

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG)

KHẢ QUAN +11,5%

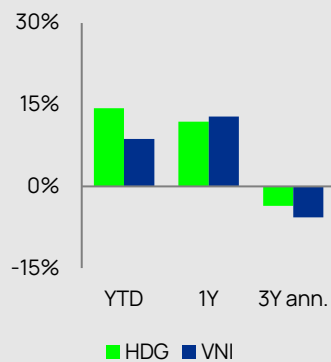
Ngành	Điện/BDS
Ngày báo cáo	25/11/2024
Giá hiện tại	28.250 VND
Giá mục tiêu	31.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	29.300 VND
TL tăng	+9,7%
Lợi suất cổ tức	1,8%
Tổng mức sinh lời	+11,5%
GT vốn hóa	9,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	3 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	77,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	336,0 tr
Pha loãng	336,0 tr

	HDG	VNI
P/E (trượt)	13,8x	14,2x
P/B (hiện tại)	1,5x	1,6x
ROA	4,9%	1,9%
ROE	12,0%	12,3%

Tổng quan Công ty

Được thành lập vào năm 1990 với tư cách là một công ty xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng, HDG hiện là chủ đầu tư bất động sản tại Hà Nội và TP.HCM và nhà đầu tư lớn trong lĩnh vực năng lượng tái tạo của Việt Nam với 314 MW thủy điện, 82 MW điện mặt trời và 50 MW điện gió (tính đến cuối năm 2024).

Diễn biến giá cổ phiếu



Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.882	2.784	3.475	4.301
% YoY	-19,5%	-3,4%	24,8%	23,8%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	665	591	882	1.052
% YoY	-39,3%	-11,2%	49,3%	19,3%
EPS	-39,3%	-11,2%	49,3%	19,3%
Biên LN gộp	59,5%	54,3%	58,6%	59,9%
Biên LN ròng	23,1%	21,2%	25,4%	24,5%
ROE	11,8%	9,6%	13,2%	14,3%
Nợ ròng/vốn CSH	65,5%	54,3%	71,3%	172,1%
Lợi suất cổ tức	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Cổ tức (đồng/CP)	500	500	500	500
P/E	14,7x	16,6x	11,1x	9,3x
P/B	1,4x	1,5x	1,4x	1,2x
EV/EBITDA	7,7x	8,2x	7,5x	9,6x

Doanh số tại Charm Villas thúc đẩy lợi nhuận trong năm 2025

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 5,8% giá mục tiêu cho CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) lên 31.000 đồng/CP và nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu chủ yếu bởi (1) định giá của chúng tôi đối với mảng điện tăng 8% (chủ yếu là do chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận thủy điện tăng), (2) số dư tiền mặt ròng của công ty mẹ cao hơn và (3) tác động tích cực của việc cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2025. Những yếu tố trên bù đắp cho mức định giá thấp hơn 4% của chúng tôi đối với mảng BDS, chủ yếu là do định giá của chúng tôi đối với dự án khu đô thị Dịch Vọng giảm 80% do tiến độ pháp lý và giải ngân vốn XDCB chậm.
- Chúng tôi duy trì dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028, lần lượt thay đổi -9%/-9%/+30%/-12%/+6% trong năm 2024/25/26/27/28, chủ yếu là do (1) tổng LNST sau lợi ích CĐTS từ Charm Villas giai đoạn 3 tăng 11% và (2) tổng LNST sau lợi ích CĐTS từ mảng điện tăng 9% (chủ yếu do lợi nhuận từ thủy điện dự kiến tăng). Các yếu tố này bù đắp cho dự báo lợi nhuận từ dự án Dịch Vọng giảm và dự báo chi phí Holdco tăng của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 49% YoY, chủ yếu là do (1) lợi nhuận từ BDS tăng 3,7 lần do ghi nhận doanh số từ dự án Charm Villas giai đoạn 3 và (2) lợi nhuận từ mảng năng lượng tăng 34% YoY, chủ yếu là do mảng thủy điện tích cực.
- Định giá của HDG khá hấp dẫn với P/E năm 2025 là 11,1 lần so với P/E trung bình 4 năm của các công ty điện là 13,4 lần. P/E năm 2025 tương ứng với PEG là 0,7 dựa trên tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS giai đoạn 2023-2026 là 17%.
- Yếu tố hỗ trợ: Loại bỏ rủi ro pháp lý đối với dự án điện mặt trời Hồng Phong và hoạt động kinh doanh KCN mới (khoảng 450 ha).

Chúng tôi lùi thời gian ghi nhận doanh thu giai đoạn 3 của Charm Villas thêm 6 tháng sang giai đoạn 2025/26/27 nhưng tăng dự báo LNST của dự án này. Chúng tôi dự báo HDG sẽ bắt đầu mở bán trong nửa đầu năm 2025, ban đầu dự kiến vào quý 3/2024, để tận dụng tốt hơn giá đất tăng ở khu vực Hà Nội. Theo HDG, một số căn hộ đã bán tại Charm Villas đang được giao dịch với giá khoảng 150 triệu đồng/m² trên thị trường thứ cấp. Do đó, chúng tôi tăng giá định giá bán trung bình lên 115 triệu đồng/m² từ mức 90 triệu đồng/m² trong dự báo trước đó. Chúng tôi dự báo HDG sẽ bàn giao 38/38/32 căn hộ trong các năm 2025/26/27, tương đương với 2,5 nghìn tỷ đồng doanh thu và 1,0 nghìn tỷ đồng LNST (so với 880 tỷ đồng trong dự báo trước đó), phù hợp với kế hoạch của HDG.

Chúng tôi tăng dự báo tổng sản lượng thủy điện giai đoạn 2024-2028 thêm 13% do kết quả 9T 2024 khả quan hơn dự kiến trên tất cả các nhà máy điện và dự báo điều kiện thời tiết thuận lợi trong các năm 2025/2026. Điều này chủ yếu góp phần vào mức tăng 9% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi cho mảng năng lượng.

Chúng tôi điều chỉnh dự báo tiến độ bàn giao của khu phức hợp Dịch Vọng từ 40%/60% xuống 10%/90% trong các năm 2027/2028. Theo HDG, tính đến tháng 11/2024, HDG gần như chưa hoàn thành các thủ tục pháp lý và chỉ mới chi 0,2 tỷ đồng vốn đầu tư XDCB cho dự án này. Do đó, chúng tôi lùi thời gian bàn giao và giảm 80% định giá của chúng tôi cho dự án này xuống còn 73 tỷ đồng.

Triển vọng năm 2024: Lợi nhuận thấp hơn ở tất cả các mảng, cùng với việc trì hoãn thời gian mở bán Charm Villas giai đoạn 3

Hình 1: Dự báo năm 2024

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024	YoY	Dự báo 2024 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo 2024 mới/cũ
Doanh thu	2.882	2.784	-3%	0%	(b) Dự báo doanh thu mảng năng lượng cao hơn của chúng tôi bù đắp cho việc trì hoãn ghi nhận doanh thu giai đoạn 3 của Charm Villas. Doanh thu 9T 2024 đạt 2,0 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 71% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi.
BDS	282	386	37%	-26%	(b) Chúng tôi lùi thời gian ghi nhận doanh thu của dự án Charm Villas giai đoạn 3 đến giai đoạn 2025/26/27 từ giai đoạn 2024/25/26 trong dự báo trước đó, sau khi HDG trì hoãn việc mở bán.
Năng lượng	1.939	1.936	0%	8%	(b) Chúng tôi tăng sản lượng thủy điện sau kết quả 9T khả quan hơn dự kiến, lớn hơn mức giảm trong dự báo sản lượng điện gió của chúng tôi.
Cho thuê văn phòng và khách sạn	421	461	9%	0%	
Khác	240	1	-99%	0%	
Lợi nhuận gộp	1.716	1.511	-12%	-5%	(b) Dự báo lợi nhuận gộp từ bất động sản giảm sẽ lớn hơn doanh thu năng lượng tăng.
Chi phí bán hàng	-8	-15	88%	-26%	(b) Do trì hoãn mở bán Charm Villas.
G&A	-171	-173	1%	-6%	
LN từ HĐKD	1.537	1.323	-14%	-4%	
Thu nhập tài chính	40	44	11%	40%	(b) Do kết quả 9T khả quan hơn dự kiến
Chi phí tài chính	-572	-434	-24%	-9%	
Trong đó, chi phí lãi vay	-489	-381	-22%	-10%	
Thu nhập ngoài vận hành khác	2	0	N.M.	N.M.	
LNTT	1.007	933	-7%	-1%	
LNST trước lợi ích CĐTS	866	826	-5%	1%	
- Lợi ích CĐTS	-201	-236	17%	44%	(b) Do lợi ích CĐTS từ mảng năng lượng tăng.
LNST sau lợi ích CĐTS	665	591	-11%	-9%	(a) Do lợi nhuận so với cùng kỳ giảm trên tất cả các mảng kinh doanh. (b) Chủ yếu do lợi nhuận từ bất động sản của chúng tôi giảm, lớn hơn dự báo lợi nhuận từ thủy điện của chúng tôi tăng. LNST sau lợi ích CĐTS 9T 2024 đạt 423 tỷ đồng, hoàn thành 65% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi.
BDS	114	95	-17%	-61%	
Năng lượng	630	535	-15%	10%	
Cho thuê văn phòng và khách sạn	94	78	-17%	0%	
Chi phí Holdco và thu nhập tài chính	-174	-118	-32%	-26%	

Nguồn: HDG, Vietcap

Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận tăng mạnh, được hỗ trợ bởi doanh số bán hàng tại Charm Villa và lợi nhuận mảng điện tăng mạnh

Hình 2: Dự báo năm 2025

Tỷ đồng	Dự báo 2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo 2025 mới/cũ
Doanh thu	2.784	3.475	25%	0%	(a) Chủ yếu nhờ doanh thu bất động sản phục hồi mạnh mẽ, tiếp theo là mảng năng lượng cải thiện so với cùng kỳ. (b) Dự báo sản lượng thủy điện tăng sẽ bù đắp cho dự báo bàn giao giai đoạn 3 của Charm Villas giảm.
BDS	386	892	131%	-16%	(a & b) Chúng tôi dự báo Charm Villas sẽ bàn giao khoảng 38 căn hộ trong dự án này vào năm 2025 (so với 60 căn hộ trong dự báo trước đó). Tuy nhiên, chúng tôi tăng giá bán trung bình lên 115 triệu đồng/m ² từ mức 90 triệu đồng/m ² do giá bán khoảng 150 triệu đồng/m ² trên thị trường thứ cấp đối với một số căn hộ, theo HDG.
Năng lượng	1.936	2.116	9%	9%	(a & b) Chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện sẽ tăng do chúng tôi kỳ vọng thời tiết sẽ thuận lợi hơn vào năm 2025, lớn hơn giả định Qc (%) của chúng tôi tăng từ 90% trong dự báo trước đó lên 98%.
Cho thuê văn phòng và khách sạn	461	466	1%	0%	
Khác	1	1	0%	0%	
Lợi nhuận gộp	1.511	2.038	35%	-1%	
Chi phí bán hàng	-15	-54	247%	28%	
G&A	-173	-182	5%	-5%	
LN từ HĐKD	1.323	1.802	36%	-1%	
Thu nhập tài chính	44	66	49%	-26%	
Chi phí tài chính	-434	-527	21%	-4%	
Trong đó, chi phí lãi vay	-381	-474	24%	-5%	
Thu nhập ngoài vận hành khác	0	0	N.M.	N.M.	
LNTT	933	1.342	44%	-2%	
LNST trước lợi ích CĐTS	826	1.154	40%	0%	
- Lợi ích CĐTS	-236	-272	16%	45%	
LNST sau lợi ích CĐTS	591	882	49%	-9%	(a) Chủ yếu nhờ lợi nhuận từ bất động sản tăng gấp 3,7 lần và lợi nhuận mạnh mẽ từ mảng năng lượng. (b) Dự báo bàn giao/lợi nhuận của chúng tôi đối với giai đoạn 3 của Charm Villas giảm sẽ ảnh hưởng nhiều hơn so với mức tăng trong lợi nhuận từ thủy điện.
BDS	95	350	267%	-31%	
Năng lượng	535	716	34%	15%	
Cho thuê văn phòng và khách sạn	78	77	-2%	0%	
Chi phí Holdco và thu nhập tài chính	-118	-260	120%	12%	

Nguồn: HDG, Vietcap

Tổng hợp dự báo giai đoạn 2024-2028

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép EPS là 37% trong giai đoạn 2023-2028 được thúc đẩy bởi những yếu tố sau:

- Bất động sản: Bàn giao 1) Charm Villas – Giai đoạn 3 trong giai đoạn 2025-2027, 2) Hado Minh Long trong giai đoạn 2027-2029, 3) khu phức hợp Dịch Vọng trong giai đoạn 2027-2028, và 4) Hado Green Land, Phan Đình Giót, và Nongtha trong giai đoạn 2028-20230.
- Năng lượng: 1) 7 dự án điện gió mới (tổng công suất là 578 MW) đi vào vận hành thương mại trong giai đoạn 2026-2027, và 2) 1 nhà máy thủy điện (24 MW) đi vào hoạt động vào cuối năm 2026.
- Cho thuê khách sạn, văn phòng, và thương mại: Tòa nhà CC3 và khách sạn Alila Bảo Đại dự kiến lần lượt đi vào vận hành thương mại vào các năm 2026/28.

Hình 3: Tổng hợp dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng hợp giai đoạn 2024-2028
BDS	114	95	350	350	789	1.846	3.430
Biệt thự Hà Đô Charm Villas	114	95	350	350	300	0	1.094
Chung cư Hado Green Lane	0	0	0	0	0	199	199
Chung cư Hado Minh Long	0	0	0	0	278	278	555
Phan Đình Giót	0	0	0	0	0	178	178
Khu đô thị mới Dịch Vọng	0	0	0	0	117	1.050	1.166
Garden Villa	0	0	0	0	89	0	89
Khách sạn Alila Bảo Đại	0	0	0	0	0	27	27
Khu đô thị mới Noongtha	0	0	0	0	6	115	122
Năng lượng	630	535	716	919	1.559	1.528	5.256
Za Hung – Thủy điện	52	60	60	68	60	50	297
Nam Pong – Thủy điện	35	32	34	40	34	26	167
Nhạn Hạc – Thủy điện	68	95	90	108	94	77	462
Sông Tranh 4 – Thủy điện	32	-18	30	49	38	25	124
Dakmi 2 – Thủy điện	228	136	173	251	214	168	941
Sơn Linh – Sơn Nham – Thủy điện	0	0	0	10	32	29	71
Hồng Phong 4 – Năng lượng mặt trời	72	67	69	100	101	102	438
Infra 1 – Năng lượng mặt trời	82	119	116	118	120	122	595
7A Thuận Nam – Năng lượng gió	62	45	144	147	149	152	637
Ea H'leo 1+2 – Năng lượng gió	0	0	0	0	78	86	163
Hương Phùng – Năng lượng gió	0	0	0	0	49	53	102
Phước Hữu – Năng lượng gió	0	0	0	26	77	82	185
Sóc Trăng – Năng lượng gió	0	0	0	0	25	28	53
An Phong – Năng lượng gió	0	0	0	0	321	346	667
Bình Gia – Năng lượng gió		0	0	2	137	149	289
7A – Giai đoạn 2 – Năng lượng gió		0	0	0	30	33	63
Cho thuê khách sạn, văn phòng, thương mại	94	78	77	186	181	269	791
Thu nhập lãi và chi phí của Holdco	-174	-118	-260	-403	-358	-405	-1.544
LNST sau lợi ích CĐTS (mới)		591	882	1.052	2.171	3.238	7.933
LNST sau lợi ích CĐTS (cũ)		652	972	810	2.479	3.042	7.955
<i>Thay đổi so với dự báo cũ</i>		-9%	-9%	30%	-12%	6%	0%

Nguồn: Company data, Vietcap

Chúng tôi duy trì dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028, tương ứng -9%/-9%/+30%/-12%/+6% trong các năm 2024/25/26/27/28, chủ yếu là do (1) tổng LNST sau lợi ích CĐTS từ Charm Villas giai đoạn 3 tăng 11% và (2) tổng LNST sau lợi ích CĐTS từ mảng điện tăng 9% (chủ yếu do lợi nhuận từ thủy điện dự kiến tăng do chúng tôi kỳ vọng điều kiện thời tiết thuận lợi). Các yếu tố này bù đắp cho dự báo lợi nhuận từ dự án Dịch Vọng giảm và dự báo chi phí Holdco tăng của chúng tôi.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp tổng của từng phần (SoTP) để định giá HDG và **điều chỉnh tăng 5,8% giá mục tiêu của chúng tôi lên 31.000 đồng/cổ phiếu**. Điều này chủ yếu là do (1) định giá mảng năng lượng của chúng tôi tăng 8% (chủ yếu do dự báo tổng lợi nhuận thủy điện của chúng tôi tăng), (2) số dư tiền mặt ròng của công ty mẹ tăng và (3) tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2025. Những yếu tố này vượt trội so với mức giảm 4% trong định giá của chúng tôi đối với mảng bất động sản, chủ yếu do định giá của chúng tôi đối với khu phức hợp Dịch Vọng giảm 80% do gần như chưa hoàn thành các thủ tục pháp lý và chi vốn đầu tư.

- **Mảng phát điện:** Chúng tôi chọn phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) để định giá các nhà máy điện trong mảng phát điện vì phương pháp này phù hợp nhất để đo lường khả năng tạo ra dòng tiền mặt của doanh nghiệp này. Chúng tôi sử dụng khoảng thời gian chiết khấu phù hợp với tuổi thọ hữu dụng về mặt kinh tế còn lại của mỗi dự án điện để phản ánh tuổi thọ hữu hạn của chúng và giả định không có giá trị thu hồi vào cuối kỳ.
- **Bất động sản:** Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá giá trị tài sản ròng (RNAV) cho các dự án đang được xây dựng và phát triển thông qua việc chiết khấu dòng tiền tự do dự báo cho công ty. Đối với các dự án chưa được phản ánh trong dự báo thu nhập của chúng tôi, chúng tôi định giá bằng cách sử dụng tổng giá trị đầu tư mà HDG đã chi cho các dự án (giá trị sổ sách).
- **Cho thuê văn phòng, thương mại và khách sạn:** Đối với danh mục đầu tư hiện tại của HDG (40.000 m²), chúng tôi áp dụng tỷ suất vốn hóa 8,5% cho thu nhập ròng từ vận hành (NOI) dự báo để ước tính định giá. Đối với Tòa nhà CC3 và Khách sạn Alila Bảo Đại, chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV với thời gian chiết khấu 20 năm.
- Để đơn giản hóa, chúng tôi sử dụng cùng một tỷ lệ chiết khấu cho tất cả các dự báo dòng tiền của chúng tôi và áp dụng mức chiết khấu đa ngành 10% cho tổng giá trị vốn chủ sở hữu của HDG để tính ra mức giá mục tiêu của chúng tôi.
- **Chúng tôi duy trì chiết khấu doanh nghiệp đa ngành 10%. Chúng tôi cũng duy trì mức chiết khấu 10% trên tổng giá trị vốn sở hữu của HDG để phản ánh những rủi ro pháp lý liên quan đến trang trại điện mặt trời Hồng Phong 4 của HDG.** Hồng Phong 4 được phát triển trên khu đất rộng 58 ha có nguồn dự trữ titan. Đầu năm 2019, chính quyền tỉnh Bình Thuận đã trao cho Công ty TNHH Hà Đô Bình Thuận, công ty con mà HDG nắm giữ 83% cổ phần và là chủ sở hữu Hồng Phong 4, một hợp đồng thuê đất 50 năm để phát triển nhà máy năng lượng mặt trời này, với điều kiện Hà Đô Bình Thuận nhận được sự chấp thuận cuối cùng của Thủ tướng Chính phủ. Tuy nhiên, Hà Đô Bình Thuận đã bỏ qua bước quan trọng này, tiến hành xây dựng nhà máy và sau đó đưa vào hoạt động vào tháng 6/2019. HDG cho rằng vấn đề pháp lý liên quan đến Hồng Phong 4 sẽ được giải quyết do theo (1) Nghị định 51/2021/ND-CP (ngày 1/4/2021) quy định các dự án từ cấp 2 trở lên (Hồng Phong 4 là dự án cấp 2) được phép phát triển trên đất dự trữ tài nguyên khoáng sản trong thời gian có hạn (24 năm đối với năng lượng tái tạo) và (2) do cơ quan chức năng Bình Thuận đang giải quyết vấn đề pháp lý tương tự đối với Novaland (HOSE: NVL) cũng như các nhà đầu tư năng lượng tái tạo khác. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức chiết khấu 10% là phù hợp do Hồng Phong 4 và đại diện pháp lý của công ty vẫn có thể bị chính phủ điều tra vì vi phạm pháp luật.

Hình 4: Định giá tổng của từng phần của HDG

Tỷ đồng	Phương pháp	CKDT/NAV dự kiến	Sở hữu	Giá trị phân bổ	P/E dự phóng 2024 tại giá mục tiêu	P/E dự phóng 2025 tại giá mục tiêu
Sản xuất điện		10.330		8.387	14,4x	11,3x
Za Hung – 30 MW	CKDT	877	52%	456		
Nam Pong – 30 MW	CKDT	834	52%	434		
Nhạn Hạc – 59 MW	CKDT	1.234	52%	642		
Sông Tranh 4 – 48 MW	CKDT	685	63%	432		
Đắkmi 2 – 147 MW	CKDT	1.814	99%	1.804		
Sơn Linh Sơn Nham – 24 MW	CKDT	181	52%	94		
Hồng Phong 4 – 48 MWp	CKDT	1.062	83%	884		
Infra 1 – 50 MWp	CKDT	1.172	100%	1.172		
7A Thuận Nam – 50 MW	CKDT	1.386	100%	1.386		
Ea H'leo 1+2 – 57 MW	CKDT	149	100%	149		
Hướng Phùng – 30 MW	CKDT	53	100%	53		
Phước Hữu – 50 MW	CKDT	176	100%	176		
Sóc Trăng – 40 MW	CKDT	199	100%	199		
An Phong – 300 MW	CKDT	507	100%	507		
Bình Gia - 80 MW	CKDT	276	100%	276		
7A Giai đoạn 2 - 21 MW	CKDT	32	100%	32		
Bất động sản		2.528		2.479	26,0x	7,1x
Charm Villas, Hà Nội	RNAV	1.002	100%	1.002		
Hado Greenlane, TP.HCM	RNAV	320	100%	320		
Hado Minh Long, TP.HCM	RNAV	582	100%	582		
Phan Đình Giót, Hà Nội	RNAV	106	100%	106		
Noongtha, Lào	RNAV	279	100%	279		
Khu phức hợp Dịch Vọng, Hà Nội	RNAV	73	100%	73		
Alila Bảo Đại – kinh doanh biệt thự	RNAV	168	71%	119		
Quỹ đất mới và quỹ khác	Giá trị sổ sách	0	100%	0		
Bất động sản thương mại		1.538		1.485		
Danh mục đầu tư hiện có	Tỷ suất vốn hóa	1.102	100%	1.102		
Văn phòng CC3	RNAV	257	100%	257		
Khách sạn Alila Bảo Đại	RNAV	179	71%	126		
Tổng NAV dự án				12.350		
Số dư tiền mặt ròng ở cấp độ holdco*				677		
Giá trị hợp lý				13.027		
Chiết khấu đa ngành				10%		
Chiết khấu rủi ro pháp lý cho dự án điện mặt trời Hồng Phong				10%		
Định giá mục tiêu				10.422		
Pha loãng (triệu)				336		
Giá mục tiêu (đồng)				31.000	18,2x	12,2x
Giá thị trường (đồng)				28.250		
TL tăng				9,7%		
Lợi suất cổ tức				1,8%		
Tổng mức sinh lời				11,5%		

Nguồn: HDG, Vietcap (* tiền mặt ròng không bao gồm các khoản vay nội bộ tại công ty mẹ)

Hình 5: Giả định của Vietcap cho WACC

Mục	Trước đây	Điều chỉnh
Hệ số beta	1,0	1,0
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	8,0%	8,0%
Lãi suất phi rủi ro	6,0%	6,0%
Chi phí vốn sở hữu	14,0%	14,0%
Chi phí nợ vay	11,0%	11,0%
Tỷ lệ nợ vay	57,8%	57,8%
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	42,2%	42,2%
Thuế doanh nghiệp	20,0%	20,0%
WACC	11,0%	11,0%

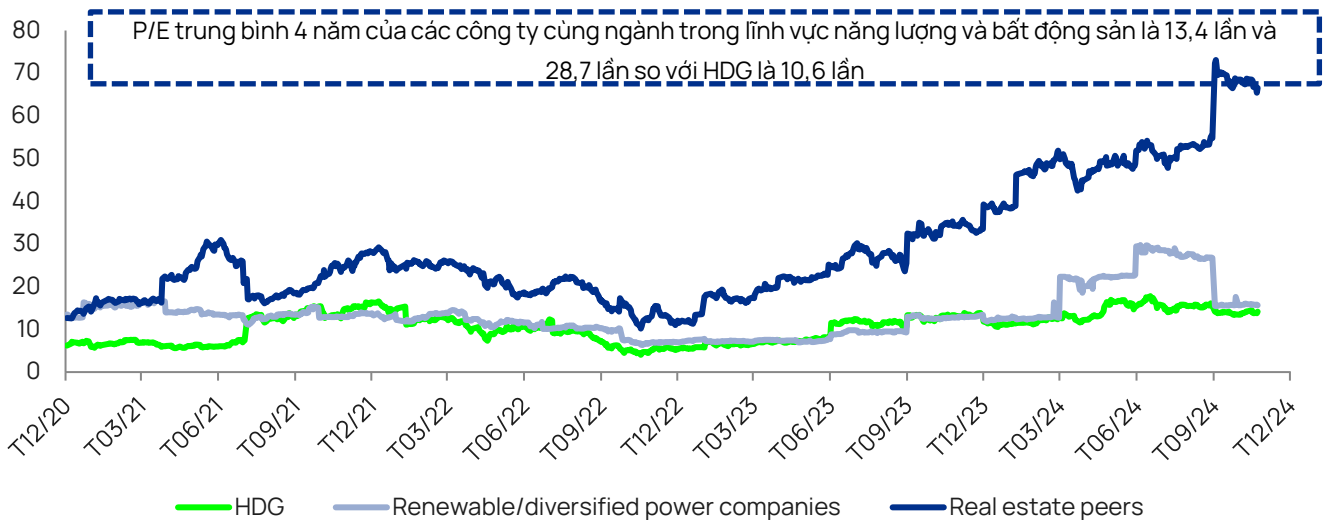
Nguồn: Vietcap

Các công ty cùng ngành

Không có công ty cùng ngành phù hợp để so sánh với HDG do công ty này hoạt động ở hai lĩnh vực: sản xuất điện và bất động sản. Do HDG đang tăng cường đầu tư vào lĩnh vực năng lượng tái tạo, chúng tôi cho rằng việc so sánh HDG với các công ty năng lượng tái tạo/thủy điện trong nước và các công ty bất động sản cùng ngành là phù hợp.

HDG đã giao dịch phù hợp với các công ty cùng ngành kể từ tháng 8/2021, nhưng với mức chiết khấu cao hơn so với các công ty cùng ngành bất động sản trong cùng kỳ. Tỷ lệ P/E của các công ty bất động sản có xu hướng tăng lên kể từ tháng 2/2023, điều mà chúng tôi cho là do lợi nhuận của nhiều nhà phát triển BĐS giảm trong năm 2022/2023, cũng như việc cắt giảm lãi suất nhanh hơn dự kiến và các chỉ thị của Chính phủ nhằm xóa bỏ các trở ngại pháp lý đối với các chủ đầu tư vào năm 2023/2024 đã hỗ trợ tâm lý nhà đầu tư và có thể cải thiện niềm tin của người mua nhà cũng như hoạt động môi giới.

Hình 6: P/E của HDG(x) so với các nhóm công ty cùng ngành được lựa chọn



Nguồn: Các công ty niêm yết, Vietcap (Số liệu tính đến ngày 20/11/2024).

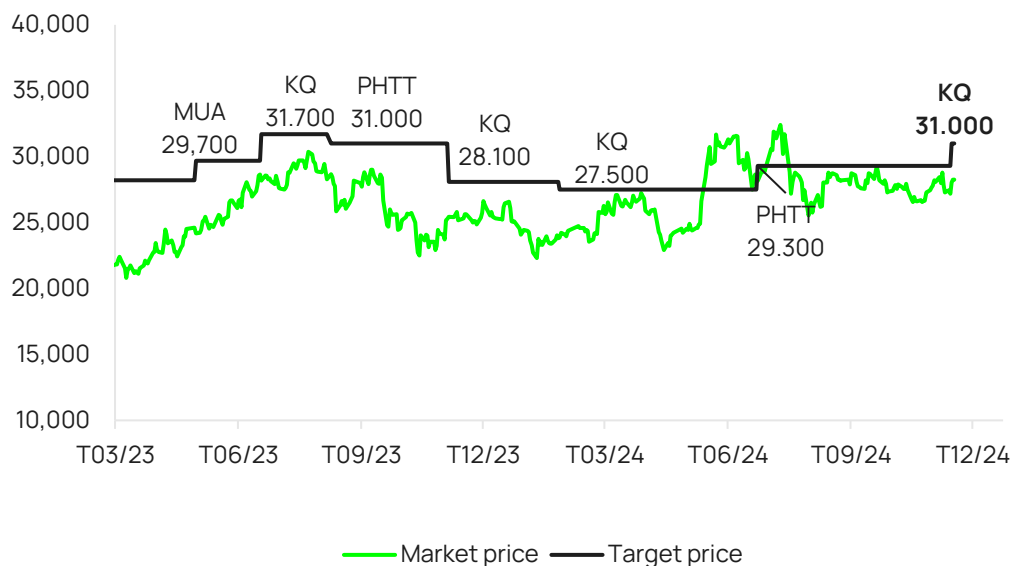
Hình 7: So sánh các công ty cùng ngành

Mã	Tên công ty	GT vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu thuần (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt (triệu USD)	YoY (%)	Nợ ròng/ VCSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt (x)	P/B (x)	EV/ EBITDA (x)
CÔNG TY ĐIỆN TÁI TẠO / THỦY ĐIỆN													
PC1	CTCP Tập Đoàn PC1	314	408	34,8	19	136,3	110,2	2,3	8,1	N/A	18,7	1,5	8,3
VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	474	72	-37,9	15	-67,2	77,7	4,2	7,7	3,9	32,0	2,5	11,0
CHP	CTCP Thủy điện Miền Trung	191	33	-8,5	12	-11,1	34,1	11,1	16,8	7,6	15,7	2,7	8,6
TMP	CTCP thủy điện Thác Mơ	192	30	-17,0	14	-28,6	2,9	15,8	20,9	9,4	14,0	3,2	9,8
SHP	CTCP Thủy điện Miền Nam	136	23	-11,8	10	2,8	4,4	15,3	19,3	13,2	14,4	2,9	8,5
TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà	99	21	0,5	7	-5,3	-2,5	11,0	15,3	5,0	15,2	2,4	8,0
GEG	CTCP điện Gia Lai	151	94	11,9	5	27,6	167,1	0,8	2,5	5,4	41,2	1,2	8,9
Trung vị		191	33	-8,5	12	-5,3	34,1	11,0	15,3	6,5	15,7	2,5	8,6
REAL ESTATE DEVELOPERS													
NVL	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	863	255	5,9	-107	-277,3	119,8	-1,1	-7,5	N/A	N/A	0,7	N/A
PDR	CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	718	10	-57,3	18	245,5	27,0	2,0	4,5	N/A	38,1	1,7	1067,3
KDH	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	1.295	68	-40,7	19	-38,9	16,8	1,7	2,9	N/A	66,6	1,9	50,0
DXG	CTCP Tập đoàn Đất Xanh	485	186	43,5	6	N/A	34,7	0,5	1,3	N/A	88,5	1,2	18,6
NLG	CTCP Đầu tư Nam Long	572	99	-22,4	12	-51,6	18,6	1,1	3,2	1,3	50,5	1,6	101,8
SCR	CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín	89	17	-27,9	0	N/A	55,8	0,1	0,1	N/A	315,9	0,4	88,5
Trung vị		645	84	-25,1	9	-45,3	30,8	0,8	2,1	1,3	66,6	1,4	88,5
TRUNG VỊ CÔNG TY CÙNG NGÀNH		314	68	-11,8	12	-11,1	34,1	2,0	4,5	5,4	35,0	1,7	10,4
HĐG		371	114	-8,8	27	3,1	66,2	4,7	11,2	1,6	14,2	1,5	7,6

Nguồn: Các công ty niêm yết, Vietcap (Số liệu tính đến ngày 20/11/2024).

Diễn biến khuyến nghị

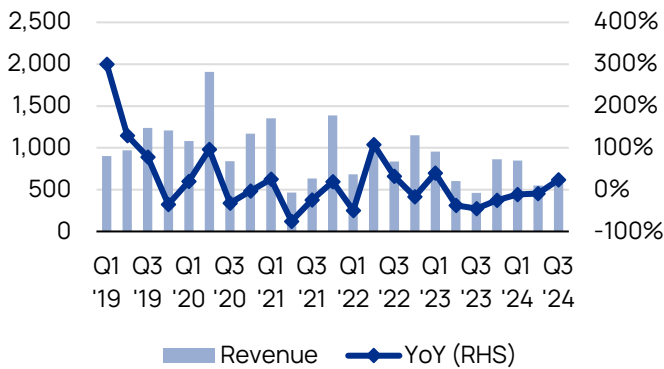
Hình 8: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành do chia cổ tức bằng cổ phiếu 10% vào tháng 6/2024).

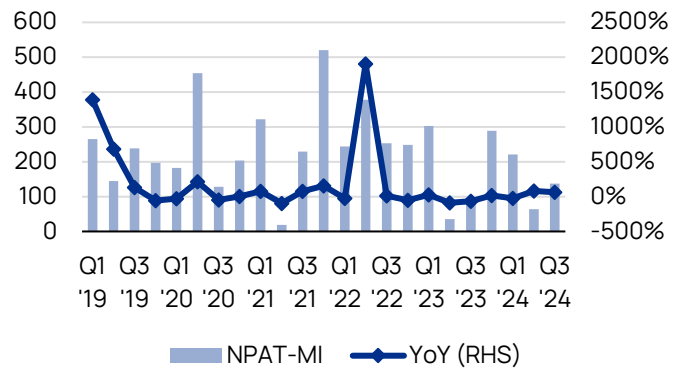
KQKD theo quý

Hình 9: Doanh thu theo quý (tỷ đồng)



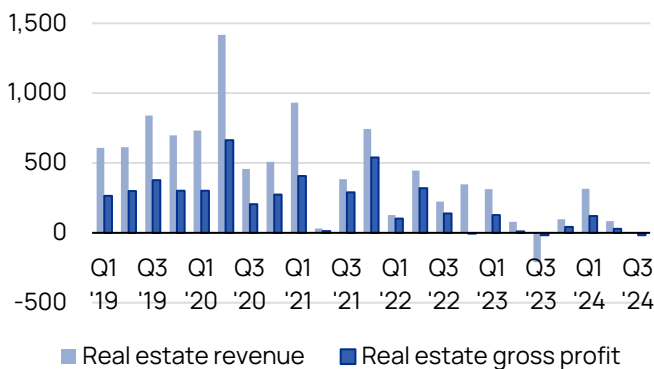
Nguồn: HDG, Vietcap

Hình 10: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo theo quý (tỷ đồng)



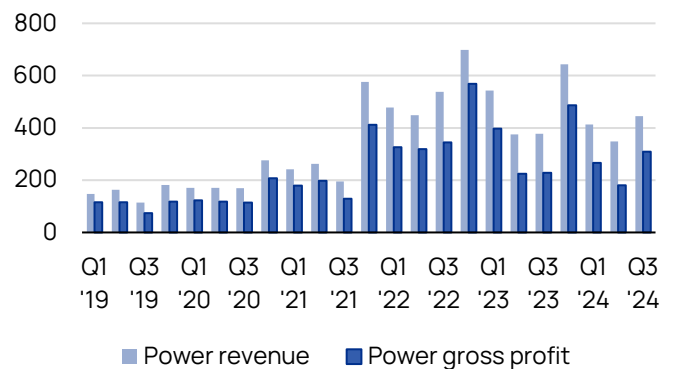
Nguồn: HDG, Vietcap

Hình 11: Doanh thu và lợi nhuận gộp bất động sản* (tỷ đồng)



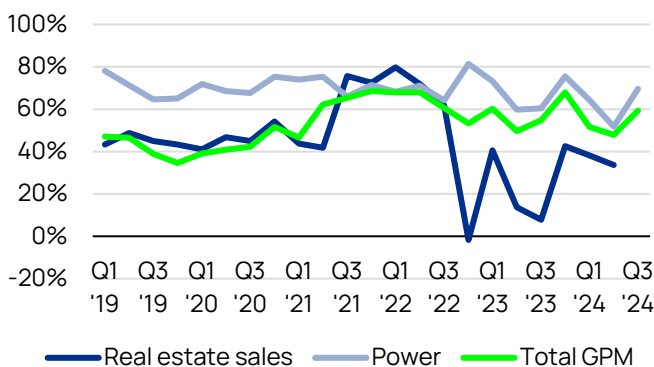
Nguồn: HDG, Vietcap (*Mức tăng mạnh trong quý 4/2018 và quý 2/2020 là do bàn giao căn hộ tại dự án Hado Centrosa Garden).

Hình 12: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng điện* (tỷ đồng)



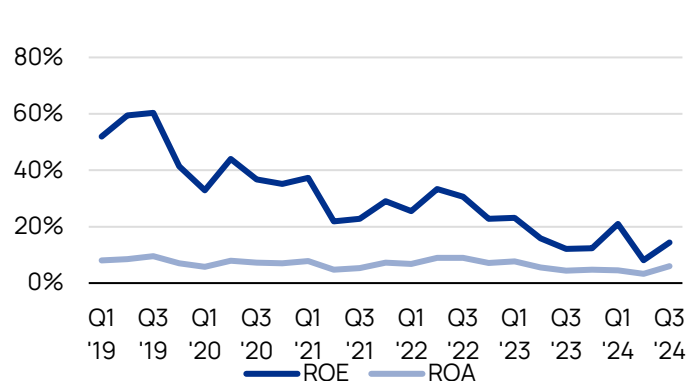
Nguồn: HDG, Vietcap (*Quý 4/2021 tăng mạnh nhờ bổ sung trang trại điện gió 7A và thủy điện Sông Tranh 4 & Đắkmi 2).

Hình 13: Gross profit margin (GPM)* by segment



Nguồn: HDG, Vietcap (*HDG ghi nhận biên lợi nhuận gộp bất động sản âm trong quý 4/2022 do trích lập thêm chi phí đất dự án Charm Villas).

Hình 14: Profitability ratios (%)



Nguồn: HDG, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	2.882	2.784	3.475	4.301
Giá vốn hàng bán	-1.166	-1.273	-1.438	-1.723
Lợi nhuận gộp	1.716	1.511	2.038	2.578
Chi phí bán hàng	-8	-15	-54	-54
Chi phí quản lý DN	-171	-173	-182	-218
LN thuần HĐKD	1.537	1.323	1.802	2.307
Doanh thu tài chính	40	44	66	101
Chi phí tài chính	-572	-434	-527	-867
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-489</i>	<i>-381</i>	<i>-474</i>	<i>-854</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
(Lỗ)/lãi khác	2	0	0	0
LNTT	1.007	933	1.342	1.540
Thuế TNDN	-101	-107	-188	-209
LNST trước CĐTS	866	826	1.154	1.331
Lợi ích CĐ thiếu số	-201	-236	-272	-280
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	665	591	882	1.052
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh (1)	731	633	924	1.062
EBITDA	2.037	1.862	2.341	2.970
EPS báo cáo, VND	1.918	1.704	2.543	3.033
EPS điều chỉnh (1), VND	2.114	1.829	2.669	3.064
EPS pha loãng, VND	1.918	1.704	2.543	3.033
DPS báo cáo, VND	500	500	500	500
DPS/EPS báo cáo (%)	26%	29%	20%	16%

(1) Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường

Tỷ lệ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
TT doanh thu	-19,5%	-3,4%	24,8%	23,8%
Tăng trưởng LNST	-39,3%	-11,2%	49,3%	19,3%
TT EPS cơ bản	-39,3%	-11,2%	49,3%	19,3%
TT EPS pha loãng	-39,3%	-11,2%	49,3%	19,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	59,5%	54,3%	58,6%	59,9%
Biên LN từ HĐKD %	53,3%	47,5%	51,9%	53,6%
Biên EBITDA	70,7%	66,9%	67,4%	69,0%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	23,1%	21,2%	25,4%	24,5%
ROE %	11,8%	9,6%	13,2%	14,3%
ROA %	4,5%	4,1%	5,5%	4,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	381	295	293	577
Số ngày phải thu	155	182	141	114
Số ngày phải trả	41	27	28	28
TG luân chuyển tiền	494	450	406	663
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,5	1,9	2,3	2,3
CS thanh toán nhanh	1,1	1,5	1,6	1,2
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,3	0,7	0,6
Nợ/Tài sản	37%	36%	43%	62%
Nợ/Vốn sử dụng	43%	40%	47%	66%
Nợ/Vốn CSH	66%	54%	71%	172%
Khả năng thanh toán lãi vay	3,1	3,5	3,8	2,7

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	246	594	1.429	2.228
Đầu tư TC ngắn hạn	388	388	0	0
Các khoản phải thu	1.709	1.788	1.622	1.796
Hàng tồn kho	1.050	1.009	1.303	4.141
TS ngắn hạn khác	268	268	268	268
Tổng TS ngắn hạn	3.661	4.048	4.622	8.433
TS dài hạn (gộp)	11.345	13.058	16.312	26.364
- Khấu hao lũy kế	-2.256	-2.795	-3.334	-3.997
TS dài hạn (ròng)	9.089	10.263	12.978	22.367
Đầu tư TC dài hạn	63	63	63	63
TS dài hạn khác	140	140	140	140
Tổng TS dài hạn	10.946	10.466	13.181	22.570
Tổng Tài sản	14.607	14.514	17.803	31.002
Phải trả ngắn hạn	379	344	313	769
Nợ ngắn hạn	617	831	796	1.613
Nợ ngắn hạn khác	1.399	911	911	1.236
Tổng nợ ngắn hạn	2.395	2.086	2.020	3.618
Nợ dài hạn	4.809	4.438	6.904	17.491
Nợ dài hạn khác	88	88	88	88
Tổng nợ	7.292	6.612	9.012	21.197
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.058	3.363	3.363	3.363
Thặng dư vốn cổ phần	375	375	375	375
Lợi nhuận giữ lại	2.341	3.122	4.181	5.560
Vốn khác	194	194	194	194
Lợi ích CĐTS	1.311	1.547	1.819	2.099
Vốn chủ sở hữu	7.315	7.902	8.790	9.805
Tổng cộng nguồn vốn	14.607	14.514	17.803	31.002
CP lưu hành cuối năm, triệu	306	336	336	336
CP lưu hành cuối năm, tr (pha loãng)	306	336	336	336

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	694	246	594	1.429
Lợi nhuận sau thuế	866	826	1.154	1.331
Khấu hao	501	539	539	663
Thay đổi vốn lưu động	-417	-561	-159	-2.230
Điều chỉnh khác	-488	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	461	804	1.534	-236
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-90	-59	-3.254	-10.052
Đầu tư	-142	0	388	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-232	-59	-2.866	-10.052
Cổ tức đã trả	0	-77	-77	-77
Cổ tức đã trả cho CĐTS	-163	-162	-188	-239
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-342	214	-35	817
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-351	-371	2.466	10.587
Tiền từ các hoạt động TC khác	188	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-668	-396	2.166	11.087
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-438	349	834	799
Tiền cuối năm	246	594	1.429	2.228

Nguồn: HDG, dự báo của Vietcap

Phụ lục

Tổng quan mảng BĐS

Hình 15: Tiến độ các dự án BĐS của HDG

Dự án	Địa điểm	Sản phẩm	Thời gian mở bán/bàn giao trước đây	Cập nhật thời gian mở bán/bàn giao	Trạng thái
Mở bán giai đoạn 3 của Charm Villas	Hà Nội	Biệt thự, nhà liền kề/shophouse	2024 / 2024-2026	2025 / 2025-2027	Hoàn thành thi công. Ban lãnh đạo đã tri hoãn việc mở bán vào quý 3/2024 để tận dụng tốt hơn giá đất tăng ở khu vực Hà Nội.
Hado Minh Long	TP Thủ Đức, TP. HCM	31 shophouse 1.409 căn hộ	Nửa cuối 2025 / 2026-2028	2026 / 2027-2028	Dự án này dự kiến sẽ được hưởng lợi từ việc triển khai thí điểm các dự án nhà ở thương mại trên đất không phải đất ở nếu đất được chuyển đổi phù hợp với quy hoạch và kế hoạch phát triển nhà ở cấp quận. Quy hoạch 1/2.000, đã nộp phí sử dụng đất. Phải chuyển đổi mục đích sử dụng đất từ đất thương mại sang đất ở. Đang xin quy hoạch 1/500 và xin lại phê duyệt đầu tư.
Hado Green Lane	Quận 8, TP. HCM	1.231 căn hộ	Nửa cuối 2025 / 2026-2028	2027 / 2028-2030	Quy hoạch 1/500. Phải chuyển đổi mục đích sử dụng đất từ đất sản xuất sang đất ở. Xin điều chỉnh quy hoạch 1/500 và xin lại phê duyệt đầu tư.
Phan Đình Giót	Trung Tâm Hà Nội	Căn hộ/ văn phòng	Nửa cuối 2024 / 2025 - 2027	2027 / 2028-2030	Đang xin phê duyệt để chuyển đổi mục đích sử dụng đất sang đất ở vì địa điểm này trước đây là đất sản xuất.
Khu phức hợp Dịch vọng	Trung tâm Hà Nội	Căn hộ/văn phòng/ khách sạn	2026 / 2027-2028	2027 / 2027-2028	Quy hoạch 1/500. Đang xin điều chỉnh thiết kế để có thêm diện tích bán.
Alila Bảo Đại	Nha Trang	5 biệt thự được bảo tồn 35 biệt thự xây mới	2025 / 2025-2027	2027 / 2028-2029	Giấy phép đầu tư; quy hoạch 1/500 Quý đất sạch. Đã nộp phí sử dụng đất.
Khu phức hợp Nongtha	Lào	241 căn nhà liền kề 586 biệt thự	2025 / 2025-2028	2027 / 2028-2029	Quy hoạch 1/500. Đã nộp phí sử dụng đất. Đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng; sẵn sàng để mở bán.

Nguồn: HDG, Vietcap (Chúng tôi thay đổi dự báo cho 2 dự án được đánh dấu màu đỏ trong Báo cáo Cập nhật này)

Dự án Charm Villas chuẩn bị mở bán Giai đoạn 3

Hình 16: Tổng quan biệt thự Hado Charm



	Đơn vị	Diện tích có thể bán (m2)
Giai đoạn 1	90	20.329
Giai đoạn 2	178	28.019
Giai đoạn 3	108	24.327
Tổng*	376	72.675
Dự báo doanh thu	5,8 nghìn tỷ đồng	
Dự báo LNST	2,5 nghìn tỷ đồng	

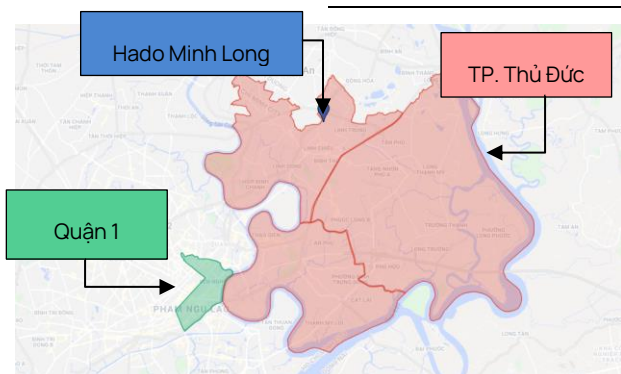
Nguồn: HDG, Vietcap tổng hợp (* không bao gồm 152 căn bán buôn trong năm 2018).

Dự án Hado Minh Long – Đường Kha Vạn Cân, TP.Thủ Đức, TP.HCM

Năm 2019, HDG đã chi 490 tỷ đồng để mua lại 99,97% công ty Mua bán nợ Minh Long Sài Gòn, nắm giữ quyền sử dụng đất đối với lô đất rộng 2,7 ha (quỹ đất sạch) trên đường Kha Vạn Cân, Thành phố Thủ Đức, TP.HCM. Theo kế hoạch sơ bộ của HDG, dự án này sẽ bao gồm 3 tòa nhà cao tầng với 1.409 căn hộ và 80 căn nhà phố thương mại & biệt thự thấp tầng.

Bản cập nhật thiết kế mới nhất của dự án đã được điều chỉnh do chi phí xây dựng và các chi phí khác tăng lên, cho thấy tổng chi phí đầu tư là 2,3 nghìn tỷ đồng và tổng doanh thu tiềm năng là 4,3 nghìn tỷ đồng.

Hình 17: Tổng quan dự án Hado Minh Long



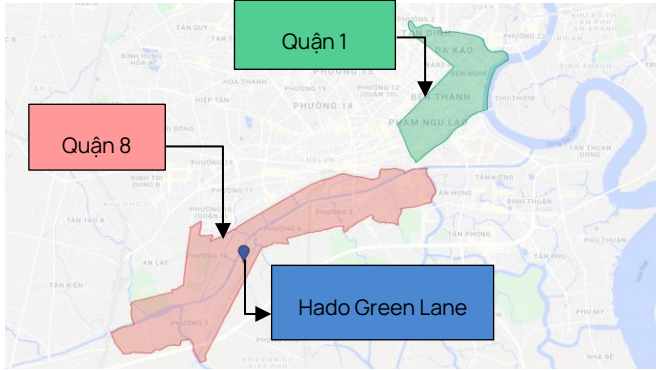
	Diện tích có thể bán (m2)
Shophouse	2.600
Tầng thương mại	2.580
Căn hộ (1.409 căn)	83.919
Biệt thự	3.765
Tổng*	92.864
Dự báo doanh thu	4,3 nghìn tỷ đồng
Dự báo LNST	1,4 nghìn tỷ đồng
Giá định giá bán trung bình (đồng/m2)	50

Nguồn: HDG (* dự báo và ước tính của Vietcap)

Hado Green Lane (2,3 ha) – Quận 8, TP.HCM

Dự án này bao gồm ba tòa nhà cao tầng với tổng diện tích có thể bán khoảng 74.359 m² (1.231 căn hộ) tại trung tâm quận 8, TP.HCM. Năm 2018, HDG đã chi 240 tỷ đồng để mua lại 99% cổ phần của CTCP Đầu tư Bất động sản Bình An Riverside và quyền sử dụng đất cho dự án này.

Hình 18: Tổng quan Hado Green Lane



	Đơn vị	Diện tích có thể bán (m ²)
Lô 1	384	23.642
Lô 2	352	20.778
Lô 3	495	29.939
Tổng*	1.231	74.359
Dự báo doanh thu		3,1 nghìn tỷ đồng
Dự báo LNST		1,0 nghìn tỷ đồng
Giả định giá bán trung bình (đồng/m ²)		45

Nguồn: HDG, dự báo của Vietcap

HDG chuẩn bị mua quỹ đất mới và mở rộng sang KCN

HDG đặt mục tiêu mua thêm 320 ha đất thổ cư (so với quỹ đất hiện tại là 121 ha) với tỷ lệ sở hữu theo kế hoạch là 100%. HDG đang đàm phán để hoàn tất việc mua lại quỹ đất rộng 125 ha ở phía Tây Hà Nội với chi phí sơ bộ khoảng 1 nghìn tỷ đồng và biên lợi nhuận ròng tối thiểu dự kiến là 18%-20%.

HDG sẽ công bố việc mua lại quỹ đất khi thành công. Công ty sẽ M&A với một công ty bất động sản có quỹ đất sạch hoặc tham gia đấu giá để mua lại quỹ đất. HDG đang nghiên cứu các dự án mới tại Hà Nội (huyện Thanh Oai – cách trung tâm thành phố khoảng 20 km), TP.HCM (huyện Bình Chánh) và Phước Mỹ 2 (tỉnh Ninh Thuận). Những dự án này có thể giúp quỹ đất của HDG tăng gấp 4 lần lên 450 ha trong 5 năm tới.

HDG đang mở rộng sang phát triển bất động sản công nghiệp. Vào tháng 1/2023, HDG đã nhận được sự chấp thuận của chính quyền tỉnh Ninh Thuận để khảo sát và quy hoạch hai dự án cụm công nghiệp với tổng diện tích 100 ha (mỗi dự án 50 ha). Hai dự án là cụm công nghiệp Phước Nam 1 và Phước Nam 2, gần cụm cảng biển Cà Ná. Chúng tôi lưu ý rằng chính quyền cấp tỉnh có thẩm quyền phê duyệt đầu tư cho các nhà phát triển cụm công nghiệp (từ 10 ha đến 75 ha). Từ năm 2023, HDG cũng bắt đầu khảo sát các khu công nghiệp tiềm năng (tổng cộng 450 ha) tại một số tỉnh phía Bắc như Hưng Yên, Thái Bình, Nam Định và Quảng Ninh. Chúng tôi lưu ý rằng chúng tôi chưa đưa mảng kinh doanh mới này của HDG vào dự báo trong khi ban lãnh đạo tự tin vào việc đảm bảo quỹ đất công nghiệp ở những vị trí thuận lợi.

Chúng tôi tăng giả định giá FIT ưu đãi đối với trang trại điện mặt trời Infra 1 của HDG từ 7,09 US cent/kWh lên mức cũ là 9,35 US cent/kWh

Chúng tôi tăng giả định giá FIT ưu đãi đối với trang trại điện mặt trời Infra 1 của HDG (50 MWp) từ mức giả định trước là 7,09 US cent/kWh lên 9,35 US cent/kWh. Mức tăng này dựa theo kế hoạch của HDG rằng Chính phủ đã kết luận rằng trang trại điện mặt trời Infra 1 đủ điều kiện hưởng cơ chế giá ưu đãi trước đây. Cần nhắc lại, vào năm 2023, Thanh tra Chính phủ nhận định Infra 1 không đủ tiêu chuẩn áp dụng FIT 1 năng lượng mặt trời do không được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại Nghị định số 115/ND-CP (31/08/2018). Tuy nhiên, HDG tuyên bố rằng Bộ Công Thương có thẩm quyền phê duyệt các dự án có công suất dưới 50 MW, giống như trường hợp của Infra 1.

HDG đã tích lũy được danh mục đầu tư điện gió lớn và dự kiến sẽ bắt đầu khởi công xây dựng trong ngắn hạn

HDG đặt mục tiêu phát triển 10 dự án điện gió với tổng công suất là 908 MW, tổng vốn đầu tư xây dựng cơ bản ở mức 30,6 nghìn tỷ đồng, và doanh thu hàng năm ước tính ở mức 4,5 nghìn tỷ đồng vào năm 2023 (gấp 2,3 lần doanh thu mảng điện năm 2023 của HDG, và 1,5 lần tổng doanh thu năm 2023 của HDG). 5 trong số các dự án này (tổng công suất ở mức 230 MW) nằm trong Quy hoạch điện (QHĐ) VIII (đã được phê duyệt vào tháng 4/2024), trong đó 1 dự án đã được cấp giấy phép đầu tư (trang trại điện gió Phước Hữu 50 MW; dự kiến khởi công xây dựng vào năm 2024; đặt mục tiêu vận hành thương mại vào năm 2026) và 1 dự án đã nhận được biên bản ghi nhớ đầu tư (trang trại điện gió Bình Gia 80 MW; đã hoàn thành đo tốc độ gió; khởi công xây dựng vào năm 2025; đặt mục tiêu vận hành thương mại vào năm 2026). HDG đang chờ phê duyệt đầu tư cho dự án điện gió 7A – Giai đoạn 2 (21 MW). Chúng tôi ước tính tỷ suất hoàn vốn (IRR) của các dự án điện gió mới của HDG nằm trong khoảng 12-13% so với khoảng 15% của dự án điện gió đầu tiên của HDG (7A Thuận Nam). Chúng tôi lưu ý rằng chúng tôi đã đưa 7 trong số các dự án này với tổng công suất ở mức 578 MW vào mô hình định giá của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng sẽ có cơ chế định giá mới cho năng lượng tái tạo vào nửa cuối năm 2024. HDG đang chờ bảng giá mới để tiến hành kế hoạch mở rộng công suất điện tái tạo. Dự kiến Bộ Công Thương sẽ ban hành giá trần, mức giá này có thể khác nhau đối với các khu vực và công nghệ khác nhau - giống như kỳ vọng của chúng tôi. Mức giá trần này dự kiến sẽ là cơ sở cho việc đàm phán giá giữa nhà đầu tư và Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). **Ngoài ra, HDG có thể bán điện thông qua cơ chế Hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA).** Chúng tôi dự báo hướng dẫn DPPA sẽ được ban hành trong nửa đầu năm 2025 để thúc đẩy đầu tư trở lại vào điện năng lượng tái tạo thông qua cơ chế này.

Ngoài nguồn vốn tự có, HDG tự tin sẽ có thể vay vốn ngân hàng với lãi suất ưu đãi theo lãi suất tham chiếu (thường là lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng) và biên lợi nhuận từ 2,5%-2,7%. Ngoài ra, HDG có kế hoạch phát hành trái phiếu xanh theo khuyến khích của Bộ Tài chính.

Hình 19: Các dự án điện gió sau năm 2021 của HDG và IRR ước tính của Vietcap

Trang trại điện gió	COD	Biểu giá hòa lưới (US cent/kWh)	Tốc độ gió (m/s)	Công suất (MW)	Vốn XDCB/MW (tỷ đồng)	Hệ số tải	IRR của dự án	Trạng thái
Phước Hữu – Ninh Thuận	2026	6,8	6,0	50	29	31%	13,8%	Nằm trong QHĐ VIII Đã được phê duyệt đầu tư
Bình Gia – Lạng Sơn	2026	6,8	6,8	80	34	35%	12,1%	Nằm trong QHĐ VIII Đã nhận biên bản ghi nhớ đầu tư
7A Giai đoạn 2 – Ninh Thuận	2027	6,8	6,9	21	34	35%	12,4%	Nằm trong Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII
Hướng Phùng – Quảng Trị	2027	6,8	7,3	30	32	35%	13,4%	Nằm trong QHĐ VIII
An Phong – Ninh Thuận	2027	6,8	6,8	300	34	34%	12,4%	Nằm trong QHĐ VIII
Ea H'leo 1+2 – Đắk Lắk	2027	6,8	5,9	57	32	32%	12,7%	Nằm trong QHĐ VIII
Sóc Trăng – Sóc Trăng	2027	6,8	6,3	40	32	31%	11,1%	Nằm trong QHĐ VIII
Sóc Trăng – Sóc Trăng	N/A	N/A	N/A	250	34	N/A	N/A	Nằm trong QHĐ VIII
Lệ Thủy – Quảng Bình	N/A	N/A	N/A	30	N/A	N/A	N/A	Nằm trong Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII
Lộc Bình	N/A	N/A	N/A	50	N/A	N/A	N/A	Nằm trong Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII
Tổng cộng				908				

Nguồn: HDG, dự báo của Vietcap

HDG đã hoàn thành việc đo tốc độ gió của các dự án điện gió sắp triển khai, bao gồm trang trại điện gió Ea H'leo 1+2 (57 MW) tại Đắk Lắk, trang trại điện gió Hướng Phùng (30 MW) tại Quảng Trị, trang trại điện gió Phước Hữu (50 MW) tại Ninh Thuận, trang trại điện gió (40 MW) ở Sóc Trăng, trang trại điện gió An Phong (300 MW) và trang trại điện gió Bình Gia (80MW). Theo tính toán sơ bộ của HDG, hầu hết các vị trí này đều có tốc độ gió tốt khoảng 6,5 m/s, giúp tạo ra hệ số công suất trọng 31%-35%, thuộc top cao nhất về diện tích đất có thể phát triển ở Việt Nam, theo Báo cáo Tiềm năng Điện Gió Việt Nam của Bộ Ngoại giao Hà Lan.

Hình 20: Quy hoạch phát triển điện gió trên bờ của các tỉnh

Tốc độ trung bình ở độ cao 80m (m/s)	Diện tích đất có thể phát triển ước tính (km ²)	Tỷ lệ đất có thể phát triển	Tiềm năng MW xấp xỉ
< 4	95.916	45,7%	959.161
4-5	70,868	33,6%	708.678
5-6	40,473	19,3%	404.732
6-7	2.435	1,2%	24.351
7-8	220	0,1%	2.202
8-9	20	0,0%	200
>9	1	0,0%	10

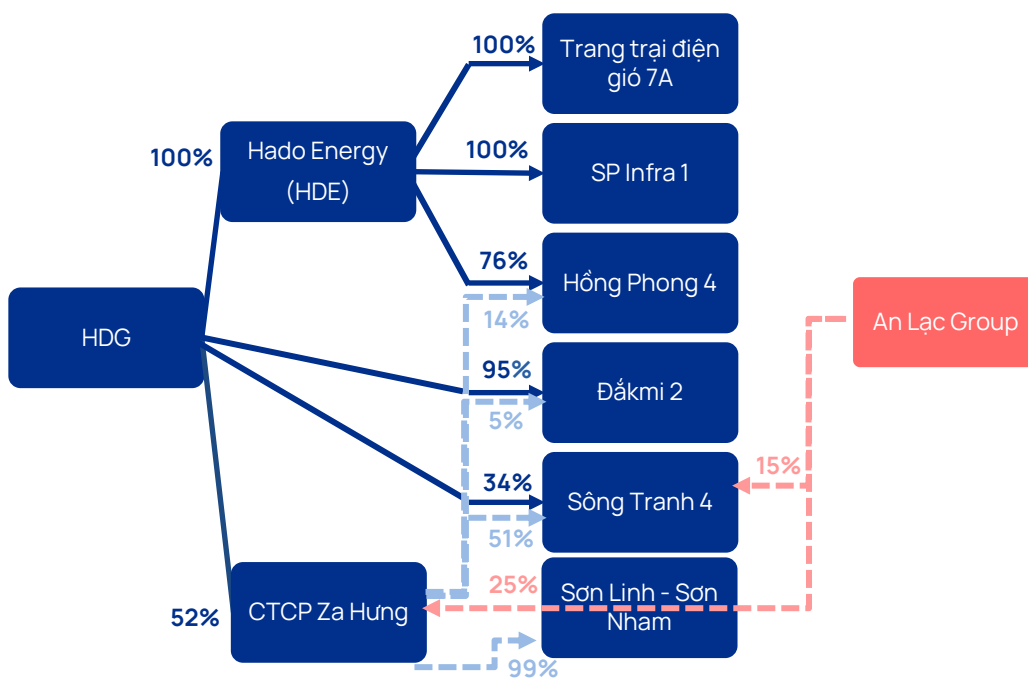
Nguồn: Báo cáo Tiềm năng Điện Gió Việt Nam của Bộ Ngoại giao Hà Lan, Vietcap tổng hợp.

HDG thành lập Hado Energy – một công ty con thuộc sở hữu hoàn toàn của HDG tập trung vào năng lượng tái tạo – vào tháng 7/2021 và có kế hoạch tiến hành IPO trong dài hạn

Hado Energy là một công ty thuần về năng lượng tái tạo. Được thành lập vào tháng 7/2021, Hado Energy (HDE) sẽ kế thừa cổ phần trực tiếp của HDG trong các dự án năng lượng tái tạo của công ty, bao gồm 100% cổ phần tại trang trại điện gió 7A (50 MW), 100% cổ phần tại trang trại điện mặt trời Infra 1 (50 MW), 76% cổ phần tại trang trại điện mặt trời Hồng Phong 4 (48 MW) và tất cả các khoản đầu tư tiềm năng mới cho điện gió sau năm 2021 (480 MW). HDE có vốn cổ phần 1,2 nghìn tỷ đồng và công suất tiềm năng 300-600 MW. HDG đặt mục tiêu duy trì cổ phần chi phối sau IPO.

Theo HDG, việc gộp các khoản đầu tư này vào một công ty con sẽ cho phép công ty hợp pháp hóa quá trình đàm phán mua máy móc, hợp đồng kinh doanh điện trong tương lai, huy động nợ và tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược tiềm năng.

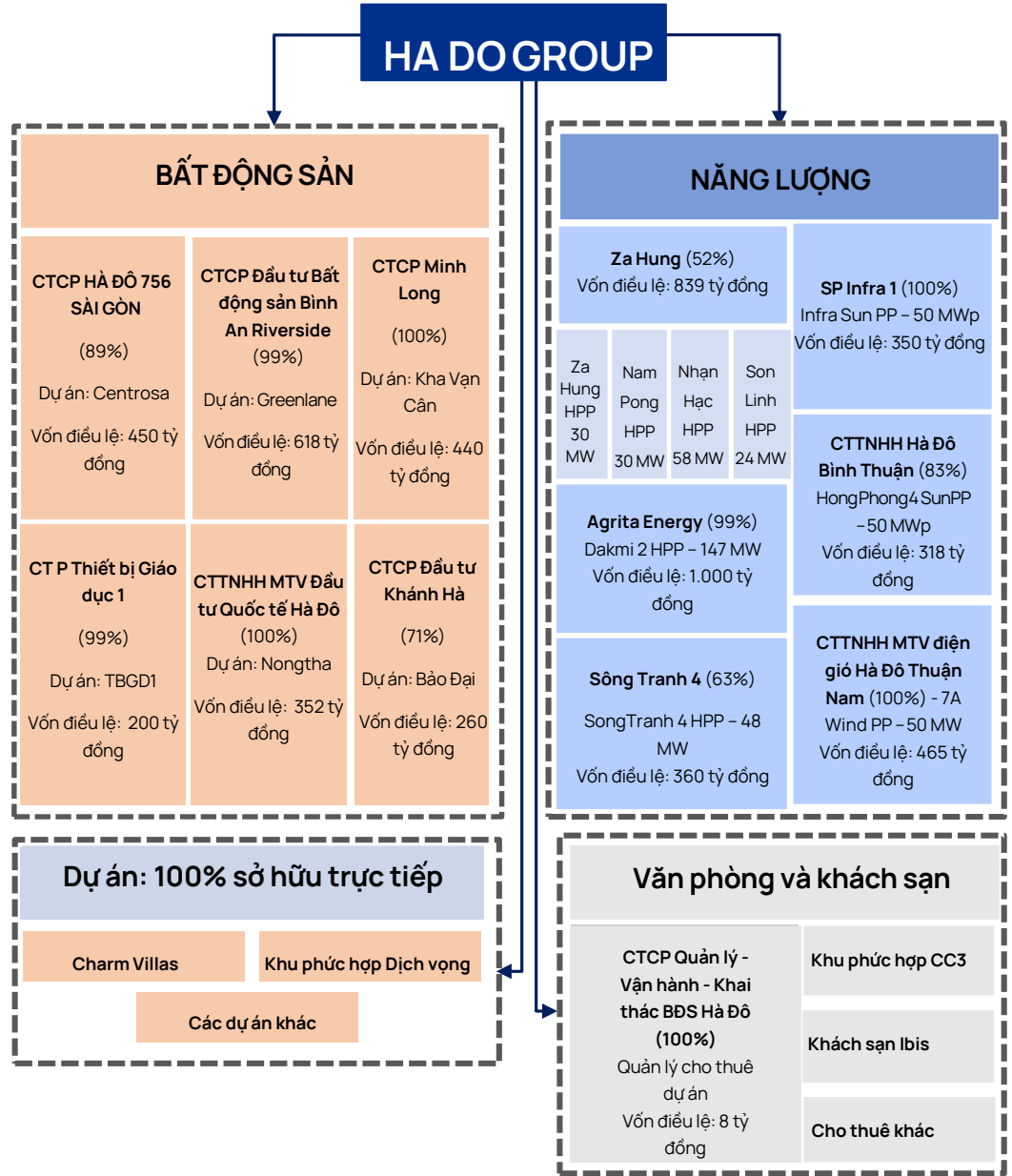
Hình 21: Cơ cấu sở hữu mảng năng lượng của HDG



Nguồn: HDG, Vietcap tổng hợp (Công ty CP Za Hưng nắm giữ 100% cổ phần thủy điện Za Hưng, Nam Phong, Nhạn Hạc).

Cơ cấu sở hữu chi tiết

Hình 22: Cơ cấu tổ chức của HDG



Nguồn: HDG, Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi đối với các công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149

- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

**Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán – Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

**Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.