

CHỜ ĐỢI CHU KÌ TĂNG TRƯỞNG MỚI

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu (VND)	28.562
Tiềm năng tăng giá	10,3%
Tỷ suất cổ tức tiền mặt	3,0%

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Trong năm 2024, hoạt động kinh doanh của HDG dự báo vẫn chịu những áp lực nhất định. Về dài hạn, VCBS đánh giá cao tiềm năng lợi nhuận và dòng tiền tích cực của HDG nhờ danh mục dự án điện và quỹ đất giá trị. Đây là điều kiện để doanh nghiệp duy trì nguồn lực tài chính qua giai đoạn khó khăn và sẵn sàng cho các cơ hội M&A/ phát triển dự án trong chu kỳ tăng trưởng mới – dự báo từ năm 2025.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu HDG với mức định giá hợp lý là **28.562 VNĐ/ cổ phiếu**.

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản, Điện
Thị giá (23/02/2024)	25.900
Biến động 1 năm	22.385 – 33.400
KLGD bình quân 52T (cp)	1.515.452
Vốn hóa (Tỷ đồng)	8.148
P/E	11,5x
P/B	1,1x
%NN sở hữu	22,81%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiềm năng lợi nhuận từ phân khu tiếp theo tại Hado Charm Villas

Các phân khu tiếp theo tại dự án Hado Charm Villas kỳ vọng tiếp tục đem về khoảng 3.000 tỷ đồng doanh thu cho HDG trong các năm tới. Tuy vậy, mức đóng góp của dự án trong KQKD 2024 dự báo sẽ không lớn do: (1) Các sản phẩm mở bán từ giai đoạn 2020 – 2021 đã cơ bản được hoàn thành bàn giao, (2) Doanh nghiệp chủ động lùi tiến độ mở bán mới để tối đa hóa lợi nhuận.

Mảng phát điện chịu ảnh hưởng tiêu cực từ hiện tượng El Nino

Sản lượng phát điện trong năm 2024 dự báo tiếp tục chịu áp lực đáng kể từ hiện tượng thời tiết El Nino và HDG chưa được bổ sung thêm công suất từ các dự án phát điện mới.

Dư nợ vay tài chính được thu hẹp nhanh chóng

Trong vài năm tới, nợ vay tài chính dự báo sẽ được giảm thiểu nhanh chóng nhờ dòng tiền dồi dào từ mảng phát điện và doanh nghiệp chưa có nhu cầu đẩy mạnh đầu tư dự án mới. Điều này giúp HDG giảm thiểu rủi ro tài chính và hạn chế áp lực từ chi phí lãi vay.

Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Quân

phquan@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7184

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

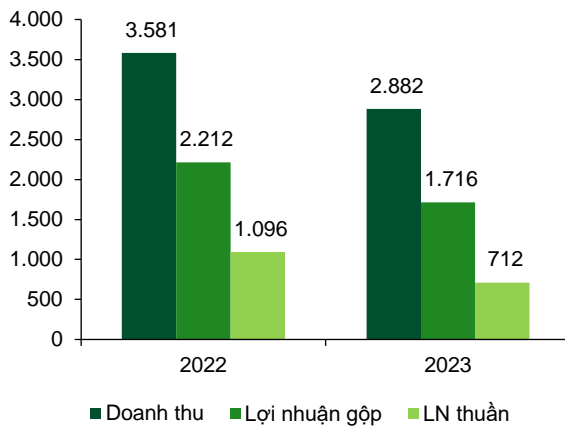
Chi tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
DTT (tỷ đồng)	3.581	2.882	2.448	3.657
+/- yoy (%)	-5,22%	-19,53%	-15,04%	49,36%
LN thuần (tỷ đồng)	1.096	712	709	1.293
+/- yoy (%)	-0,08%	-35,06%	-0,30%	82,29%
TS LN gộp (%)	61,78%	59,54%	65,83%	68,34%
TS LN ròng (%)	30,59%	24,69%	28,98%	35,36%
EPS - TTM (VND)	4.479	2.327	2.320	4.229

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2023

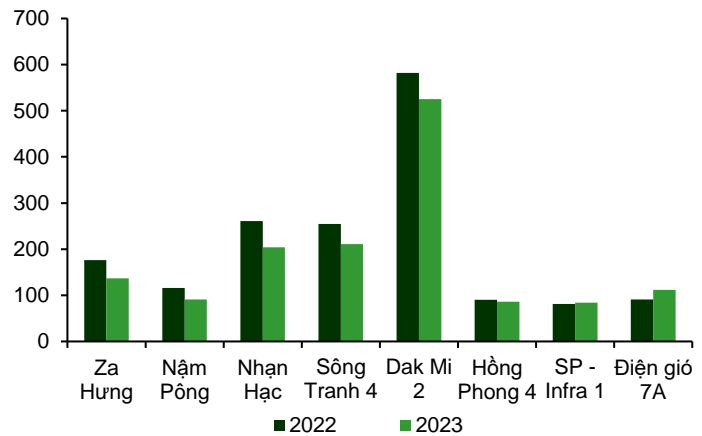
Trong năm 2023, HDG ghi nhận doanh thu thuần đạt 2.882 tỷ đồng (-19,5% yoy). Hai lĩnh vực chủ đạo của HDG (kinh doanh bất động sản và phát điện) cùng ghi nhận sự sụt giảm so với cùng kỳ do: (1) Phần lớn các sản phẩm thuộc 2 đợt mở bán đầu tiên của dự án Hado Charm Villas đã hoàn thành bàn giao và HDG chưa thực hiện mở bán mới, (2) Sản lượng tại các nhà máy thủy điện suy giảm do ảnh hưởng từ hiện tượng thời tiết El Nino.

Lợi nhuận thuần sụt giảm 35,1% so với cùng kỳ, đạt 712 tỷ đồng do: (1) Thiếu hụt nguồn lợi nhuận từ bất động sản, (2) Biên lợi nhuận lĩnh vực phát điện chịu áp lực thu hẹp do một phần đáng kể chi phí là cố định.

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của HDG (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Sản lượng phát điện tại các nhà máy của HDG (đv: triệu KWh)



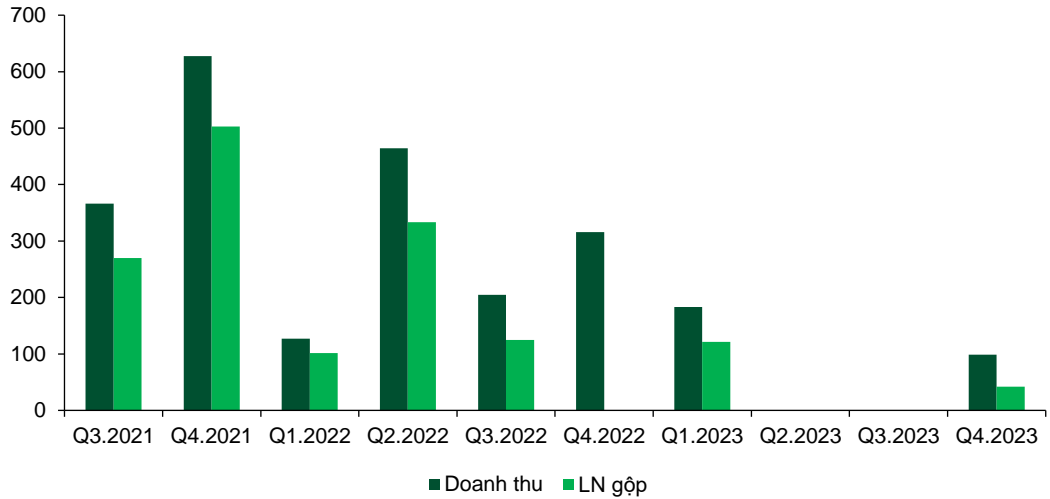
Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiềm năng lợi nhuận lớn từ phân khu tiếp theo tại Hado Charm Villas

Trong giai đoạn cuối năm 2020 – đầu năm 2021, HDG đã thực hiện 2 đợt mở bán chính thức với 178 căn biệt thự - liền kề tại dự án trọng điểm Hado Charm Villas (Hoài Đức, Hà Nội). Tính đến hiện tại, các phân khu trên đã cơ bản được bàn giao và ghi nhận doanh thu. Điều này sẽ đặt ra áp lực nhất định đến kết quả kinh doanh của HDG trong năm 2024 trong trường hợp doanh nghiệp không tiến hành các đợt mở bán và bàn giao mới.

Hình 3: KQKD ghi nhận từ dự án Hado Charm Villas (đv: tỷ đồng)

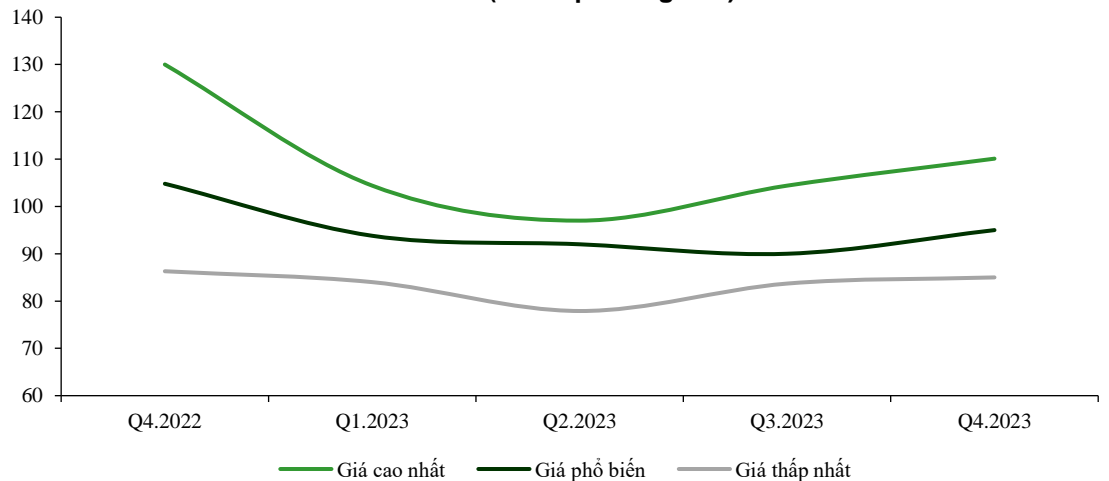


Nguồn: HDG, VCBS

Đợt mở bán thứ 3 (bao gồm 97 căn) đã được HDG lên kế hoạch từ đầu năm 2022, nhưng được chủ động lùi tiến độ khi thị trường bất động sản đảo chiều và đi vào giai đoạn trầm lắng. HDG dự kiến sẽ không vội đưa vào kinh doanh phân khu còn lại khi mặt bằng giá bán tại dự án chưa hồi phục hoàn toàn xét đến: (1) Doanh nghiệp không chịu nhiều áp lực về dòng tiền, (2) Quỹ đất còn lại tại Charm Villas có giá trị cao và còn nhiều tiềm năng tăng giá trong các năm tới. Cụ thể:

- Việc phát triển mới quỹ đất cho các dự án nhà ở thương mại tại Hà Nội và TP.HCM sẽ tốn nhiều chi phí hơn khi các Bộ Luật mới đi vào hiệu lực, và các thành phố trên chủ yếu định hướng phát triển các dự án nhà ở cao tầng. Do đó, các quỹ đất dự án thấp tầng đã hoàn thiện pháp lý và hạ tầng, có khả năng kết nối tới trung tâm thành phố trong thời gian 30 phút di chuyển sẽ trở nên đặc biệt giá trị trong chu kỳ thị trường mới.
- Dự án Vành đai 4 TP.Hà Nội (khởi công năm 2023) kì vọng sẽ giúp nâng tầm mạnh mẽ khả năng kết nối và mặt bằng giá đất khu vực dự án.
- Sau giai đoạn điều chỉnh, mặt bằng giá tại Charm Villas đã tương đối hấp dẫn, hiện chỉ bằng khoảng 1/2 giá các sản phẩm thấp tầng trong phạm vi dọc Vành đai 3 TP.Hà Nội, do đó còn nhiều dư địa tăng giá khi bán kính đô thị mở rộng và hệ thống hạ tầng giao thông, tiện ích được cải thiện.

Hình 4: Mặt bằng giá chuyển nhượng thứ cấp tại dự án Hado Charm Villas (đv: triệu đồng/ m2)



Nguồn: batdongsan.com.vn, VCBS

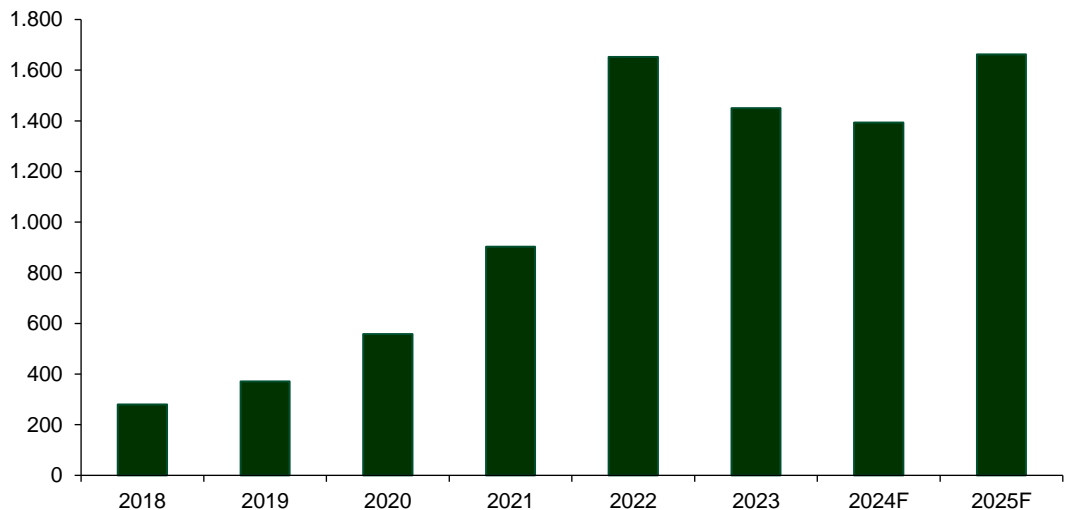
Với mặt bằng giá chuyển nhượng hiện tại (khoảng 100 – 120 triệu đồng/ m2 đối với các căn liền kề), VCBS đánh giá dự án Charm Villas sẽ tiếp tục đem về khoảng 3.000 tỷ đồng doanh thu cho HDG trong các năm tới với hiệu quả lợi nhuận ở mức cao do quỹ đất được tích lũy từ lâu và đã hoàn thành xây thô, hoàn thiện mặt ngoài các sản phẩm.

Mảng phát điện tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực từ hiện tượng El Nino

Từ giữa năm 2023, sản lượng và doanh thu phát điện của HDG chịu tác động tiêu cực khi trạng thái thời tiết El Nino quay trở lại và ảnh hưởng đến lưu lượng nước tại các nhà máy thủy điện (nguồn đóng góp lớn nhất trong cơ cấu công suất phát điện của doanh nghiệp). VCBS đánh giá hiệu quả kinh doanh mảng phát điện của HDG vẫn chịu áp lực đáng kể trong năm 2024 xét đến:

- Do chu kỳ La Nina trước đó duy trì trong thời gian tương đối dài (2020 – 2022), giai đoạn El Nino nhiều khả năng sẽ kéo dài đến nửa sau năm 2024. Ngoài ra, mức tích nước tại các hồ thủy điện dự kiến thấp hơn so với đầu năm 2023 và hạn chế năng lực phát điện trong giai đoạn mùa khô năm 2024.
- Các dự án thủy điện nhỏ Sơn Nham và Sơn Linh (tổng công suất 24 MW sau khi mở rộng) kỳ vọng giúp gia tăng công suất phát điện trong thời gian tới. Tuy vậy, hiện tại các dự án đang trong giai đoạn điều chỉnh quy hoạch và chưa đóng góp doanh thu trong giai đoạn 2024 – 2025.
- Việc phát triển các dự án NLTT gói đầu (điện gió Eahleo, điện gió Phước Hữu,...) cần chờ thêm định hướng từ các cơ chế hỗ trợ điện gió từ chính phủ và các chính sách xử lý vướng mắc tồn đọng sau giai đoạn quy hoạch phát triển quá mức.

Hình 5: Sản lượng phát điện của HDG (đv: triệu KWh)



Nguồn: HDG, VCBS

Về dài hạn, VCBS đánh giá cao khả năng tạo dòng tiền dồi dào và ổn định từ các nhà máy điện. Mảng kinh doanh trên sẽ là nguồn đóng góp chủ đạo đến KQKD, dòng tiền của HDG và được hưởng lợi từ các yếu tố:

- Mặt bằng giá bán điện thị trường cạnh tranh dự báo duy trì ở mức cao nhờ: (1) Giá thành nhiệt điện neo cao; (2) Tỷ trọng huy động thủy điện trên thị trường cạnh tranh có xu hướng giảm dần do sản lượng thấp và hạn chế trong việc triển khai các dự án mới.

- Mức huy động tại các nhà máy NLTT của HDG kỳ vọng tiếp tục cải thiện tích cực trong các năm tới khi năng lực lưới điện truyền tải được tăng cường.

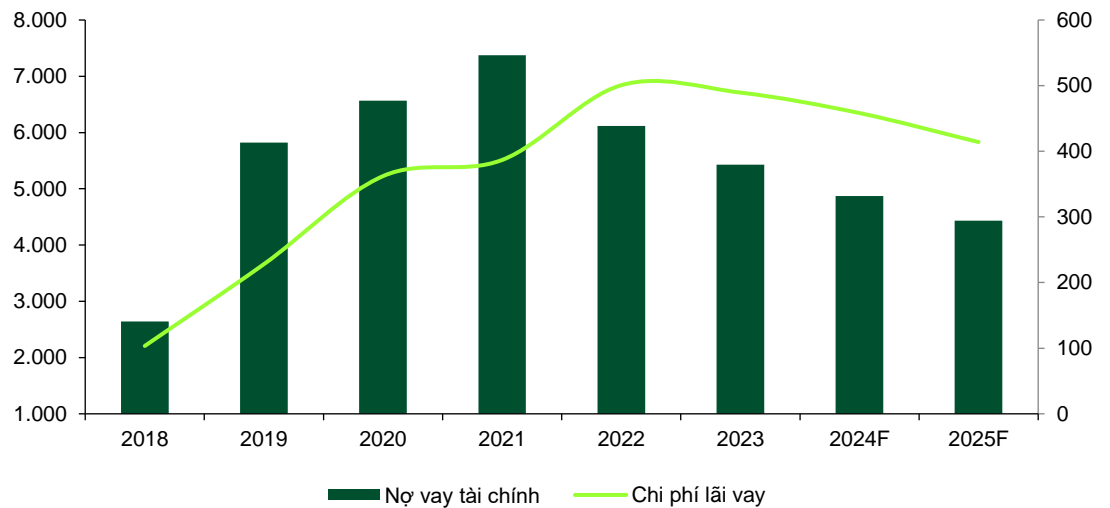
Dư nợ vay tài chính được thu hẹp nhanh chóng

Trong năm 2023, HDG đã tiến hành hoàn trả khoảng 550 tỷ đồng dư nợ vay tài chính nhờ dòng tiền dồi dào từ các nhà máy điện. Tính đến hiện tại, doanh nghiệp đã thanh toán toàn bộ nghĩa vụ TPDN và chúng tôi cho rằng trong 2 năm tới nợ vay tài chính sẽ được giảm thiểu nhanh chóng xét đến:

- Các dự án điện đã hoàn tất giai đoạn đầu tư và hoạt động ổn định. Dự kiến mỗi năm các nhà máy điện hiện hữu của HDG có thể đem về dòng tiền CFO khoảng 1.000 – 1.400 tỷ đồng.
- Nhu cầu đầu tư tại các dự án bất động sản trong 1-2 năm tới là không lớn khi: (1) Dự án chủ đạo Charm Villas đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính, hạ tầng và xây dựng thô các sản phẩm còn lại; (2) Các dự án gói đầu (Hado Green Lane, Hado Minh Long) chưa hoàn thành thủ tục pháp lý.
- Trong giai đoạn 2024-2025, HDG chưa mạnh tay giải ngân đầu tư mới mảng phát điện do các dự án điện gió mới cần chờ cơ chế hỗ trợ và hoàn thành thủ tục đầu tư.

Chúng tôi đánh giá việc giảm mạnh quy mô nợ vay tài chính sẽ giúp HDG giảm thiểu rủi ro tài chính, đồng thời hạn chế áp lực từ chi phí lãi vay trong giai đoạn tới.

Hình 6: Quy mô nợ vay và chi phí lãi vay của HDG (đv: tỷ đồng)



Nguồn: HDG, VCBS

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2024 của HDG đạt **2.448 tỷ đồng (-15,1% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **709 tỷ đồng (-0,3% yoy)**, tương ứng với EPS là **2.320 VNĐ/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu HDG dựa trên một số phương pháp:

Định giá từng phần

Đối với phương pháp định giá từng phần, chúng tôi định giá từng mảng kinh doanh, dự án quan trọng của HDG và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **32.535 VND/ cổ phiếu**.

Mảng kinh doanh	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Bất động sản	2.198
Phát điện và các mảng khác	14.563
(Nợ vay ròng)	(4.793)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(2.020)
Giá trị VCSH ròng hợp lý	9.948
Số cổ phiếu (triệu)	306
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	32.535

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch của các doanh nghiệp tương đồng trên thị trường và đưa ra mức định giá hợp lý là **24.598 VNĐ/ cổ phiếu**.

Doanh nghiệp	P/B
NTL	1,39
CSC	1,07
DPG	1,12
GEG	0,81
REE	1,16
PGV	1,63
POW	0,82
Trung vị	1,12
BPVS 2024 (VND)	21.955
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	24.589

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu HDG là **28.562 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá từng phần	32.535
Phương pháp định giá tương đối	24.589
Kết hợp 2 phương pháp	28.562

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong năm 2024, hoạt động kinh doanh của HDG dự báo vẫn chịu những áp lực nhất định do thiếu hụt nguồn lợi nhuận từ chuyển nhượng bất động sản và sản lượng phát điện gặp áp lực từ chu kỳ thời tiết El Nino, trong khi các dự án gói đầu chưa được hoàn thành triển khai.

Về dài hạn, VCBS đánh giá cao tiềm năng lợi nhuận và dòng tiền tích cực của HDG nhờ danh mục dự án điện và quỹ đất giá trị, được tích lũy với giá vốn thấp. Đây là điều kiện để doanh nghiệp duy trì nguồn lực tài chính qua giai đoạn khó khăn và sẵn sàng cho các cơ hội M&A/ phát triển dự án trong chu kỳ mới – dự báo từ năm 2025. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu HDG với mức định giá hợp lý là **28.562 VND/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

vtduyet@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>