,1%	39,1%	18,6%	650,7	43,4	13,2	1,8	1,5	4,2%	7,2%
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH VN Equity	87,6	-28,3%	105,5%	30	-14,6%	59,2%	16,8%	1.211,8	56,8	24,9	2,3	1,7	4,3%	17,0%
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN Equity	156,3	-32,4%	27,2%	7	21,7%	125,8%	34,7%	416,7	32,5	15,1	1,0	1,2	3,0%	9,6%
Trung bình			-29,1%	53,9%		9,0%	74,7%	23,4%		44,2	17,7	1,7	1,5	3,8%	11,3%
Năng lượng lõi tạo															
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	90,8	3,4%	51,6%	6	-81,6%	-17,5%	167,0%	215,4	39,1	29,3	1,4	N/A	3,2%	4,9%
Thủy điện															
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn	VSH VN Equity	107,9	-16,6%	91,4%	42	-21,4%	224,3%	77,7%	492,4	24,1	N/A	2,7	N/A	10,3%	N/A
Thủy điện Hòa Na	HNA VN Equity	31,4	-36,3%	70,1%	10	-59,5%	344,1%	2,7%	247,0	38,5	N/A	1,9	N/A	4,9%	N/A
Thủy điện Miền Trung	CHP VN Equity	37,0	-19,9%	39,8%	14	-34,0%	110,8%	34,1%	202,5	19,8	N/A	2,6	N/A	12,8%	N/A
Thủy điện Thác Mơ	TMP VN Equity	35,8	-20,2%	43,0%	19	-20,6%	62,3%	2,8%	189,1	12,3	N/A	3,7	N/A	25,5%	N/A
Thủy điện Sông Ba Hạ	SBH VN Equity	40,4	-15,9%	30,9%	20	-22,0%	36,5%	-38,5%	297,6	15,5	N/A	3,6	N/A	22,3%	N/A
Trung bình			-21,8%	55,1%		-31,5%	155,6%	15,8%		22,1	N/A	2,9	N/A	15,2%	N/A
BDS & Năng lượng															
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN Equity	359,6	-8,6%	11,0%	92	-21,2%	24,2%	31,7%	1.321,6	17,5	12,6	1,9	1,5	11,6%	10,6%
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN Equity	326,3	-7,0%	21,5%	6	-67,8%	235,0%	108,3%	386,5	53,1	24,5	1,9	1,4	3,6%	7,6%
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN Equity	168,4	-11,5%	75,0%	2	-81,9%	-45,8%	62,2%	275,1	77,7	N/A	0,7	N/A	0,9%	N/A
Trung bình			-9,0%	35,8%		-56,9%	71,1%	67,4%		49,4	18,6	1,5	1,5	5,3%	9,1%
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	121,2	-19,3%	27,2%	28	-41,1%	67,8%	66,2%	420,6	18,3	8,5	1,7	1,3	9,9%	16,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	2.882	3.664	3.837
Giá vốn hàng bán	(1.166)	(1.415)	(1.393)
Chi phí quản lý DN	(171)	(136)	(146)
Chi phí bán hàng	(8)	(92)	(97)
LN hoạt động thuần	1.537	2.020	2.201
EBITDA thuần	1.997	2.560	2.741
Chi phí khấu hao	(461)	(540)	(540)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.537	2.020	2.201
Thu nhập lãi	40	64	85
Chi phí tài chính	(591)	(471)	(419)
Thu nhập ròng khác	21	19	20
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.007	1.632	1.887
Thuế	(101)	(262)	(324)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(194)	(176)	(207)
LN ròng	712	1.194	1.356
Thu nhập trên vốn	712	1.194	1.356
Cổ tức phổ thông	(119)	0	0
LN giữ lại	592	1.194	1.356

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	246	3.010	4.761
Đầu tư ngắn hạn	388	388	388
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.941	1.305	1.367
Hàng tồn kho	1.050	663	300
Các tài sản ngắn hạn khác	37	70	73
Tổng tài sản ngắn hạn	3.661	5.436	6.888
Tài sản cố định	10.743	10.005	9.961
Tổng đầu tư	63	63	63
Tài sản dài hạn khác	140	178	187
Tổng tài sản	14.607	15.682	17.099
Vay & nợ ngắn hạn	617	100	0
Phải trả người bán	83	292	287
Nợ ngắn hạn khác	1.695	1.949	2.081
Tổng nợ ngắn hạn	2.395	2.340	2.368
Vay & nợ dài hạn	4.801	4.385	4.169
Các khoản phải trả khác	96	117	125
Vốn điều lệ và	3.058	3.058	3.058
LN giữ lại	2.377	3.571	4.927
Vốn chủ sở hữu	6.003	7.352	8.742
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.311	1.487	1.695
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	14.607	15.682	17.099

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	1.007	1.632	1.887
Khấu hao	466	545	545
Thuế đã nộp	(101)	(262)	(324)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.128)	987	(306)
Thay đổi VLD	32	1.109	462
LC tiền thuần HĐKD	275	4.011	2.264
Đầu tư TSCĐ	(90)	(332)	(217)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	21	19	20
Các khoản khác	(386)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(60)	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(515)	(313)	(197)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	612	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(701)	(933)	(316)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(119)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	(209)	(933)	(316)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	694	246	3.010
LC tiền thuần trong năm	(449)	2.765	1.751
Tiền & tương đương tiền cuối kì	246	3.010	4.761

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	24,7%	32,6%	35,3%
Vòng quay TS	0,19	0,24	0,23
ROAA	4,8%	7,9%	8,3%
Đòn bẩy tài chính	2,63	2,27	2,04
ROAE	12,6%	17,9%	16,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	245,8	130,4	130,0
Số ngày nắm giữ HTK	328,6	171,5	78,6
Số ngày phải trả tiền bán	26,1	75,5	75,3
Vòng quay TSCĐ	0,26	0,35	0,38
ROIC	5,6%	9,0%	9,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,5	2,3	2,9
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	2,0	2,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	1,5	2,2
Vòng quay tiền	548,3	226,4	133,3
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(19,5%)	27,2%	4,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(25,0%)	31,5%	9,0%
Tăng trưởng LN ròng	(35,1%)	67,8%	13,6%
Tăng trưởng EPS	(35,1%)	34,2%	13,6%

Nguồn: VND RESEARCH

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Nghiên cứu, Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trong báo cáo này được chuẩn bị từ dữ liệu được cho là chính xác và đáng tin cậy tại thời điểm phát hành báo cáo này. Trừ khi có quy định khác, báo cáo này dựa trên các nguồn mà VNDIRECT cho là đáng tin cậy. Những nguồn này có thể bao gồm nhưng không giới hạn ở dữ liệu từ sản giao dịch chứng khoán hoặc thị trường nơi chứng khoán được niêm yết hoặc bất kỳ thị trường nào khác nếu thích hợp. Thông tin về (các) công ty được dựa trên các tuyên bố đã công bố, tiết lộ thông tin và thông báo của (các) công ty và thông tin thu được từ nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hoặc đầy đủ của những thông tin đó.

Tất cả các ước tính, dự đoán, dự báo và trình bày ý kiến trong báo cáo này phản ánh quan điểm và ý kiến cá nhân của (các) nhà phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này. Những ý kiến này có thể không thể hiện quan điểm, lập trường của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này đã được chuẩn bị chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này không được coi là lời đề nghị, khuyến nghị hoặc chào mời mua hoặc bán chứng khoán, khoản đầu tư liên quan hoặc các công cụ tài chính khác. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về mọi hậu quả phát sinh từ việc sử dụng nội dung báo cáo này dưới mọi hình thức.

Báo cáo này và toàn bộ nội dung của nó thuộc về VNDIRECT. Không phần nào của báo cáo này được sao chép hoặc tái sản xuất dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản trước của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

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%.

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 tăng trưởng

Định nghĩa :

Tích cực	Dự báo công ty sẽ có mức tăng trưởng thu nhập cao hơn so với ngành trong thời gian đầu tư.
Trung lập	Dự báo mức tăng trưởng thu nhập của công ty sẽ phù hợp với ngành trong thời gian đầu tư.
Tiêu cực	Dự báo công ty sẽ có mức tăng trưởng thu nhập yếu hơn so với ngành trong thời gian đầu tư.

Khuyến nghị giá trị

Định nghĩa :

Tích cực	Giá cổ phiếu hiện tại thấp hơn so với các đối thủ dựa trên P/E, P/B lịch sử.
Trung lập	Giá cổ phiếu hiện tại phù hợp với các đối thủ dựa trên P/E, P/B lịch sử.
Tiêu cực	Giá cổ phiếu hiện tại cao hơn so với các đối thủ dựa trên P/E, P/B lịch sử.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa :

Tích cực	Các cổ phiếu trong ngành, trên cơ sở giá trị vốn hóa thị trường, có khuyến nghị tuyệt đối tích cực.
Trung lập	Các cổ phiếu trong ngành, trên cơ sở giá trị vốn hóa thị trường, có khuyến nghị tuyệt đối trung lập.
Tiêu cực	Các cổ phiếu trong ngành, trên cơ sở giá trị vốn hóa thị trường, có khuyến nghị tuyệt đối tiêu cực.

Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Việt Minh Tú – Chuyên viên phân tích

Email: tu.nguyenminh2@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>