

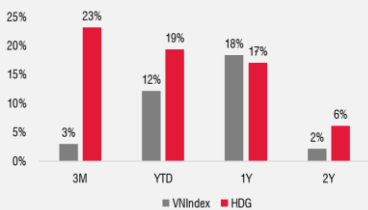
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HDG: HOSE)

Ngày báo cáo: 23/05/2024
Ngành: NĂNG LƯỢNG
CVPT: Bạch Chấn Mãn
Email: manbc@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3636 3688 ext. 3062

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **36.900 Đồng**
Giá CP ngày 22/05/2024: 32.950 Đồng
% Tăng giá: **+12%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 397
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 10.075
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 306
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 3.206.204
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 33,4/24,6
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 92,8
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 17,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Tập đoàn Hà Đô là một công ty xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng (MOD) vào năm 1990, HDG được cổ phần hóa vào năm 2004 và niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2010. Bộ quốc phòng từng là cổ đông lớn của HDG, sở hữu 10% cổ phần trước khi thoái vốn hết khỏi công ty trong năm 2017. Hiện tại, Tập đoàn Hà Đô là chủ đầu tư bất động sản và sở hữu danh mục năng lượng gồm thủy điện (314 MW), điện mặt trời (98 MWp) và điện gió (50 MW).

Mảng bất động sản và chi phí lãi thấp là động lực tăng trưởng lợi nhuận dài hạn

Luận điểm đầu tư: Trong giai đoạn 2022-2023, doanh thu bất động sản chỉ được hỗ trợ từ việc bàn giao các căn hộ đã bán của dự án Hado Charm Villas. Tính đến Q1/2024, HDG đã bán và bàn giao 420 căn (trong tổng số 528 căn của dự án). HDG cũng đặt mục tiêu mở bán giai đoạn 3 của dự án này trong nửa cuối năm 2024 để bán 108 căn còn lại. Chúng tôi dự báo giai đoạn này sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2025. Trong khi đó, chúng tôi lo ngại các vấn đề pháp lý liên quan đến dự án Hado Green Lane và Hado Minh Long có thể kéo dài và kỳ vọng các dự án này sẽ ghi nhận doanh thu từ năm 2026. Đối với mảng điện, chúng tôi cho rằng mảng này không có bất ngờ đáng kể trong năm 2024, khi các nhà máy thủy điện ở Việt Nam tiếp tục đối mặt với thời tiết không thuận lợi. Hơn nữa, theo HDG, nhà máy điện gió 7A của công ty đang bước vào chu kỳ năm gió thấp so với năm 2023, dẫn đến sản lượng giảm 28% svck trong Q1/2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mảng điện sẽ tạo ra dòng tiền và lợi nhuận ổn định nhất so với các mảng khác. Chúng tôi cũng kỳ vọng chi phí lãi vay sẽ giảm do HDG hoàn trả các khoản nợ liên quan đến mảng điện. Chúng tôi ước tính LNST năm 2025 tăng 112% svck, chủ yếu nhờ vào việc ghi nhận doanh thu dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm là **36.900 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá là 12% so với giá thị trường hiện tại và duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu HDG.

Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn: Như đã đề cập ở trên, HDG đặt mục tiêu mở bán dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3 trong nửa cuối năm 2024, điều này sẽ giúp công ty đạt được lợi nhuận tích cực so với nửa đầu năm 2024. Chúng tôi không chắc chắn về việc mở bán có được thực hiện đúng như kế hoạch (do đó, chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2025 một cách thận trọng), nhưng quá trình xây dựng dự án đã hoàn thành, điều này cho thấy HDG có thể linh hoạt triển khai bán hàng trong nửa cuối năm 2024 hoặc năm 2025.

Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:

- Giá bán cho dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3 cao hơn dự kiến.
- Tiến độ triển khai các dự án bất động sản và điện nhanh hơn dự kiến. Chúng tôi lưu ý rằng HDG có dự án năng lượng có tổng công suất khoảng 852 MW đang chờ triển khai. Chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào dự báo của mình nhưng chúng tôi cho rằng khả năng đưa vào vận hành của dự án có thể tạo ra dòng tiền và lợi nhuận ổn định nhất cho HDG so với các mảng khác.
- Mảng bất động sản khu công nghiệp mới của HDG bắt đầu đóng góp doanh thu.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Tiến độ triển khai dự án Hado Green Lane và Hado Minh Long chậm hơn dự kiến.
- Thời tiết kém thuận lợi hơn dự kiến ảnh hưởng tới hiệu suất hoạt động của các nhà máy thủy điện.
- Sự cố kỹ thuật bất ngờ tại các nhà máy điện.

Bảng 1: Các chỉ tiêu chính của HDG

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	4.999	3.777	3.581	2.889	2.790	4.009
Lợi nhuận gộp	2.076	2.320	2.212	1.723	1.551	2.685
EBITDA	2.137	2.346	2.634	1.970	1.794	2.841
Lợi nhuận ròng	1.254	1.344	1.362	866	768	1.630
EPS (VND)	6.214	5.614	4.411	2.175	1.982	4.206
ROA	9,0%	9,0%	8,8%	5,9%	5,5%	11,5%
ROE	34,6%	28,7%	22,8%	12,6%	10,2%	19,0%
Nợ/VCSH	1,7	1,4	0,9	0,8	0,6	0,4
P/E	6,3	11,8	7	12,7	16,6	7,8
EV/EBITDA	6,1	8,8	5,4	7,4	8,8	5,6

Nguồn: HDG, SSI Research

Nhìn lại năm 2023: Mảng bất động sản và mảng điện hoạt động kém hiệu quả làm ảnh hưởng đến KQKD năm 2023

Bảng 2: KQKD năm 2023

Tỷ đồng	2022	2023	YoY	% kế hoạch của công ty
Doanh thu thuần	3.581	2.889	-19,3%	90%
Lợi nhuận gộp	2.212	1.723	-22,1%	
Lợi nhuận hoạt động	2.071	1.437	-30,6%	
EBIT	2.105	1.450	-31,1%	
EBITDA	2.634	1.970	-25,2%	
LNTT	1.604	963	-40,0%	
LNST	1.362	866	-36,4%	89%
NPATMI	1.096	665	-39,3%	

Nguồn: HDG, SSI Research

Tỷ đồng	2022	2023	YoY
Doanh thu	3.581	2.889	-19,3%
Bất động sản	1.112	282	-74,7%
Dịch vụ khách sạn	60	107	78,1%
Cho thuê bất động sản	292	330	13,1%
Điện	2.116	1.939	-8,4%
Xây lắp và mảng khác	2	231	n.m
Lợi nhuận gộp	2.212	1.723	-22,1%
Bất động sản	556	158	-71,6%
Dịch vụ khách sạn	17	60	263,1%
Cho thuê bất động sản	120	150	24,6%
Điện	1.520	1.332	-12,3%
Xây lắp và mảng khác	0	23	n.m

Nguồn: HDG, SSI Research

Trong năm 2023, HDG ghi nhận doanh thu và LNST giảm lần lượt đạt 2,9 nghìn tỷ đồng (-19,3% svck) và 866 tỷ đồng (-36,4% svck), chủ yếu do hiệu quả hoạt động của mảng điện và bất động sản thấp. Chúng tôi lưu ý rằng kết quả này đều thấp hơn 10% so với kế hoạch năm 2023. Cụ thể, dự án Hado Charm Villas là dự án duy

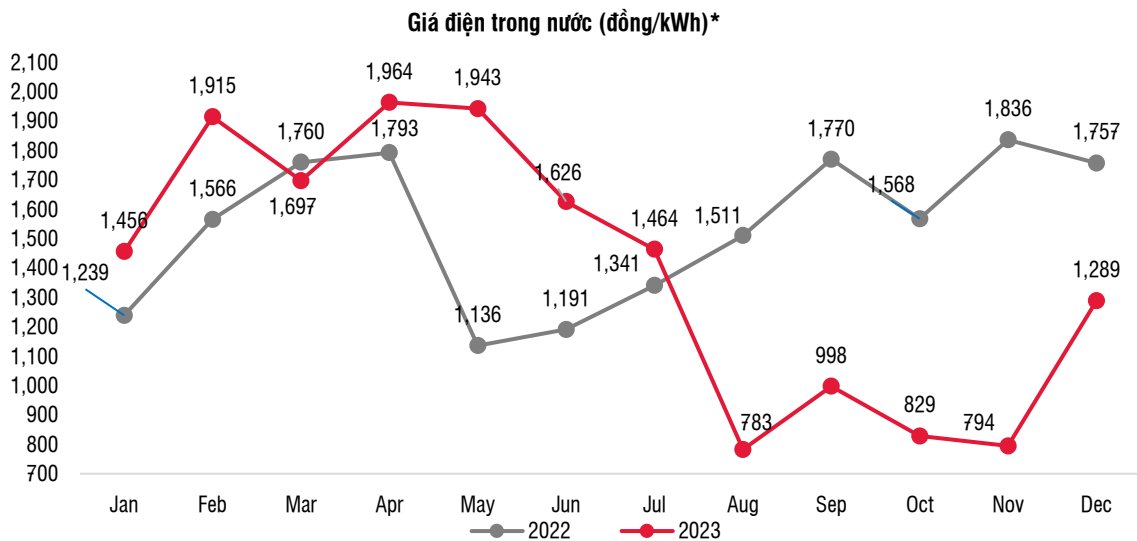
nhất của HDG mang lại doanh thu bất động sản trong giai đoạn 2022-2023. Mảng này ghi nhận doanh thu giảm 74,7% svck do chỉ bàn giao khoảng 25 căn Hado Charm Villas trong năm 2023 (so với khoảng 112 căn vào năm 2022). Tương tự như mảng bất động sản, mảng điện cũng trải qua một năm đầy thách thức. Chúng tôi cho rằng kết quả hoạt động kém tích cực của mảng này trong năm 2023 là do sản lượng thủy điện giảm 16% svck (do hiệu ứng El Niño) và giá thị trường điện (FMP) thấp hơn 9% svck. Trong khi đó, mảng dịch vụ khách sạn và cho thuê bất động sản gây ấn tượng với mức tăng trưởng svck cả về doanh thu và lợi nhuận gộp nhờ tỷ lệ lấp đầy cao hơn.

Bảng 3: Sản lượng tiêu thụ điện của HDG trong năm 2023

Triệu kWh	2022	2023	YoY
Thủy điện	1.390	1.168	-16%
Za Hưng	176	137	-22%
Nam Pong	116	91	-22%
Nhạn Hạc	261	204	-22%
Đak Mi 2	582	525	-10%
Sông Tranh 4	255	211	-17%
Năng lượng tái tạo	262	282	8%
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	90	86	-4%
Infra 1 (điện mặt trời)	81	84	4%
7A (điện gió)	91	112	23%

Nguồn: HDG, SSI Research

Biểu đồ 4: Giá thị trường điện giảm 9% svck trong năm 2023 mặc dù vẫn đạt mức cao mới (hơn 1.900 đồng/kWh) trong nửa đầu năm 2023



Nguồn: EVN, NLDC, Cục Điều tiết Điện lực (ERAV), SSI Research

* Thị trường điện Việt Nam bắt đầu vận hành vào ngày 1/7/2012 với giai đoạn đầu là thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) sau đó được phát triển lên giai đoạn hai với tên gọi là thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM) kể từ năm 2019.

KQKD Q1/2024: Tập trung vào việc mở bán giai đoạn 3 dự án Hado Charm Villas, mảng điện tiếp tục gặp nhiều thách thức chủ yếu do hiện tượng El Niño

Bảng 5: KQKD Q1/2024

Tỷ đồng	1Q23	1Q24	YoY	% kế hoạch của công ty
Doanh thu thuần	956	848	-11,3%	29%
Lợi nhuận gộp	575	438	-23,9%	
Lợi nhuận hoạt động	521	402	-22,7%	
EBIT	530	413	-22,0%	
EBITDA	645	543	-15,8%	
LNTT	399	319	-20,0%	
LNST	357	264	-26,0%	27%
NPATMI	303	221	-26,9%	

Nguồn: HDG, SSI Research

Tỷ đồng	1Q23	1Q24	YoY
Doanh thu	956	848	-11,3%
Bất động sản	312	315	1,0%
Dịch vụ khách sạn	25	35	40,8%
Cho thuê bất động sản	76	80	5,7%
Điện	543	414	-23,8%
Xây dựng và mảng khác	0	4	n.m
Lợi nhuận gộp	575	438	-23,9%
Bất động sản	127	121	-4,8%
Dịch vụ khách sạn	11	18	63,4%
Cho thuê bất động sản	40	33	-17,3%
Điện	397	266	-33,2%
Xây dựng và mảng khác	0	0	n.m

Nguồn: HDG, SSI Research

Doanh thu và LNST Q1/2024 lần lượt đạt 848 tỷ đồng (-11,3% svck) và 264 tỷ đồng (-26,0% svck). Chúng tôi cho rằng lợi nhuận giảm là mảng điện tiếp tục hoạt động kém hiệu quả (từ cả thủy điện và năng lượng tái tạo).

Mảng điện ghi nhận doanh thu giảm 24% svck và lợi nhuận gộp giảm 33% svck chủ yếu do sản lượng giảm 30%. Trong đó, thủy điện là nguyên nhân chính dẫn đến kết quả hoạt động kém tích cực như vậy khi điều kiện thời tiết El Niño tiếp tục ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện (-37% svck) trong Q1/2024. Đối với năng lượng tái tạo, sản lượng giảm 7% svck chủ yếu do sản lượng của nhà máy 7A giảm 28% svck (do điều kiện gió kém thuận lợi hơn so với năm 2023).

Đối với mảng bất động sản, theo HDG, trong Q1/2024 công ty đã hoàn thành bàn giao toàn bộ số căn đã bán còn lại từ các đợt bán trước của dự án Hado Charm Villas với doanh thu 315 tỷ đồng (số lượng căn hộ cụ thể chưa được công bố). Trước đó, HDG đã mở bán giai đoạn 1 vào tháng 12/2020 và giai đoạn 2 vào tháng 1/2021. Tính đến cuối Q1/2024, dự án đã bán được 420 căn (trong tổng số 528 căn). Tiếp theo đó, HDG dự kiến sẽ mở bán đợt 3 đối với 108 căn còn lại.

Ngoài ra chúng tôi nhận thấy không có yếu tố bất ngờ đáng kể nào từ các mảng hoạt động khác.

Bảng 6: Sản lượng tiêu thụ điện của HDG trong Q1/2024

Triệu kWh	1Q23	1Q24	YoY
Thủy điện	272	170	-37%
Za Hung	29	22	-23%
Nam Pong	12	12	3%
Nhạn Hạc	29	28	-3%
Đak Mi 2	140	73	-48%
Sông Tranh 4	63	35	-44%
Năng lượng tái tạo	84	78	-7%
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	23	25	9%
Infra 1 (điện mặt trời)	21	24	15%
7A (điện gió)	40	29	-28%

Nguồn: HDG, SSI Research

Mảng bất động sản: HDG tập trung bán dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3 vào nửa cuối năm 2024

HDG đã hoàn thành việc xây dựng dự án Hado Charm Villas và chuẩn bị mở bán giai đoạn 3. Như đã đề cập ở trên, HDG dự kiến sẽ mở bán giai đoạn 3 với 108 căn còn lại của dự án Hado Charm Villas (chúng tôi ước tính khoảng 15.000 m²) trong nửa cuối năm 2024. Chúng tôi nhận thấy công ty sẽ triển khai mở bán giai đoạn 3 nếu điều kiện thị trường bất động sản thuận lợi. Chúng tôi hiện giả định giá bán trung bình của đợt mở bán này là khoảng 100 triệu đồng/m² (giá bán cao hơn dự kiến sẽ là tiềm năng tăng tính hiệu quả của dự án). Do đó, chúng tôi dự báo giai đoạn này sẽ tạo ra khoảng 1,4 – 1,5 nghìn tỷ đồng doanh thu. Chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu này sẽ được ghi nhận trong năm 2025.

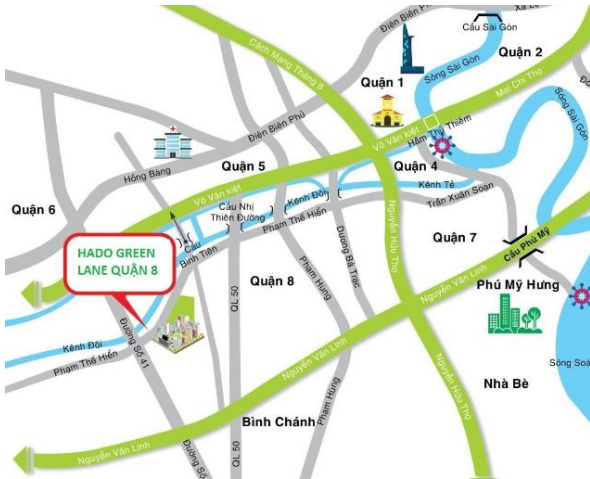
Dự án Hado Minh Long và Hado Green Lane vẫn đang chờ thủ tục chuyển đổi mục đích sử dụng đất.

Theo HDG, dự án Hado Minh Long và Hado Green Lane đang vướng vấn đề pháp lý liên quan đến việc chuyển mục đích sử dụng đất ở. Luật Đất đai hiện hành và Luật Đất đai sửa đổi năm 2024 (được Quốc hội thông qua ngày 18/1/2024, có hiệu lực từ ngày 1/1/2025) quy định rằng các nhà đầu tư có nhu cầu chuyển mục đích sử dụng sang đất ở để thực hiện dự án nhà ở thương mại phải có quyền sử dụng đất ở đối với một phần hoặc toàn bộ diện tích được sử dụng cho dự án. Trong khi đó, các dự án này không đủ điều kiện vì các dự án này không có bất kỳ phần diện tích nào được sử dụng cho mục đích ở. Tuy nhiên, trong tháng 3/2024, Bộ Tài nguyên và Môi trường đã trình Quốc hội đề xuất xây dựng chương trình thí điểm thực hiện các dự án nhà ở thương mại thông qua các thỏa thuận về việc chuyển đổi quyền sử dụng đất phi nhà ở ở một số thành phố nhất định (cả Luật Đất đai hiện hành và Luật Đất đai mới đều không cho phép thực hiện điều này). Chúng tôi kỳ vọng chương trình thí điểm này (nếu được triển khai) sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án Hado Minh Long và Hado Green Lane. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thời gian giải quyết các trường hợp này sẽ kéo dài vì giải pháp liên quan đến chương trình thí điểm có thể có hiệu lực từ 1/1/2025 (kéo dài trong 5 năm). Do đó, chúng tôi dự báo các dự án Hado Minh Long và Hado Green Lane sẽ triển khai mở bán trong năm 2025 và ghi nhận doanh thu trong khoảng năm 2026-2029 nếu có thể đáp ứng tất cả các yêu cầu pháp lý.

Biểu đồ 7: Dự án Hado Minh Long

- Địa điểm: Quận Thủ Đức, TP.HCM
- Sản phẩm: 31 nhà phố và 1.409 căn chung cư/officetel/shophouse
- Tổng diện tích đất: 2,7 ha
- Hiện trạng: quỹ đất sạch, đã được phê duyệt quy hoạch 1/2.000, đã hoàn thành phần móng, đang xin quy hoạch tổng thể 1/500 để điều chỉnh chủ trương đầu tư, cần chuyển mục đích sử dụng đất từ đất thương mại sang đất ở.
- Tổng giá trị phát triển của dự án (GDV): 4,4 nghìn tỷ đồng.

Nguồn: HDG, SSI Research

Biểu đồ 8: Dự án Hado Green Lane

- Địa điểm Quận 8, TP.HCM
- Sản phẩm: 1.231 căn (3 block)
- Tổng diện tích đất: 2,3 ha
- Hiện trạng: quỹ đất sạch, đã được phê duyệt quy hoạch 1/500, cần chuyển đổi mục đích sử dụng đất từ đất sản xuất sang đất ở, hoàn thiện các văn bản pháp lý khác
- Tổng giá trị phát triển của dự án (GDV): 3,1 nghìn tỷ đồng.

Nguồn: HDG, SSI Research

Bảng 9: Danh mục dự án bất động sản của HDG

	Địa điểm	Diện tích (ha)	2024	2025	2026	2027	2028
Hado Charm Villas	TP. Hà Nội	30					
30 Tạ Quang Bửu	TP. Hà Nội	0,1					
CC3	TP. Hà Nội	0,5					
KĐT Noogtha Central Park	Lào	70,4					
Bảo Đại Resort	Nha Trang	8,9					
Green Lane	TP. HCM	2,3					
Hado Minh Long	TP. HCM	2,7					
62 Phan Đình Giót	TP. Hà Nội	2,2					
KĐT Dịch Vọng	TP. Hà Nội	1					

Nguồn: HDG, SSI Research

HDG có kế hoạch mở rộng hoạt động sang bất động sản khu công nghiệp. Công ty bắt đầu khảo sát các khu vực công nghiệp tiềm năng từ năm 2023, bao gồm các tỉnh Hưng Yên, Thái Bình, Long An, Cần Thơ và Ninh Thuận (tổng diện tích hơn 1.000 ha) và được phê duyệt nghiên cứu quy hoạch tại huyện Ân Thi (tỉnh Hưng Yên, 450 ha) và huyện Bến Lức (tỉnh Long An, 265 ha). Từ năm 2024, HDG kỳ vọng sẽ bắt đầu đẩy mạnh đầu tư mảng này, đặc biệt tại các tỉnh phía Bắc như tại tỉnh Hưng Yên, Thái Bình, Nam Định và Quảng Ninh. Đầu năm 2024, công ty đã trình Sở Công Thương Ninh Thuận đề xuất chấp thuận đầu tư vào cụm công nghiệp Phước Nam 1 và Phước Nam 2 (mỗi cụm khoảng 50 ha). Chúng tôi chưa đưa mảng này vào mô hình dự báo.

Mảng điện: Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% vào mô hình định giá cho HDG để phản ánh vấn đề pháp lý liên quan đến nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4

Chúng tôi cho rằng thời tiết không thuận lợi (El Niño và điều kiện gió không thuận lợi) sẽ ảnh hưởng đến sản lượng năm 2024. Chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện sẽ giảm nhẹ svck (do tình trạng El Niño) và mức giảm 26% svck đối với nhà máy 7A (do điều kiện gió kém thuận lợi hơn so với năm 2023, như đã đề cập ở trên).

Bảng 10: Dự báo sản lượng tiêu thụ điện của HDG trong năm 2024

Triệu kWh	2023	2024F	YoY
Thủy điện	1.168	1.133	-3%
Za Hưng	137	130	-5%
Nam Pong	91	91	0%
Nhạn Hạc	204	202	-1%
Đak Mi 2	525	502	-4%
Sông Tranh 4	211	208	-1%
Năng lượng tái tạo	282	253	-10%
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	86	86	0%
Infra 1 (điện mặt trời)	84	84	0%
7A (điện gió)	112	83	-26%
Tổng	1.450	1.386	-4%

Nguồn: HDG, SSI Research

Dự án năng lượng mặt trời Infra 1 đã được phê duyệt mức giá bán điện (FIT) không phù hợp. Ngày 31/8/2018, Chính phủ ban hành Nghị quyết 115/NQ-CP, cho phép một số dự án năng lượng mặt trời có tổng công suất 2.000 MW tại tỉnh Ninh Thuận được áp dụng mức giá FIT 0,0935 USD/kWh theo Cơ chế giá điện mặt trời đã hết hạn năm 2017 (Quyết định 11/2017/QĐ-TTg). Cụ thể, Bộ Công Thương được ủy quyền phê duyệt các dự án có công suất dưới 50 MW nhưng mở rộng danh sách dự án được áp dụng không đúng quy định, dẫn đến 14 dự án không được hưởng chính sách giá FIT 0,0935 USD/kWh, trong đó có Infra 1 (50 MWp). Chúng tôi cho rằng giá FIT của Infra 1 khó có thể được điều chỉnh do trách nhiệm thuộc về Bộ Công Thương (theo Thông báo 3116/TB-TTCT của Thanh tra Chính phủ). Do đó, chúng tôi kỳ vọng Infra 1 sẽ tiếp tục hoạt động với mức giá FIT là 0,0935 USD/kWh.

Chúng tôi lo ngại về vấn đề pháp lý phát sinh từ vị trí của dự án năng lượng mặt trời Hồng Phong 4. Nhà máy năng lượng mặt trời Hồng Phong 4 được xây dựng trên khu đất có diện tích khoảng 58 ha, nằm trong khu dự trữ titan quốc gia. Chưa được sự chấp thuận của Thủ tướng, Công ty TNHH Hà Đô Bình Thuận (Hà Đô Bình Thuận), công ty con của HDG và là chủ sở hữu dự án năng lượng mặt trời này, quyết định xây dựng (từ đầu năm 2019) sau đó khánh thành vào giữa năm 2019. Dựa trên Thông báo 3116/TB-TTCT, Thanh tra Chính phủ nêu rõ Hà Đô

Bình Thuận phải chịu trách nhiệm về vấn đề pháp lý này. Theo HDG, công ty cho rằng vấn đề có thể được giải quyết bằng cách: 1) Nghị định 51/2021/NĐ-CP (01/04/2021) quy định các dự án đầu tư được phân loại từ cấp 2 trở lên có thể được phát triển trong khu dự trữ khoáng sản quốc gia với thời gian có hạn (Hồng Phong 4 là dự án cấp 2 – công trình xây dựng điện mặt trời có tổng công suất trong khoảng 15 MW - 50 MW). Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng rủi ro pháp lý của dự án vẫn tồn tại và chúng tôi áp dụng chiết khấu thêm 10% khi định giá cổ phiếu HDG.

Bên cạnh các nhà máy đang triển khai, HDG còn sở hữu 9 dự án liên quan đến thủy điện và điện gió. Đối với thủy điện, HDG dự kiến dự án thủy điện Sơn Linh và Sơn Nham sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025-2026. Đối với 8 dự án điện gió, chúng tôi cho rằng vẫn cần phải chờ cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo. Chúng tôi lưu ý rằng Chính phủ chưa ban hành cơ chế giá liên quan đến năng lượng tái tạo kể từ Quyết định 21/QĐ-BCT (tháng 1/2023) đối với các dự án điện mặt trời và điện gió chuyển tiếp. Theo HDG, dự án 7A mở rộng và Phước Hữu hiện là 2 dự án khả thi nhất trong số các dự án vì các dự án này đã được đưa vào Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII. So với dự án Phước Hữu, việc phát triển nhà máy điện gió 7A mở rộng có thể tốn ít thời gian hơn vì có thể hưởng lợi từ cơ sở hạ tầng hiện có của nhà máy điện gió 7A của HDG. Do nhà máy thủy điện Sơn Linh và Sơn Nham vẫn cần nâng cấp công suất đáng kể và cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo chưa được ban hành nên chúng tôi chưa đưa các dự án này vào dự báo cho HDG.

Bảng 11: Danh mục dự án điện của HDG

Dự án	Loại hình	Địa điểm	Công suất dự kiến hàng năm (kWh)	Công suất (MW)	Chú thích
Sơn Linh	Thủy điện	Quảng Ngãi	N/A	15	Trong năm 2023, CTCP Za Hưng (HDG sở hữu 51,75% cổ phần) đã mua lại 99% cổ phần của CTCP Đầu tư Xây dựng Thủy điện Sơn Linh (Sơn Linh) [giá trị mua lại là 47 tỷ đồng] và góp thêm 133 tỷ đồng vốn điều lệ. Theo đó, HDG sở hữu 51,23% cổ phần và 99% quyền biểu quyết của Sơn Linh và hình thành quyền kiểm soát của HDG tại 2 nhà máy thủy điện Sơn Linh và Sơn Nham. Công suất ban đầu hai nhà máy Sơn Linh và Sơn Nham lần lượt là 7 MW và 6,8 MW. HDG đặt mục tiêu nâng cấp công suất lên lần lượt là 15 MW và 9 MW.
Sơn Nham	Thủy điện	Quảng Ngãi	N/A	9	
7A mở rộng (7A GD 2)	Điện gió	Ninh Thuận	63	21	<ul style="list-style-type: none"> Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động trước năm 2025.
Ea H'leo 1&2	Điện gió	Đắk Lắk	153	57	
Phước Hữu	Điện gió	Ninh Thuận	141	50	<ul style="list-style-type: none"> Theo Quy hoạch điện VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động trước năm 2025.
Sóc Trăng 13	Điện gió	Sóc Trăng	97	30	
Hado Quảng Trị	Điện gió	Quảng Trị	107	30	
V3	Điện gió	Ninh Thuận	800	250	
An Phong	Điện gió	Ninh Thuận	938	300	
Bình Gia	Điện gió	Lạng Sơn	N/A	80	<ul style="list-style-type: none"> Trong Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2026-2030. Ngày 21/04/2024, UBND tỉnh Lạng Sơn đã trao Biên bản ghi nhớ đầu tư cho HDG.
Tổng				852	

Nguồn: HDG, Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII (được Chính phủ phê duyệt ngày 1/4/2024), SSI Research

Triển vọng lợi nhuận

Trong năm 2024, HDG đặt kế hoạch doanh thu và LNST năm 2024 lần lượt là 2,9 nghìn tỷ đồng (+0,2% svck) và 972 tỷ đồng (+12,2% svck). Về kế hoạch phân phối lợi nhuận, công ty dự kiến chia cổ tức bằng tiền mặt năm 2023 là 500 đồng/cổ phiếu và chia cổ tức 10% bằng cổ phiếu (tức là 10 cổ phiếu do nhà đầu tư nắm giữ thì có thêm 1 cổ phiếu). Đối với năm 2024, công ty cũng đưa ra kế hoạch chia cổ tức ban đầu là 15% trên vốn điều lệ (mức thực tế, hình thức/kỳ thanh toán sẽ được quyết định dựa trên kết quả kinh doanh trong tương lai của công ty).

Bảng 12: Ước tính năm 2024

Tỷ đồng	2023	2024F	YoY	Giải định
Doanh thu	2.889	2.790	-3%	
Bất động sản	282	315	12%	Theo dự báo của chúng tôi, dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3 sẽ được ghi nhận doanh thu trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng Q1/2024 sẽ là quý duy nhất mảng này ghi nhận doanh thu trong năm nay vì công ty hiện chưa có bất kỳ dự án bất động sản nào khác sẵn sàng mở bán.
Điện	1.939	1.803	-7%	Chúng tôi giả định sản lượng điện giảm 4% svck và FMP giảm 3% svck. Chúng tôi cho rằng hiệu quả hoạt động trong Q1/2024 sẽ là mức nền so sánh thấp cho sản lượng thủy điện vì chúng tôi cho rằng EVN sẽ phải huy động thêm điện trong mùa cao điểm Q2/2024.
Cho thuê bất động sản & lưu trú	437	441	1%	
Xây dựng & khác	231	231	0%	
Lợi nhuận gộp	1.723	1.551	-10%	
Thu nhập tài chính	40	32	-21%	
Chi phí tài chính	-569	-489	-14%	Chủ yếu do chi phí lãi vay giảm do công ty hoàn trả các khoản nợ liên quan đến mảng điện. Theo HDG, công ty cũng đã giảm thành công biên độ lãi suất liên quan đến khoản vay của nhà máy Đăk Mi 2 từ 2,8% xuống 2,2%.
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-233	-225	-3%	
LNTT	963	871	-10%	
LNST	866	768	-11%	Chúng tôi cho rằng kế hoạch lợi nhuận năm 2024 của HDG có thể đã bao gồm việc ghi nhận doanh thu và chi phí từ dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3.
NPATMI	665	615	-8%	Chủ yếu được thúc đẩy nhờ chi phí lãi vay thấp hơn.

Bảng 13: Ước tính năm 2025

Tỷ đồng	2024F	2025F	YoY	Giải định
Doanh thu	2.790	4.009	44%	
Bất động sản	315	1.479	369%	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ việc mở bán Hado Charm Villas G&D 3 sẽ được ghi nhận trong năm nay.
Điện	1.803	1.852	3%	
Cho thuê bất động sản & lưu trú	441	447	1%	
Xây dựng & khác	231	231	0%	
Lợi nhuận gộp	1.551	2.685	73,1%	
Thu nhập tài chính	32	53	66%	
Chi phí tài chính	-489	-456	-7%	Chủ yếu được thúc đẩy nhờ số dư nợ dự kiến thấp hơn
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-225	-323	44%	
LNTT	871	1.959	125%	
LNST	768	1.630	112%	
NPATMI	615	1.304	112%	Chủ yếu được thúc đẩy nhờ mảng bất động sản

Nguồn: HDG, SSI Research

Định giá

Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu tổng cộng 20% cho định giá HDG, cụ thể, chúng tôi áp dụng chiết khấu tập đoàn đa ngành là 10% đồng thời kết hợp với mức chiết khấu 10% liên quan đến rủi ro pháp lý của dự án năng lượng mặt trời Hồng Phong 4. Chúng tôi áp dụng phương pháp dựa trên RNAV và DCF dành cho mảng bất động sản và dịch vụ khách sạn/cho thuê bất động sản với WACC 15,1%. Phương pháp DCF cho mảng điện có WACC 12,9%. Ước tính WACC của chúng tôi dựa trên lãi suất phi rủi ro là 4,0% và ERP là 9%. Chúng tôi áp dụng 2 WACC khác nhau để phản ánh các đặc điểm rủi ro khác nhau giữa các mảng hoạt động liên quan đến bất động sản và năng lượng.

Bảng 14: Tóm tắt định giá

Dự án/Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
Bất động sản		3.327
Dự án Hado Charm Villas	RNAV	910
Dự án Hado Green Lane	RNAV	1.330
Dự án Hado Minh Long	RNAV	1.009
Dự án Hado Garden Villas	RNAV	78
Lưu trú/Cho thuê BĐS	DCF	1.219
Điện		10.310
Za Hưng	DCF	328
Nậm Pông	DCF	362
Nhạn Hạc	DCF	773
Đắk Mi 2	DCF	3.859
Sông Tranh 4	DCF	1.281
Hồng Phong 4	DCF	1.148
Infra 1	DCF	1.182
7A	DCF	1.376
Tổng giá trị doanh nghiệp		14.857
Tiền mặt rỗng		-743
Giá trị VCSH		14.114
Chiết khấu		20%
Giá trị VCSH		11.291
Số lượng CP lưu hành		306
Giá mục tiêu (đồng/cp)		36.900

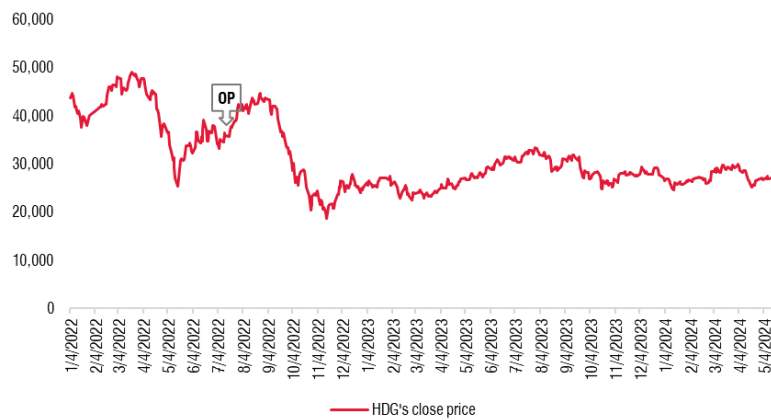
Nguồn: HDG, SSI Research

Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:

- Giá bán cho dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3 cao hơn dự kiến.
- Tiến độ triển khai các dự án bất động sản và điện nhanh hơn dự kiến. Chúng tôi lưu ý rằng HDG có dự án năng lượng có tổng công suất khoảng 852 MW đang chờ triển khai. Chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào dự báo của mình nhưng chúng tôi cho rằng khả năng đưa vào vận hành của dự án có thể tạo ra dòng tiền và lợi nhuận ổn định nhất cho HDG so với các mảng khác.
- Mảng bất động sản khu công nghiệp mới của HDG bắt đầu đóng góp doanh thu.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Tiến độ triển khai dự án Hado Green Lane và Hado Minh Long chậm hơn dự kiến.
- Thời tiết kém thuận lợi hơn dự kiến ảnh hưởng tới hiệu suất hoạt động của các nhà máy thủy điện.
- Sự cố kỹ thuật bất ngờ tại các nhà máy điện.

Lịch sử khuyến nghị

Nguồn: SSI Research.

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan, Sell: Bán

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	694	246	790	1.304
+ Đầu tư ngắn hạn	1	393	393	393
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.711	1.595	1.165	1.674
+ Hàng tồn kho	1.382	1.074	704	751
+ Tài sản ngắn hạn khác	68	47	33	46
Tổng tài sản ngắn hạn	3.856	3.354	3.084	4.168
+ Các khoản phải thu dài hạn	15	287	235	338
+ GTCL Tài sản cố định	9.495	9.034	8.694	8.406
+ Bất động sản đầu tư	793	758	723	687
+ Tài sản dài hạn dở dang	818	831	825	838
+ Đầu tư dài hạn	3	63	63	63
+ Tài sản dài hạn khác	125	112	101	122
Tổng tài sản dài hạn	11.249	11.084	10.641	10.455
Tổng tài sản	15.105	14.438	13.725	14.623
+ Nợ ngắn hạn	3.287	2.329	1.736	1.810
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>959</i>	<i>625</i>	<i>698</i>	<i>702</i>
+ Nợ dài hạn	5.270	4.881	4.153	3.518
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>5.160</i>	<i>4.801</i>	<i>4.092</i>	<i>3.453</i>
Tổng nợ phải trả	8.557	7.210	5.889	5.328
+ Vốn góp	2.446	3.058	3.058	3.058
+ Thặng dư vốn cổ phần	375	375	375	375
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.341	2.394	2.847	3.981
+ Quý khác	1.386	1.402	1.556	1.882
Vốn chủ sở hữu	6.548	7.229	7.836	9.295
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	15.105	14.438	13.725	14.623
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.942	794	1.475	1.507
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-80	-326	-143	-205
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.309	-859	-788	-788
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	554	-392	544	514
Tiền đầu kỳ	230	694	246	790
Tiền cuối kỳ	694	246	790	1.304
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,17	1,44	1,78	2,3
Hệ số thanh toán nhanh	0,73	0,96	1,35	1,86
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,21	0,27	0,68	0,94
Nợ ròng / EBITDA	2,39	2,69	2,34	1,07
Khả năng thanh toán lãi vay	4,2	2,98	3,15	6,52
Ngày phải thu	107,9	152,6	148	104,8
Ngày phải trả	63,8	40,1	17,1	11,6
Ngày tồn kho	366,2	384,3	261,9	200,8
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,43	0,5	0,57	0,64
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,57	0,5	0,43	0,36
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,31	1	0,75	0,57
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,93	0,75	0,61	0,45
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,15	0,09	0,09	0,08

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	3.581	2.889	2.790	4.009
Giá vốn hàng bán	-1.369	-1.166	-1.239	-1.323
Lợi nhuận gộp	2.212	1.723	1.551	2.685
Doanh thu hoạt động tài chính	83	40	32	53
Chi phí tài chính	-517	-569	-489	-456
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-5	-15	-14	-20
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-159	-218	-211	-303
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.615	961	869	1.959
Thu nhập khác	-10	2	2	0
Lợi nhuận trước thuế	1.604	963	871	1.959
Lợi nhuận ròng	1.362	866	768	1.630
Lợi nhuận chia cho cổ đông	1.096	665	615	1.304
Lợi ích của cổ đông thiểu số	266	201	154	326
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	4.507	2.175	1.982	4.206
Giá trị sổ sách (VND)	21.681	19.352	20.834	24.540
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	500	500	500
EBIT	2.105	1.450	1.275	2.314
EBITDA	2.634	1.970	1.794	2.841
Tăng trưởng				
Doanh thu	-5,2%	-19,3%	-3,4%	43,7%
EBITDA	12,3%	-25,2%	-8,9%	58,4%
EBIT	3,7%	-31,1%	-12,0%	81,4%
Lợi nhuận ròng	1,4%	-36,4%	-11,3%	112,2%
Vốn chủ sở hữu	21,5%	10,4%	8,4%	18,6%
Vốn điều lệ	24,6%	25,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-4,9%	-4,4%	-4,9%	6,5%
Định giá				
PE	7	12,7	16,6	7,8
PB	1,4	1,4	1,6	1,3
Giá/Doanh thu	2,1	2,9	3,6	2,5
Tỷ suất cổ tức	0,0%	1,8%	1,5%	1,5%
EV/EBITDA	5,4	7,4	8,8	5,6
EV/Doanh thu	4	5	5,7	3,9
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	61,8%	59,6%	55,6%	67,0%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	57,8%	49,7%	45,5%	57,4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	38,0%	30,0%	27,5%	40,7%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,1%	0,5%	0,5%	0,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	4,4%	7,6%	7,6%	7,6%
ROE	22,8%	12,6%	10,2%	19,0%
ROA	8,8%	5,9%	5,5%	11,5%
ROIC	14,1%	10,3%	8,9%	14,8%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Ngành NĂNG LƯỢNG

Bạch Chân Mãn

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3062

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baongq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiền, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704