

Tập đoàn Hà Đô (HDG)

Chờ đợi sự trở lại mạnh mẽ

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
thuannd@kbsec.com.vn

Mua

Giá mục tiêu	31,000 VND
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	27,300 - 25,600
Lợi nhuận kỳ vọng 1	17%
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	23,450 - 22,500
Lợi nhuận kỳ vọng 2	35%

Lưu ý:

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng vùng giá cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

Hoạt động kinh doanh

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. Từ năm 2019, HDG đã dần chuyển hướng sang mảng NLTT. 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. 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.

Tương quan mặt bằng giá

Cổ phiếu HDG hiện đang giao dịch dưới mức P/B trung bình 5 năm của cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng động lực chính đến từ việc mở bán dự án Hado Chamr Villas GD 3 và phục hồi của thủy điện sẽ cải thiện KQKD của doanh nghiệp. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng HDG có thể được giao dịch ở mức P/B là 1.8 (trung bình 5 năm).

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Thủy điện hưởng lợi khi thời tiết bước vào chu kỳ LaNina

Chúng tôi cho rằng sản lượng điện của HDG sẽ được cải thiện trong phần còn lại của năm kéo dài sang năm 2025 nhờ thủy văn thuận lợi giúp tăng huy động của thủy điện.

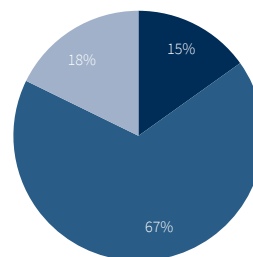
NLTT huy động ở mức tối ưu và tiềm năng bổ sung công suất từ các dự án mới

HDG có kế hoạch tăng gấp đôi công suất đến 2030. Gần đây, công ty đang trong quá trình M&A 2 thủy điện nhỏ Sơn Linh – Sơn Nham (24MW). Ngoài ra, HDG cũng theo đuổi dự án nhà máy điện gió có trong Kế hoạch thực hiện Quy hoạch Điện VIII **Mảng Bất động sản tạo động lực tăng trưởng chính trong ngắn hạn từ dự án Hado Charm Villa GD3**

Dự án Charm Villas hiện đã hoàn thiện mặt ngoài, cảnh quan và chờ mở bán, bàn giao giai đoạn 3. Trong bối cảnh thị trường đã thuận lợi hơn gần đây, KBSV cho rằng HDG sẽ sớm mở bán đợt 3 với 108 căn còn lại trong năm 2025.

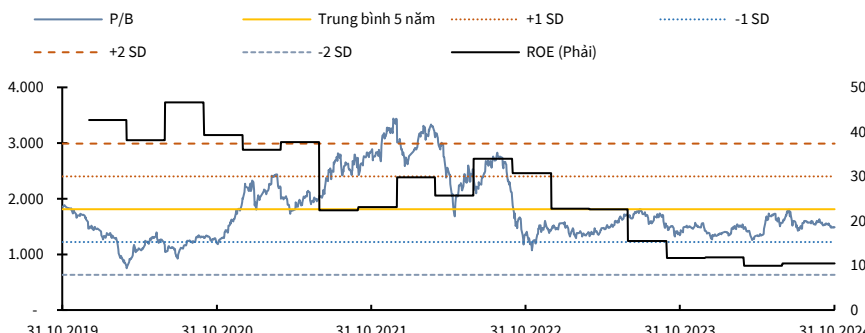
Cơ cấu doanh thu 2023

■ Bất động sản và xây lắp ■ Năng lượng ■ Thương mại dịch vụ



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Diễn biến P/B và ROE của doanh nghiệp



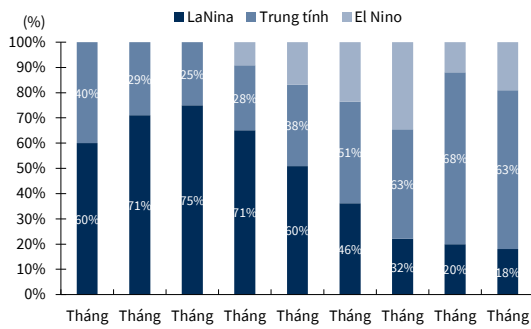
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

1. Thủy điện hưởng lợi khi thời tiết bước vào chu kỳ LaNina

Thủy điện: phục hồi nhờ tình hình thủy văn thuận lợi

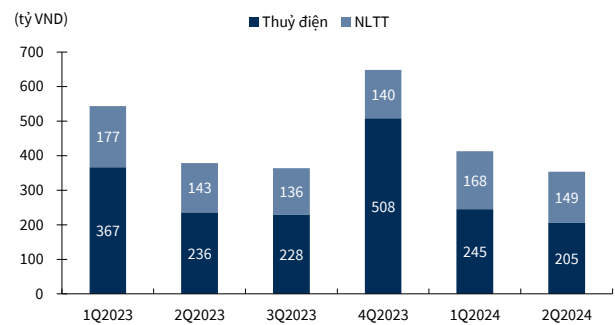
Chúng tôi cho rằng sản lượng điện của HDG sẽ được cải thiện trong phần còn lại của năm kéo dài sang năm 2025 nhờ tăng huy động của thủy điện. Theo dự báo của Viện nghiên cứu quốc tế về khí hậu và xã hội (IRI), xác suất thời tiết chuyển sang pha LaNina tăng cao trong những tháng cuối năm (Biểu đồ 1). Điều này đồng nghĩa với mưa nhiều và lượng nước dồi dào hơn cho các đập thủy điện, tạo điều kiện tốt cho huy động. Hiện tại, HDG đang khai thác vận hành 5 nhà máy thủy điện với tổng công suất khoảng 314 MW (Bảng 3), chiếm khoảng 70% doanh thu mảng điện và đem lại doanh thu hơn 1 nghìn tỷ mỗi năm cho HDG. Trong nửa cuối năm, thủy điện kỳ vọng sẽ được huy động nhiều hơn nhờ (1) Thời tiết vào mùa mưa và bước vào chu kỳ LaNina (2) Chi phí của thủy điện rẻ hơn tương đối so với các nguồn điện thay thế khác (3) Tiêu thụ điện năng ngày càng tăng với tốc độ tăng trưởng kinh tế. Chúng tôi đưa ra dự phóng doanh thu mảng này có thể đạt hơn 1,800 tỷ vào 2024.

Biểu đồ 1. Xác suất các pha thời tiết (cập nhật tháng 10/2024)



Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu mảng điện của HDG



Nguồn: HDG, KBSV

Bảng 3. Danh mục nhà máy điện HDG đang sở hữu

Dự án	Loại hình	Năm COD	Tỷ lệ sở hữu	Công suất	Tổng mức đầu tư	Suất đầu tư	Vị trí
				MW	Tỷ đồng	Tỷ đồng/MW	
Za Hứng	Thủy điện	2009	52%	30	503	17	Quảng Nam
Nậm Pông		2013	52%	30	796	27	Nghệ An
Nhạn Hạc		2018	52%	59	1881	32	Nghệ An
Sông Tranh 4		2021	63%	48	1700	35	Quảng Nam
Đăk Mi 2		2021	98%	147	3454	23	Quảng Nam
Hồng Phong 4	Điện mặt trời	2019	100%	48	1100	23	Bình Thuận
SP INFRA 1		2020	100%	50	1079	22	Ninh Thuận
7A	Điện gió	2021	100%	50	1875	38	Ninh Thuận

Nguồn: HDG, KBSV

2. NLTT huy động ở mức tối ưu và tiềm năng bổ sung công suất từ các dự án mới

Năng lượng tái tạo: đường dây 500kV mạch 3 hoàn thành hỗ trợ cho triển vọng huy động

Đường dây 500kV mạch 3 đoạn Quảng Trạch – Phố Nối đã được hoàn thành và đi vào hoạt động trong tháng 9/2024. Đây là giải pháp giúp giải toả công suất điện dư thừa từ miền Trung truyền tải ra miền Bắc. Theo đó, các dự án NLTT tại khu vực này có thêm dư địa cho huy động ổn định hơn trong tương lai, đặc biệt khi nhu cầu tiêu thụ điện vẫn tăng hàng năm và cung ứng điện tại miền Bắc thiếu hụt. Về triển vọng sản lượng, chúng tôi đưa ra dự phóng huy động các dự án NLTT hiện có của HDG có thể tăng nhẹ 5%.

Tiềm năng bổ sung thêm công suất từ các dự án NLTT mới

HDG có kế hoạch tăng gấp đôi công suất đến 2030. Gần đây, công ty đang trong quá trình M&A 2 thủy điện nhỏ Sơn Linh – Sơn Nham (24MW). Tuy nhiên, KBSV vẫn đang cập nhật thông tin và chưa đưa 2 dự án này vào dự phóng. Ngoài ra, HDG cũng theo đuổi dự án nhà máy điện gió có trong Kế hoạch thực hiện Quy hoạch Điện VIII như: 7A mở rộng (21MW), Phước Hữu (50MW), Bình Gia (60MW) và Lộc Bình 1 (50MW). Hiện tại, các dự án đều chưa triển khai do vướng mắc về cơ chế chính sách giá bán. Chúng tôi cho rằng nếu cơ chế giá mới cho NLTT được công bố trong năm nay sẽ là tiền đề thuận lợi giúp doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư các dự án trong 2025.

Bảng 4. Danh mục đầu tư dự án điện của HDG

Dự án	Loại hình	Công suất	Vị trí	Ghi chú	
<i>Đơn vị</i>		<i>MW</i>			
Sơn Linh	Thủy điện	15	Quảng Ngãi	Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, dự kiến hoạt động 2026	
Sơn Nham		9			
7A mở rộng	Điện gió	21	Ninh Thuận	Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII	
Phước Hữu		50		Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII	
V3		250			
An Phong		300			
Bình Gia		80		Lạng Sơn	Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII UBND tỉnh Lạng Sơn đã trao Biên bản ghi nhớ đầu tư cho HDG
Lộc Bình 1		50			Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII
Sóc Trăng 13		40		Sóc Trăng	
Hado Quảng Trị	30	Quảng Trị			

Nguồn: HDG, KBSV

3. Mảng Bất động sản tạo động lực tăng trưởng chính trong ngắn hạn từ dự án Hado Charm Villa GD3

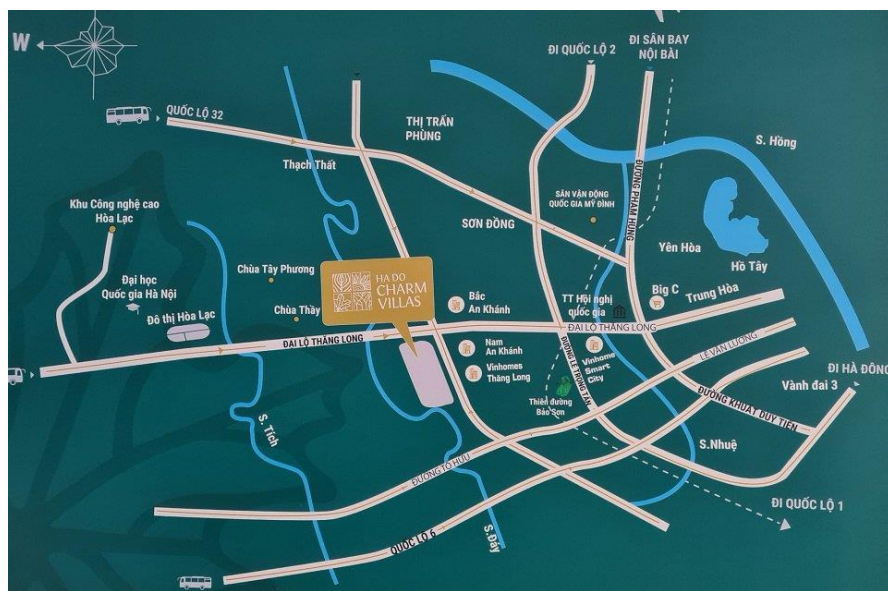
Dự án Hado Charm Villas là dự án trọng điểm đóng góp vào kết quả kinh doanh của HDG

Dự án Charm Villas hiện đã hoàn thiện mặt ngoài, cảnh quan và chờ mở bán, bàn giao giai đoạn 3. Đây sẽ là dự án chính đóng góp vào kết quả kinh doanh của mảng BĐS trong giai đoạn tới. Những diễn biến không thuận lợi của thị trường BĐS trước đó đã khiến kế hoạch mở bán đợt 3 liên tục bị trì hoãn. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường đã thuận lợi hơn gần đây, KBSV cho rằng HDG sẽ sớm mở bán đợt 3 với 108 căn còn lại trong năm 2025. Với lợi thế quỹ đất rẻ do được tích lũy từ trước cùng với đà tăng giá tích cực của khu vực Hoài Đức, dự án này kỳ vọng đem lại mức sinh lời lớn cho HDG. Mặt bằng giá tại Dự án Hado Charm Villas đã tương đối hấp dẫn, thấp hơn giá các sản phẩm thấp tầng trong phạm vi dọc Vành đai 3 nên dự án còn nhiều dư địa tăng giá khi bán kính đô thị mở rộng và hệ thống hạ tầng giao thông, tiện ích được cải thiện. Chúng tôi đưa ra dự phóng giá bán của HDG sẽ đạt trung bình 110 triệu/m², thấp hơn so với mức kỳ vọng của HDG vào khoảng 120 triệu/m².

Tương ứng, Hà Đô Charm Villas giai đoạn 3 ước tính sẽ đem lại khoảng 3,000 tỷ doanh thu cho Hà Đô. Tuy nhiên, về khả năng hấp thụ với các sản phẩm thấp tầng thuộc phân khúc cao cấp, chúng tôi cho rằng sẽ chậm hơn so với các phân khúc khác và HDG sẽ chỉ ghi nhận 1 phần dự án Hado Charm Villas GD 3 trong năm 2025.

Biểu đồ 5. Vị trí dự án Hado Charm Villas

Vị trí: Km 11 Đại Lộ Thăng Long, An Thượng, Hoài Đức, Hà Nội
 Quy mô dự án: 30 ha
 Mật độ xây dựng: 18.1%
 Tổng diện tích sàn: Liên kề, Biệt thự (175,828 m²); Thương mại (9,757 m²); Thể thao (1,246 m²)
 Sản phẩm: 528 căn bao gồm: Biệt thự song lập (158 căn), Nhà liền kề (239 căn), Nhà phố shophouse



Nguồn: HDG

Biểu đồ 6. Dự án Hado Charm Villas



Nguồn: HDG

Biểu đồ 7. Dự án Hado Charm Villas



Nguồn: HDG

Yếu tố rủi ro

Tiến độ mở bán Hado Charm Villas giai đoạn 3 chậm hơn dự kiến

Tỷ lệ hấp thụ các dự án cao cấp/cận cao cấp không tốt có thể phần nào ảnh hưởng làm chậm tiến độ bán hàng của dự án. HDG không chịu áp lực về dòng tiền nên khi điều kiện thị trường không thuận lợi hoàn toàn có thể tiếp tục trì hoãn mở bán như giai đoạn trước đó.

Các vấn đề liên quan đến pháp lý của các dự án năng lượng tái tạo

Vấn đề pháp lý của nhà máy điện Hồng Phong 4 liên quan đến việc nằm trong đất dự trữ khoáng sản Quốc gia vẫn chưa được giải quyết, ảnh hưởng đến các khoản thanh toán của EVN đối với nhà máy này. Ngoài ra, các chính sách liên quan đến giá bán điện NLTT thông qua chậm hơn dự kiến ảnh hưởng đến tiến độ đầu tư các dự án của HDG trong tương lai.

Ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá

HDG hiện có các khoản vay ngoại tệ tài trợ cho các dự án NLTT và dự kiến có thể tiếp tục gia tăng trong tương lai khi doanh nghiệp đầu tư các dự án điện gió mới. Vì vậy, chi phí tài chính tương đối nhạy cảm với biến động tỷ giá

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.