

Khó khăn trong ngắn hạn, định giá hấp dẫn trong trung hạn

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **43.800**

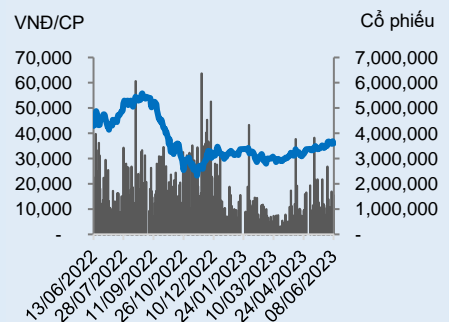
Giá thị trường (08/06/2023) 36.000

Lợi nhuận kỳ vọng 21,7%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	23.250-55800
Vốn hóa	8.806 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	244.605.898
KLGD bình quân 10 ngày	1.365.623
% sở hữu nước ngoài	22,01%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,7%
Beta	1,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HDG	10,1%	2,9%	25,9%	15,6%
VNIndex	5,5%	3,2%	5,9%	6,7%

Chuyên viên phân tích

Trần Tuấn Dương

(84 24) 3928.8080 ext. 203

duongtt@bvsc.com.vn

Kinh doanh điện năng hoạt động hiệu quả, mang về dòng tiền đều đặn cho Công ty. Danh mục NLTT 462 MW của HDG sẽ đóng góp khoảng 1.200 – 1.500 tỷ đồng lợi nhuận gộp mỗi năm cho HDG. Trong bối cảnh thị trường BĐS vẫn còn nhiều khó khăn, dòng tiền đem về từ danh mục NLTT sẽ có vai trò rất quan trọng với HDG, giúp Công ty đảm bảo được sự an toàn về tài chính. Ngoài ra, Công ty sẽ sớm triển khai đầu tư xây dựng các dự án điện gió và thủy điện mới, với tổng công suất trong kế hoạch phát triển 5 năm tới lên đến hơn 600MW.

Mảng BĐS: Dự án Charm Villas vẫn đóng góp chủ yếu vào KQKD. Với việc các chính sách tiền tệ đang dần được nới lỏng, đồng thời Chính phủ ban hành các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản, chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ mở bán giai đoạn 3 của dự án Charm Villas vào cuối năm 2023 và ghi nhận vào KQKD trong giai đoạn 2024 – 2025. Các dự án gói đầu như Green Lane và Linh Trung hiện tại vẫn đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý, dự kiến sẽ mở bán trong Q2.24.

KQKD 2023 dự phóng giảm 14% y/y, tuy nhiên dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trở lại vào năm 2024. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST sau CĐTS cho năm 2023 lần lượt đạt 3.191 tỷ đồng (-11% y/y) và 942 tỷ đồng (-14% y/y). KQKD sụt giảm đến từ: (1) sản lượng điện từ các nhà máy thủy điện dự phóng giảm 21% y/y do tình hình thủy văn kém thuận lợi; và (2) số lượng căn biệt thự Charm Villas bàn giao trong năm 2023 là 73 căn, so với mức 91 căn trong năm 2022. Cho năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST sau CĐTS lần lượt đạt mức 3.190 tỷ đồng (-0% y/y) và 1.206 tỷ đồng (+28% y/y).

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng kết hợp 3 phương pháp định giá NAV, so sánh P/E và P/B để xác định giá trị hợp lý cho HDG. Kết quả là, giá trị hợp lý cho mỗi cổ phần của HDG là 43.800 đồng/cp. Chúng tôi đánh giá HDG là một doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định và sức khỏe tài chính và dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt, cùng với những tham vọng lớn trong giai đoạn 5 – 10 năm tới. Ban lãnh đạo cũng đã đặt ra những kế hoạch đầu tư mới đến từ cả lĩnh vực kinh doanh bất động sản và kinh doanh điện năng – đặc biệt khi Quy hoạch điện VIII đã chính thức được phê duyệt. Với kết quả định giá và điểm nhấn trên, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu HDG, với giá mục tiêu là **43.800 đồng/cổ phiếu**, cao hơn giá đóng cửa ngày 08/06/2023 là 21,7%.

Tổng quan hoạt động kinh doanh của HDG

Kinh doanh bất động sản – Charm Villas vẫn đóng góp chính vào KQKD

KQKD từ mảng BĐS của HDG trong giai đoạn 2023 – 2024 chủ yếu sẽ được đóng góp từ dự án Charm Villas. Dự án đã bán được hơn 246 căn trong giai đoạn 1 và 2, với tỷ lệ hấp thu rất tốt, đạt 94% sau 2 ngày mở bán. Tuy nhiên, HDG lại liên tục lùi kế hoạch mở bán giai đoạn 3 của dự án (khoảng 130 căn). Theo trao đổi gần đây nhất của chúng tôi với HDG, ban lãnh đạo Công ty đặt kế hoạch sẽ lùi thời gian mở bán giai đoạn 3 của dự án Charm Villas sang Q3.2023.

Sau gần 2 năm thi công, HDG đã cơ bản hoàn thành xây thô toàn bộ các căn biệt thự tại dự án. Công ty hiện đang hoàn thiện các kết nối hạ tầng xung quanh và đầu tư cảnh quan đồng bộ, đồng thời sẽ triển khai một số chính sách để thu hút người dân về ở. Điều này sẽ tạo động lực để tăng giá bán cho các sản phẩm cuối cùng của dự án. HDG kỳ vọng mức giá bán khoảng 80 – 90 triệu/m².

Hiện, đang có một số khó khăn và thách thức lớn cho triển vọng ngành BĐS trong ngắn hạn như: (1) sức mua từ khách hàng suy giảm do gặp khó khăn trong hoạt động kinh doanh sản xuất, gia tăng sẽ giảm sức mua từ khách hàng; (2) lãi suất cho vay bất động sản vẫn duy trì ở mức cao 12 – 13%; và (3) tắc nghẽn nguồn vốn trên thị trường trái phiếu để phát triển dự án. Do vậy, chúng tôi cho rằng HDG sẽ tiếp tục lùi thời gian mở bán giai đoạn 3 Charm Villas vào cuối năm 2023 hoặc đầu năm 2024. Cho năm 2023, chúng tôi dự phóng HDG sẽ bàn giao 73 căn biệt thự còn lại cho 2 giai đoạn trước, ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp đạt mức 954 tỷ đồng (-14% y/y) và 500 tỷ đồng (-10% y/y). Phần còn lại của dự án Charm Villas dự kiến sẽ hoàn thành bàn giao và ghi nhận vào KQKD trong giai đoạn 2024 – 2025.

Chúng tôi lưu ý rằng biên lợi nhuận gộp trong năm 2022 và 2023 sụt giảm xuống mức 50 – 52%, thấp hơn so với mức trung bình khoảng 70 – 75% của giai đoạn Q4.21 – Q3.22 (giai đoạn HDG bắt đầu bàn giao các căn biệt thự tại dự án Charm Villas). Theo doanh nghiệp chia sẻ, HDG đã trích dự phòng trước một phần chi phí sử dụng đất bổ sung cho các dự án Charm Villas và Hado Riverside bắt đầu từ Q4.22, tổng giá trị theo ước tính của chúng tôi khoảng 400 tỷ. Biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2024 – 2025 sẽ ổn định ở mức 72% nhờ các căn biệt thự mở bán tại giai đoạn 3 sẽ không còn phải ghi nhận khoản chi phí này nữa.

Charm Villas	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiến độ bàn giao (căn)	82	91	73	80	50
Doanh thu ghi nhận (tỷ đồng)	1.010	1.112	954	1.000	625
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	793	556	500	722	451

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

Tiến độ thi công dự án Charm Villas Tháng 1/2023:

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Ngoài dự án Charm Villas, theo tiến độ cập nhật mới nhất, 2 dự án nối tiếp là Hado Green Lane và Linh Trung (Kha Vạn Cân) vẫn chưa hoàn thành xong các thủ tục pháp lý. Qua trao đổi với Công ty, chúng tôi được biết dự án Green Lane đã được phê duyệt Quy hoạch 1/500 và chủ trương đầu tư, Công ty đang đợi được cấp giấy phép xây dựng. Dự án Linh Trung vẫn đang tiếp tục xin phê duyệt Quy hoạch 1/500. Ban lãnh đạo HDG kỳ vọng sớm hoàn tất thủ tục pháp lý tại 2 dự án trên, đặt kế hoạch sẽ mở bán 2 dự án này vào Q2.24 và xây dựng, bàn giao trong giai đoạn 2025 – 2027. Chúng tôi nhận thấy cần có sự nỗ lực nhiều hơn từ Doanh nghiệp để có thể đưa các dự án nối tiếp này được đưa vào mở bán. Nếu tiến độ tiếp tục chậm trễ như thời gian vừa qua, doanh thu mảng BĐS của HDG dự kiến sẽ chứng kiến sự sụt giảm mạnh 38% trong năm 2025, khi những biệt thự cuối cùng của dự án Charm Villas được bàn giao cho khách hàng.

Một số dự án nối tiếp của HDG sau Charm Villas:

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	TMĐT (tỷ đồng)	Diện tích (m ²)	Sản phẩm	Tình trạng
Hado Green Lane	99%	Đường Phạm Thế Hiển, Quận 8, TP. HCM	1.650	23.239	3 tòa tháp, tổng cộng 1.231 căn chung cư	Đất sạch, đang hoàn thiện thủ tục pháp lý và chuẩn bị xây dựng, dự kiến mở bán vào Q2.24
Linh Trung (Kha Vạn Cân)	100%	Phường Linh Trung, TP. Thủ Đức, TP. HCM	1.943	27.126	3 tòa tháp, tổng cộng 1.000 căn chung cư & 100 căn nhà phố thấp tầng	Đất sạch, đang hoàn thiện thủ tục pháp lý và chuẩn bị xây dựng, dự kiến mở bán vào Q2.24

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Hado Green Lane



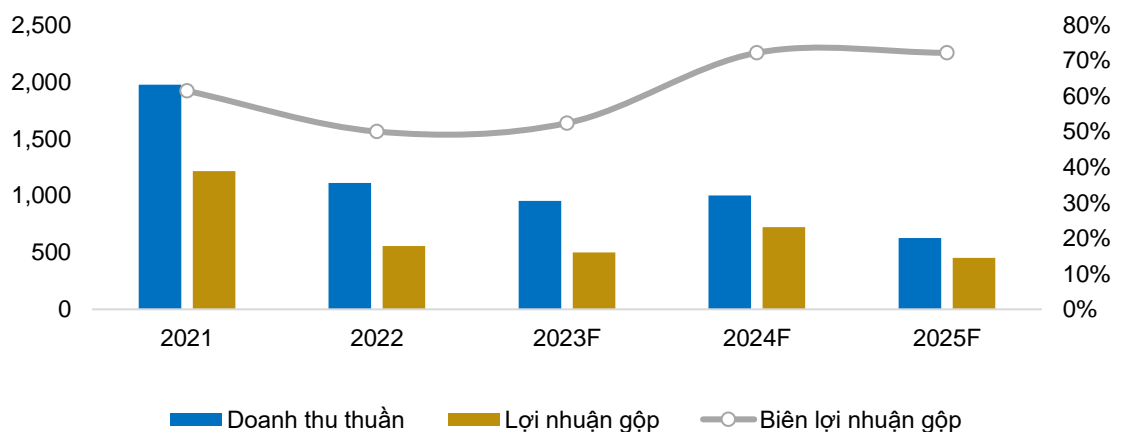
Hado Linh Trung



Nguồn: BVSC tổng hợp

Ngoài ra, HDG cũng đang trong quá trình nghiên cứu để thực hiện đầu tư vào một số quỹ đất ở Thanh Oai - Hà Nội, Huyện Bình Chánh - TP. HCM, và Ninh Thuận. Mới nhất, Ban lãnh đạo chia sẻ rằng Công ty đang đàm phán để mua lại quỹ đất khoảng 125 ha tại khu vực phía Tây Hà Nội, ước tính khoảng 1.000 tỷ đồng, với biên lợi nhuận khoảng 18 – 20%. Tuy nhiên, các dự án này đều là cho kế hoạch phát triển của HDG sau 2025, và ban lãnh đạo cũng đang tỏ ra thận trọng trong bối cảnh thị trường BĐS khó khăn như hiện nay.

Dự phóng KQKD mảng BĐS của HDG
(đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

HDG cũng chia sẻ kế hoạch thành lập công ty con là Hado Real Estate, sẽ quản lý toàn bộ tài sản BĐS của HDG, với mục tiêu sẽ tiến hành IPO trong dài hạn. Theo đó, HDG sẽ nắm giữ ít nhất 90% tại Công ty con này, 10% còn lại sẽ thuộc về Chủ tịch HĐQT của HDG và một số thành viên HĐQT. Theo chia sẻ, việc thành lập Công ty con này sẽ giúp HDG tái cấu trúc doanh nghiệp, hoạt động theo mô hình Công ty mẹ - Công ty con, nâng cao năng lực chuyên môn, tính chuyên nghiệp, và khả năng quản lý của các Công ty con của HDG.

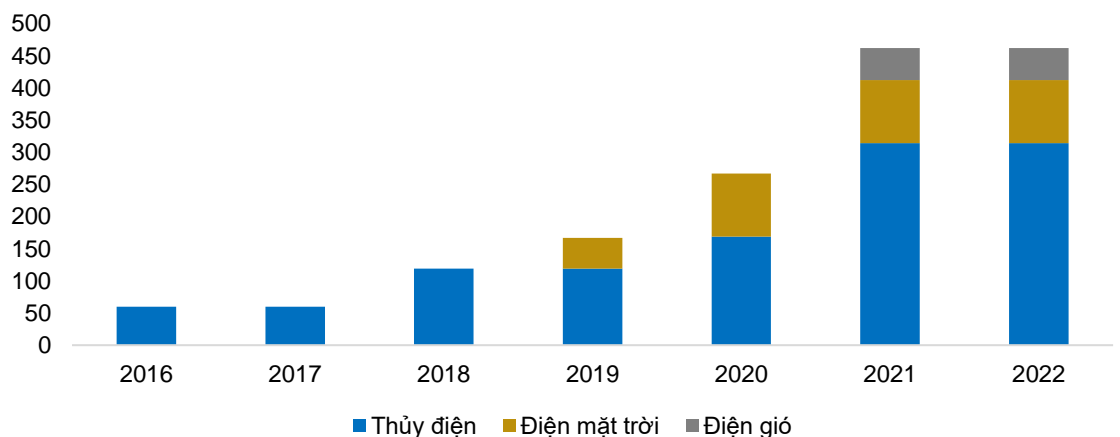
Kinh doanh điện gặp khó khăn trong 1 – 2 năm tới

Hiện nay, HDG đang sở hữu danh mục đầu tư điện năng khá đa dạng, lên đến 462MW, vào cả 3 nguồn năng lượng tái tạo là: thủy điện, điện gió và điện mặt trời. Chi tiết danh mục các dự án như sau:

Dự án	Loại hình	Tỷ lệ sở hữu	Công suất (MW/MWp)	TMĐT (tỷ đồng)	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	Năm hoạt động
Za Hưng	Thủy điện	51,8%	30	504	16,8	2009
Nậm Pông	Thủy điện	51,8%	30	796	26,5	2014
Nhạn Hạc	Thủy điện	51,8%	59	1.299	22,0	2018
Sông Tranh 4	Thủy điện	62,0%	48	1.475	30,7	T9.2021
Đắk Mi 2	Thủy điện	97,6%	147	3.454	23,5	T10.2021
Hồng Phong 4.1	Điện mặt trời	83,3%	48	939	19,6	T6.2019
SP Infra 1	Điện mặt trời	100%	50	973	19,5	T9.2020
7A Thuận Nam	Điện gió	100%	50	1.739	34,8	T9.2021
Tổng cộng			462	11.179		

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Công suất các nhà máy điện của HDG (đơn vị: MW)

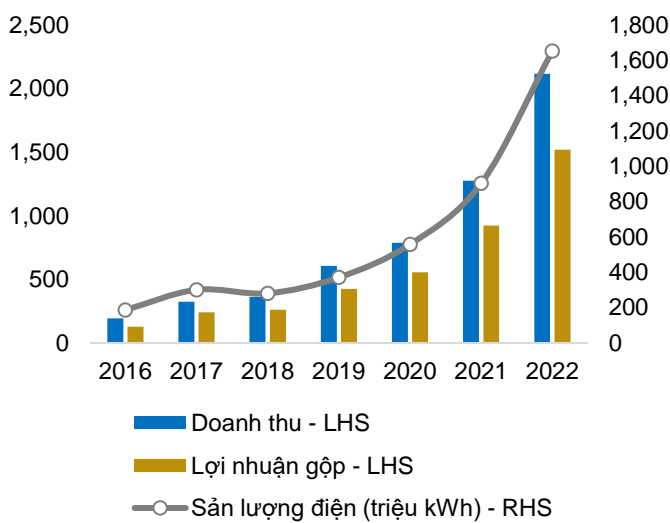


Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

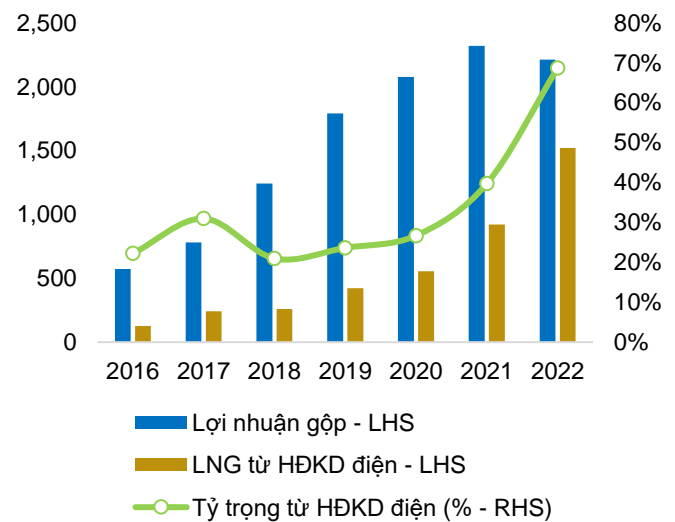
Chúng tôi đánh giá cao hoạt động đầu tư kinh doanh điện năng của HDG. Các nhà máy điện của HDG đều hoạt động với hiệu quả cao, ngày càng đóng góp lớn vào KQKD của HDG trong các năm vừa qua khi: (1) suất đầu tư hợp lý; (2) chi phí quản lý thấp; và (3) giá bán điện cao. Trong tháng 9 và tháng 10/2021, HDG đã lần lượt vận hành thương mại 3 nhà máy điện mới, bao gồm 2 NM Thủy điện Sông Tranh 4 (48MW) và Đắk Mi 2 (147 MW); và đặc biệt là NM Điện gió 7A (50MW)

được hưởng giá FiT ưu đãi 8,5 cents/kWh. Như vậy, kể từ năm 2022, danh mục điện của HDG có thể đem lại 1,8 – 2,2 nghìn tỷ doanh thu mỗi năm, với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt khoảng 65 – 70%. Ngoài đóng góp về lợi nhuận, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh điện cũng giúp HDG trang trải chi phí hoạt động, chi phí tài chính và chi trả cổ tức cho các cổ đông. Trong bối cảnh thị trường bất động sản đang gặp rất nhiều khó khăn, dòng tiền đem về từ danh mục NLTT của HDG sẽ có vai trò rất quan trọng, giúp Công ty đảm bảo được sự an toàn về tài chính.

KQKD mảng năng lượng của HDG
(đơn vị: tỷ đồng)



Đóng góp từ HĐKD điện cho HDG
(đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

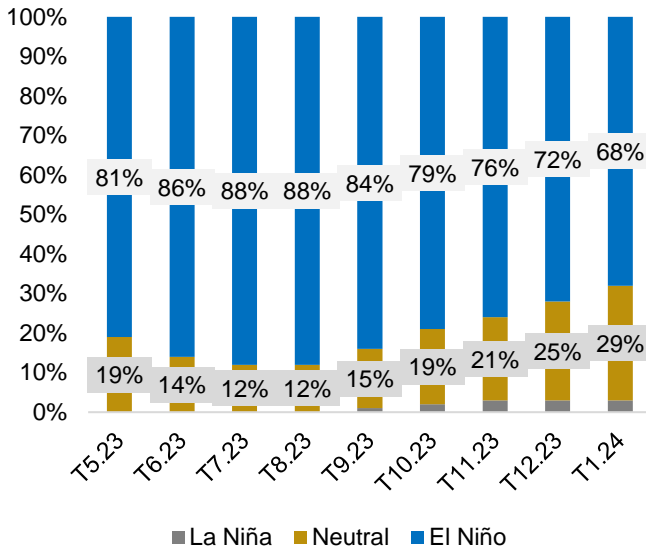
Tình hình thủy văn đã có diễn biến rất tích cực cho các nhà máy thủy điện trong năm 2022. Đồng thời, việc có thêm 3 nhà máy điện mới trong cuối năm 2021 cũng đóng góp tích cực vào KQKD của HDG kể từ 2022. Sản lượng điện thương phẩm ghi nhận từ các nhà máy điện trong 2022 của HDG đạt mức 1.652 triệu kWh (+83% y/y), với doanh thu đạt mức 2.116 tỷ đồng (+66% y/y). Tuy nhiên, theo cập nhật mới nhất của Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI), ENSO hiện đang chuyển sang trạng thái trung tính, đồng thời dự báo hiện tượng El Nino xảy ra từ đầu mùa hè 2023 và duy trì đến năm 2024 với mức xác suất khoảng 70 – 80%. Ngoài ra, tháng 4 là thời điểm bắt đầu mùa khô tại miền Trung, với lượng mưa thấp hơn nhiều so với mức trung bình nhiều năm (TBNN). Như vậy, các nhà máy thủy điện của HDG dự kiến sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong các tháng tiếp theo khi lượng nước về hồ chứa thấp.

Dự báo Tổng lưu lượng dòng chảy đến các hồ chứa tại một số khu vực

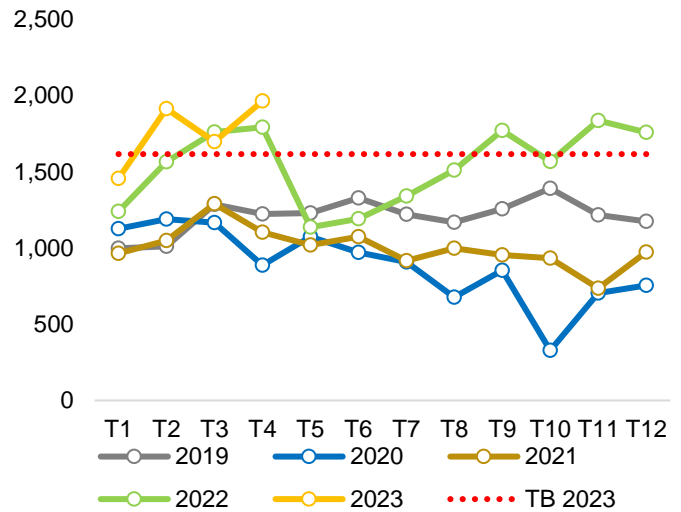
Khu vực dự báo	Nhà máy	Dự báo
Bắc Trung Bộ	Nậm Pông, Nhận Hạc	Thấp hơn từ 15 – 35% so với TBNN
Nam Trung Bộ	Za Hưng, Sông Tranh 4, Đắc Mi 2	Thấp hơn từ 15 – 40% so với TBNN

Nguồn: Bộ Tài nguyên và Môi trường, Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Quốc gia

Xác suất tình hình thủy văn
(cập nhật tháng 05/2023)



Giá phát điện trên thị trường cạnh tranh (VCGM)
(đơn vị: đồng/kWh)



Nguồn: IRI, Genco3, BVSC tổng hợp

Các nhà máy thủy điện Za Hưng, Nậm Pông, Nhận Hạc được áp dụng biểu giá chi phí tránh được cho các nhà máy thủy điện nhỏ. Cơ chế này giúp các nhà máy được hưởng giá bán điện ổn định và cao hơn khoảng 10 – 15% so với mức bình quân của các nhà máy thủy điện lớn. Nhờ vậy, các nhà máy này có tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) khá hấp dẫn, khoảng từ 15 – 20%.

Biểu giá chi phí tránh được năm 2023

Giá điện năng (đồng/kWh)	Mùa khô (1/11 – 30/6 năm sau)			Mùa mưa (1/7 – 31/10)			Điện năng dư
	Cao điểm	Bình thường	Thấp điểm	Cao điểm	Bình thường	Thấp điểm	
Miền Bắc	726	726	725	703	704	702	351
Miền Trung	729	729	729	707	708	706	353
Miền Nam	749	749	748	727	727	726	363
Giá công suất cho cả 3 miền	1.932						

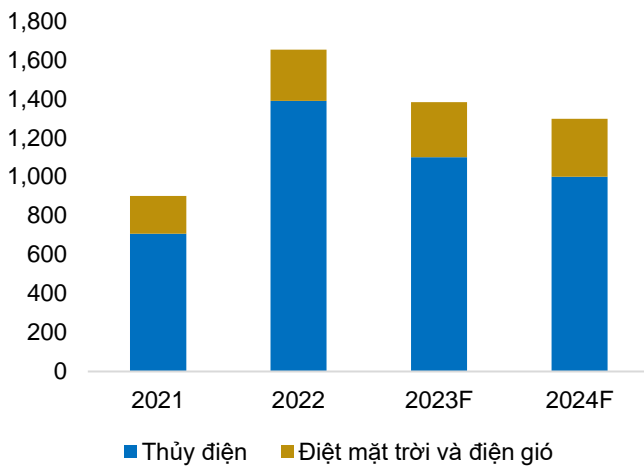
Nguồn: Bộ Công thương, BVSC tổng hợp

Đối với 2 nhà máy thủy điện lớn là Sông Tranh 4 và Đăk Mi 2 thì không được áp dụng cơ chế giá chi phí tránh được, tuy nhiên sẽ được tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh (CGM). Trong 4T.23, giá CGM trung bình đạt mức 1.758 đồng/kWh (+11% y/y), trong bối cảnh: (1) NVL đầu vào như than và khí tăng trong thời gian vừa qua; và (2) sản lượng điện từ các NM Thủy điện thấp do gặp tình hình thủy văn không thuận lợi. Chúng tôi ước tính giá CGM trung bình cả năm 2023 sẽ đạt mức 1.616 đồng/kWh (+5% y/y). Như vậy, 2 nhà máy Sông Tranh 4 và Đăk Mi 2 sẽ được hưởng lợi nhờ nền giá của thủy điện trên CGM được gia tăng, bù đắp phần nào cho phần sản lượng sụt giảm.

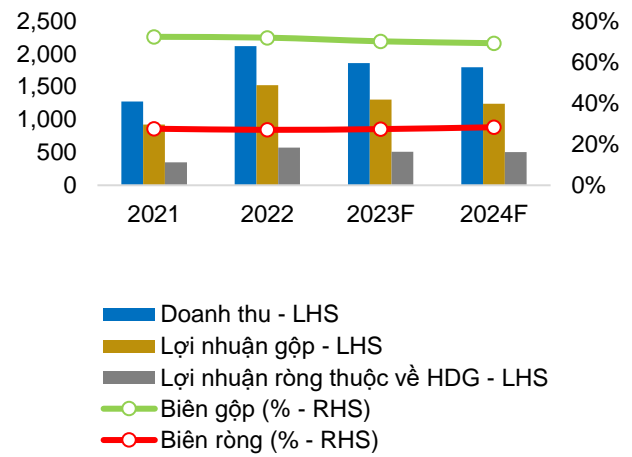
Năm 2023, với tình hình thủy văn kém khả quan, chúng tôi ước tính sản lượng điện thương phẩm của danh mục điện đạt mức 1.383 triệu kWh (-16% y/y), đem về doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt mức 1.859 tỷ đồng (-12% y/y) và 1.302 tỷ đồng (-14% y/y).

Ngoài ra, theo HDG, Công ty đã hoàn thành M&A 1 dự án thủy điện nhỏ (công suất khoảng 12MW, HDG đang xin chủ trương đầu tư lên 20MW) trong đầu năm 2023, và đang trong quá trình đàm phán M&A 1 dự án thủy điện lớn khoảng 100MW. 2 dự án này sẽ được HDG đầu tư xây dựng trong năm 2024 và đặt kế hoạch vận hành thương mại vào năm 2025. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật khi có thêm các thông tin mới.

Sản lượng điện thương phẩm
(đơn vị: triệu kWh)



Đóng góp từ HĐKD điện cho HDG
(đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: BVSC ước tính và tổng hợp

Ngày 15/05/2023, Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021 – 2030 tầm nhìn đến năm 2050 (Quy hoạch điện VIII) đã chính thức được phê duyệt. Đây được đánh giá là nền tảng chính sách quan trọng cho tương lai của ngành điện. Theo đó, quy hoạch đang khuyến khích phát triển các dự án NLTT ngoài thủy điện như điện gió, điện mặt trời và điện sinh khối, nhằm đảm bảo mục tiêu Net Zero vào năm 2050. Đặc biệt, từ nay đến năm 2030, có thể thấy QHĐ VIII xác định ưu tiên phát triển mạnh nguồn năng lượng điện gió. Tính theo số tuyệt đối, dự kiến sẽ có thêm khoảng **10.799 – 24.754 MW** nguồn điện gió được đưa vào phát triển trong giai đoạn 7 năm tới.

Như vậy, trong trung và dài hạn, chúng tôi đánh giá rằng ngành điện nói chung, đặc biệt là nhóm NLTT, sẽ có triển vọng rất tích cực, cùng với mức tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện vào khoảng **8 – 9%/năm**.

Cân đối công suất đặt nguồn điện kịch bản phục vụ điều hành

Công suất đặt nguồn điện (đơn vị: MW)	2025	2030	2035	2040	2045	2050
Tổng nguồn toàn quốc	104.989	158.244	242.159	354.089	470.712	573.129
Nhiệt điện than	28.757	30.127	23.137	15.337	3.635	0
Nhiệt điện than đốt kèm sinh khối/amoniac	0	0	6.990	14.790	18.642	0
NĐ than chuyển hoàn toàn sang sinh khối/amoniac	0	0	0	0	6.990	25.632
TBKHH+NĐ khí trong nước, chuyển LNG	7.076	14.930	7.900	7.900	7.900	7.900
NĐ khí nội chuyển LNG kèm hydro	0	0	7.030	7.030	0	0
NĐ khí nội chuyển hydro hoàn toàn	0	0	0	0	7.030	7.030
TBKHH sử dụng LNG mới	2.700	22.400	22.700	12.200	0	0
TBKHH LNG đốt kèm hydro	0	0	2.700	13.200	21.900	4.500
TBKHH LNG chuyển hydro hoàn toàn	0	0	0	0	3.500	20.900
Nguồn nhiệt điện linh hoạt	0	300	9.000	23.100	33.900	46.200
NĐ+TBK dầu	1.221	0	0	0	0	0
Thủy điện (cả TĐ nhỏ)	26.795	29.346	33.654	34.414	35.139	36.016
Điện gió trên bờ, gần bờ	13.416	21.880	30.400	46.100	62.250	77.050
Điện gió ngoài khơi	0	6.000	18.000	45.500	79.500	91.500
ĐMT tập trung/mái nhà/Tự sản tự tiêu	17.891	20.591	56.866	94.866	135.824	189.294
Điện sinh khối, rác và NLTT khác	1.180	2.270	3.290	4.960	5.210	6.015
Thủy điện tích năng và pin lưu trữ	50	2.700	9.450	19.950	33.750	45.550
Nhập khẩu	4.453	5.000	7.742	10.242	11.042	11.042
NMND cấp cho phụ tải riêng (đồng phát)	1.450	2.700	3.300	4.500	4.500	4.500

Nguồn: Quy hoạch điện VIII, BVSC tổng hợp

Trong năm 2021, HDG đã thông qua quyết định thành lập CTCP Năng lượng Hà Đô, với mục tiêu phát triển danh mục NLTT lên đến 1GW từ nay đến 2025 (+116% so với công suất thời điểm hiện tại). HDG có kế hoạch sẽ tiến hành IPO cho Công ty con này, khi có nhu cầu tăng vốn chủ sở hữu, để phát triển các dự án NLTT sau này. Theo chia sẻ, hiện HDG đang trong quá trình khảo sát 5 dự án điện gió mới và 1 dự án mở rộng cho giai đoạn 5 năm tới. Sơ bộ, HDG nhận định các vị trí này đều có tốc độ gió khá tốt – từ 6,1 – 6,6 m/s, với hệ số tải cao từ 31 – 35%. Ban lãnh đạo cũng chia sẻ thêm, với các dự án điện gió mới này, giá bán điện cho EVN rơi vào khoảng 7 US cents/kWh là Công ty hoàn toàn có thể triển khai được. Cả 5 dự án mới và 1 dự án mở rộng hiện đều đã có phê duyệt chủ trương đầu tư trong QHĐ VIII. Tuy nhiên, chúng tôi tạm thời chưa đưa các dự án mới này vào mô hình định giá, do chưa có cơ chế giá mới chính thức cho các dự án NLTT, và sẽ cập nhật khi có thêm các thông tin mới.

Chúng tôi đánh giá cao năng lực phát triển các dự án NLTT của HDG nhờ những lợi thế cạnh tranh như: (1) phát triển các dự án ở quy mô lớn giúp giảm suất đầu tư; (2) khả năng tiếp cận nguồn vốn rẻ (lãi suất ở dự án hiện hữu là 6% bằng đồng EUR); và (3) khả năng quản lý và vận hành nhà máy, giúp tiết giảm chi phí và nâng cao hiệu quả dự án.

Một số dự án điện gió trong kế hoạch phát triển của HDG

Dự án	Vị trí	Công suất (MW)	Thời gian triển khai
7A mở rộng	Ninh Thuận	21 MW	2023-2024
Hướng Phùng	Quảng Trị	30 MW	2024-2025
NMĐG số 13	Sóc Trăng	40 MW	2024-2025
Phước Hữu	Ninh Thuận	50 MW	2024-2025
Ea H'leo 1&2	Đắk Lắk	57 MW	2024-2025
An Phong	Ninh Thuận	300 MW	2025-2027
Tổng cộng		497 MW	

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Hoạt động cho thuê bất động sản tăng trưởng ổn định

Đây là hoạt động đã và đang mang lại nguồn thu và dòng tiền cho HDG trong thời gian qua. Các bất động sản công ty đang vận hành cho thuê chủ yếu bao gồm tòa nhà văn phòng, khách sạn, các sàn thương mại ở chung cư. Mặc dù hoạt động kinh doanh khách sạn có bị ảnh hưởng đôi chút trong năm 2020 và 2021 do đại dịch Covid kéo dài, cùng với các đợt giãn cách nghiêm ngặt. Tuy nhiên, hoạt động cho thuê và quản lý BĐS, dịch vụ lại có sự tăng trưởng, đến từ nguồn cung sàn thương mại từ các dự án Hado Riverside và Hado Centrosa. Doanh thu từ cho thuê BĐS ước tính đóng góp khoảng 350 – 420 tỷ đồng/năm cho HDG, với lợi nhuận gộp khoảng 130 – 160 tỷ đồng. Đây là nguồn thu quan trọng, góp phần đảm bảo cho hoạt động của HDG an toàn, ổn định, nếu thị trường BĐS có những diễn biến khó khăn.

Văn phòng cho thuê	Khách sạn IBIS	TTM Hoàng Sâm	Hado South Building	Hado Airport Building	TTM KDT Dịch Vọng	TTM Hoàng Văn Thái	TTM Hado Riverside	Hado Centrosa	Tổng cộng
Diện tích sàn (m2)	52.000	554	17.000	10.843	1.650	682	1.516	9.000	32.245
Doanh thu/năm (tỷ đồng)	72	4	127	81	12	5	11	67	379

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

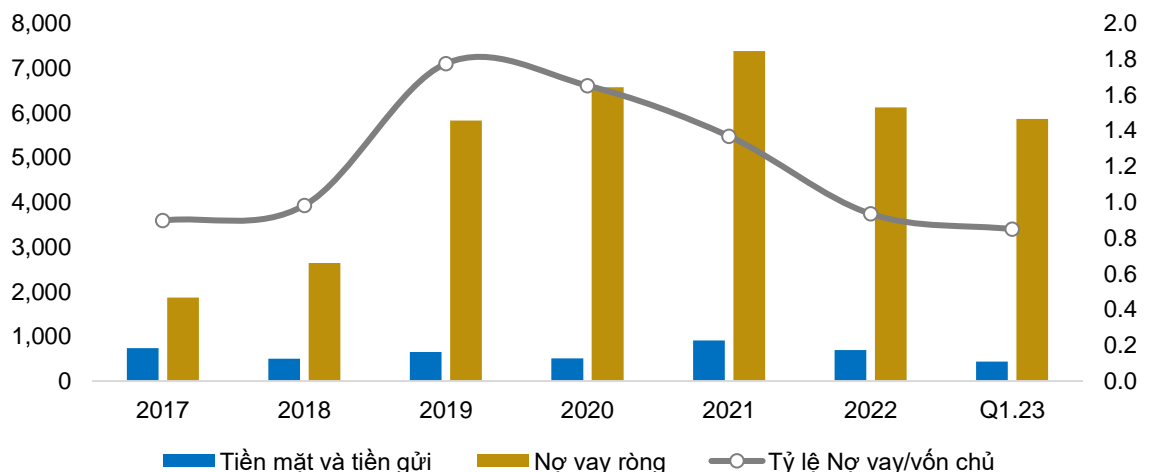
Cập nhật KQKD Q1.2023

Đơn vị: triệu đồng	Q1.2022	Q1.2023	% y/y	Ghi chú
Doanh thu	684.797	955.895	40%	
- BĐS	126.977	312.086	146%	Tăng trưởng mạnh y/y nhờ trong Q1.23 bàn giao 13 căn tại Charm Villas, so với mức 6 căn trong Q1.22.
- Năng lượng	477.701	543.016	14%	Sản lượng điện thương phẩm đạt mức 356 triệu kWh (+23% y/y). Sản lượng thủy điện tăng trưởng mạnh y/y khi các nhà máy tận dụng được lượng nước về hồ tốt trong các tháng cuối năm 2022. NM điện gió 7A đạt sản lượng 40 triệu kWh (+38% y/y), bù đắp cho sản lượng sụt giảm 1% y/y từ 2 nhà máy điện mặt trời.
- Khác	80.119	100.793	26%	Chủ yếu nhờ tỷ lệ lấp đầy bình quân khách sạn IBIS trong kỳ đạt mức 65%, so với mức thấp 18% trong Q1.22.
Lợi nhuận gộp	464.495	575.351	24%	Biên lợi nhuận gộp đạt mức 60,2%, thấp hơn so với mức 67,8% trong Q1.22, do HDG đã trích lập thêm chi phí sử dụng đất bổ sung cho dự án Charm Villas.
Chi phí bán hàng	6.861	831	-88%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	36.292	35.682	-2%	
Thu nhập tài chính	26.642	6.626	-75%	
Chi phí tài chính	122.723	149.062	21%	Do lãi vay tăng.
Thu nhập khác (ròng)	-81	2.499	-	
LNTT	325.180	398.901	23%	
LNST sau CĐTS	244.259	302.733	24%	

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Tính đến cuối Q1.23, nợ vay ngắn và dài hạn của HDG đạt mức 5.861 tỷ đồng, giảm khoảng 260 tỷ so với cuối năm 2022. Việc hoạt động hiệu quả, cũng như dòng tiền rất khỏe đến từ cả hoạt động kinh doanh BĐS và điện năng, đã giúp Công ty liên tục hạ tỷ lệ đòn bẩy và giảm bớt áp lực tài chính cho HDG. Hiện tại, tỷ lệ D/E của HDG đạt mức an toàn 0.8 lần.

Tình hình tài chính HDG
(đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC tổng hợp

Dự phóng KQKD 2023 - 2024

Chúng tôi cho rằng kinh doanh điện năng và BĐS vẫn là 2 trụ cột chính trong bức tranh kinh doanh của HDG trong thời gian tới. Dự phóng, doanh thu kinh doanh năng lượng trong năm 2023 và 2024 lần lượt đạt mức 1.859 tỷ đồng (-12% y/y) và 1.792 tỷ đồng (-4% y/y) do diễn biến tình hình thủy văn kém thuận lợi. Doanh thu mảng BĐS trong giai đoạn 2023 – 2024 vẫn sẽ được đóng góp từ dự án Charm Villas, dự phóng năm 2023 đạt mức 954 tỷ đồng (-14% y/y). KQKD năm 2024 sẽ phụ thuộc rất lớn vào thời điểm mở bán 130 căn còn lại của dự án. Với những thông tin ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng HDG sẽ chính thức mở bán giai đoạn 3 của dự án vào đầu năm 2024, bàn giao 80 căn và đem về doanh thu 1.000 tỷ đồng (+5% y/y) cho HDG. Hoạt động kinh doanh khác như dịch vụ, cho thuê bất động sản, khách sạn ổn định và tăng trưởng khoảng 5 – 7% y/y.

Lợi nhuận gộp năm 2023 và 2024 dự phóng lần lượt đạt mức 1.939 tỷ đồng (-12% y/y) và 2.109 tỷ đồng (+8% y/y). Lợi nhuận gộp năm 2024 đạt mức tăng trưởng nhanh hơn mức tăng trưởng doanh thu, đến từ việc biên lợi nhuận gộp được mở rộng. Như chúng tôi đã lưu ý ở trên, HDG sẽ thực hiện trích lập chi phí tiền sử dụng đất bổ sung, ước tính khoảng 400 tỷ. Các căn biệt thự mở bán ở giai đoạn 3 sẽ không còn phải ghi bổ sung chi phí này nữa, dẫn đến biên lợi nhuận gộp năm 2024 được cải thiện.

Đơn vị: tỷ đồng	2022	2023F	2024F	2023 y/y	2024 y/y
Doanh thu thuần	3.581	3.191	3.190	-10,9%	-0,0%
- Bất động sản	1.112	954	1.000	-14,2%	4,9%
- Năng lượng	2.116	1.859	1.792	-12,1%	-3,6%
- Khách sạn	60	72	76	20,0%	5,0%
- Cho thuê, quản lý BĐS và khác	294	307	322	4,5%	5,0%
Lợi nhuận gộp	2.212	1.939	2.109	-12,4%	8,7%
Biên LN gộp (%)	61,8%	60,8%	66,1%	-1,6%	8,8%

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

Như vậy, tổng hợp lại, BVSC dự báo doanh thu thuần năm 2023 và 2024 của HDG lần lượt đạt 3.191 tỷ đồng (+2% y/y) và 3.190 tỷ đồng (-0% y/y). LNST sau CĐT lần lượt đạt 942 tỷ đồng (-14% y/y) và 1.206 tỷ đồng (+28% y/y). Theo đó, EPS trong năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 3.851 đồng/cp và 4.932 đồng/cp. Chi tiết dự phóng như sau:

Đơn vị: tỷ đồng	2022	2023F	2024F	2023 y/y	2024 y/y
Doanh thu thuần	3.581	3.191	3.190	-10,9%	0,0%
Lợi nhuận gộp	2.212	1.939	2.109	-12,4%	8,7%
Doanh thu tài chính	83	101	164	21,5%	62,6%
Chi phí tài chính	517	463	402	-10,5%	-13,2%
Thu nhập khác	-10	-2	-8	-78,3%	273,7%
LNTT	1.604	1.369	1.657	-14,7%	21,0%
Lợi nhuận ròng sau CĐT	1.096	942	1.206	-14,0%	28,1%
BLN gộp	61,8%	60,8%	66,1%	-1,6%	8,8%
BLN ròng	30,6%	29,5%	37,8%	-3,5%	28,1%
EPS (đồng/cp)	4.479	3.851	4.932		

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 3 phương pháp NAV, so sánh P/E và P/B để xác định giá trị hợp lý cho HDG. Kết quả, giá theo 3 phương pháp trên là **43.800 đồng/cp**, tương ứng với mức thặng dư 21,7% so với giá thị trường ngày 08/06/2023 là 36.000 đồng/cp. Chi tiết như sau:

Mô hình định giá	Giá trị (đồng/cp)	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV	49.507	33%	16.502
P/B	43.403	33%	14.468
P/E	38.507	33%	12.836
Giá bình quân (đồng/cp)			43.806

Định giá theo phương pháp NAV

Chỉ tiêu (đơn vị: tr.đồng)	31/03/2023	Giá trị đánh giá lại
TỔNG TÀI SẢN	14.748.740	16.521.915
Tài sản ngắn hạn	3.546.367	5.184.921
- Tiền và tương đương tiền	436.297	436.297
- Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.714	1.714
- Phải thu ngắn hạn	1.945.978	1.945.978
- Hàng tồn kho	1.119.877	2.758.430
- Tài sản ngắn hạn khác	42.503	42.503
Tài sản dài hạn	11.202.372	11.336.994
- Phải thu dài hạn	15.173	15.173
- TSCĐ	9.427.193	9.427.193
- Bất động sản đầu tư	784.082	918.703
- Tài sản dở dang dài hạn	850.994	850.994
- Đầu tư tài chính dài hạn	3.130	3.130
- Tài sản dài hạn khác	121.800	121.800

Định giá NAV (đơn vị: tr.đồng)	31/03/2023
Tổng tài sản sau khi định giá lại	16.521.915
+ Giá trị gia tăng từ các nhà máy điện	2.014.968
- Nợ phải trả	3.045.338
Giá trị của vốn chủ sở hữu	15.491.545
- Lợi ích cổ đông thiểu số	1.244.775
<i>Chiết khấu rủi ro</i>	15%
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu sau CĐTS	12.109.755
Số lượng cổ phần pha loãng tối đa	244.605.898
Giá cổ phần (đồng/cp)	49.507

Định giá theo phương pháp P/E và P/B

BVSC theo dõi lịch sử PB, PE của HDG trong các giai đoạn nổi lỏng tiền tệ và thắt chặt. Giai đoạn nổi lỏng như 2014-2017 và 2020-2021 thì PE, PB của HDG dao động trong khoảng 9,2 – 14,7x (P/E) và 1,6 – 2,4x (P/B). Giai đoạn chính sách tiền tệ kiểm soát hơn như 2018-2019 thì lần lượt là 4 – 8x (P/E) và 1,2 – 2,2x (P/B). Hiện tại, chính sách tiền tệ đang dần được nới lỏng cùng với những chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản và thị trường trái phiếu, đồng thời chúng tôi cũng kỳ vọng thị trường BĐS sẽ có sự phục hồi vào năm 2024. Do đó, BVSC lựa chọn mức P/E và P/B hợp lý cho HDG là 10x và 1,7x. Tính đến hết năm 2023, giá trị sổ sách điều chỉnh sau CĐTS của HDG dự phóng là 25.531 đồng/cp.

Mô hình định giá	Target	Giá trị hợp lý (đồng/cp)
P/B	1,7x	43.403
P/E	10x	38.507

Khuyến nghị

Chúng tôi đánh giá HDG là một doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định và sức khỏe tài chính và dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt, cùng với những tham vọng lớn trong giai đoạn 5 – 10 năm tới. Đặc biệt, việc Quy hoạch điện VIII được phê duyệt cùng với những định hướng rõ ràng trong việc phát triển nguồn NLTT sẽ mở ra các cơ hội cho các nhà đầu tư vào lĩnh vực “điện sạch” lớn như HDG. Chúng tôi cũng kỳ vọng những văn bản hướng dẫn tiếp theo sẽ được ban hành vào cuối năm 2023 hoặc đầu năm 2024. Như vậy, HDG sẽ có thể bắt đầu triển khai đầu tư xây dựng các dự án điện gió, thủy điện từ năm 2024 và đưa vào vận hành thương mại vào giai đoạn 2025 – 2027. Ngoài ra, Ban lãnh đạo HDG cũng đặt ra những kế hoạch lớn trong giai đoạn phát triển tiếp theo ở mảng BĐS, như việc mở rộng quỹ đất thêm 320 ha, so với mức hơn 16 ha ở thời điểm hiện tại.

Hiện tại, HDG đang giao dịch ở mức P/E và P/B forward 2023 lần lượt là 9,3x và 1,2x, hấp dẫn để nhà đầu tư có thể tích lũy cổ phiếu của doanh nghiệp tiềm năng, có giá trị tài sản cao, đồng thời có triển vọng trong trung và dài hạn. Với kết quả định giá và các nhận định trên, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu là **43.800 đồng/cp**, cao hơn giá đóng cửa ngày 08/06/2023 là 21,7%.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	4.999	3.777	3.581	3.191
Giá vốn	2.922	1.457	1.369	1.252
Lợi nhuận gộp	14	119	5	64
Chi phí bán hàng	192	222	159	142
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2.076	2.320	2.212	1.939
Doanh thu tài chính	45	80	83	101
Chi phí tài chính	370	408	517	463
Lợi nhuận sau thuế	979	1.096	1.096	942

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
Tiền & khoản tương đương tiền	508	910	696	1.143
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.779	1.713	1.711	1.486
Hàng tồn kho	1.757	1.365	1.382	1.218
Tài sản cố định hữu hình	3.845	9.466	9.100	8.640
Tổng tài sản	13.879	15.892	15.105	14.639
Nợ ngắn hạn	850	1.289	959	631
Nợ dài hạn	5.718	6.086	5.160	4.337
Vốn chủ sở hữu	3.977	5.390	6.548	7.319
Tổng nguồn vốn	13.879	15.892	15.105	14.639

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	15,1%	-24,4%	-5,2%	-10,9%
Tăng trưởng LNST	5,1%	12,0%	-0,1%	-14,0%
Chỉ tiêu sinh lời				
BLN gộp	41,5%	61,4%	61,8%	60,8%
BLN ròng	19,6%	29,0%	30,6%	29,5%
ROA	7,1%	7,4%	7,1%	6,3%
ROE	27,0%	23,4%	18,4%	13,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
D/A	47,3%	46,4%	40,5%	33,9%
D/E	165,1%	136,8%	93,4%	67,9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.862	5.447	4.479	3.851
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	25.781	27.452	26.770	29.921

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Tuấn Dương** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp. Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính

khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng

hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS

thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT

phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng

anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản

manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán

phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng

tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản

minhtnn@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD

duongtt@bvsc.com.vn





Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888