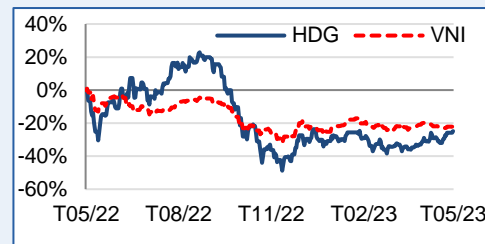




CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) [MUA +21,4%]

Cập nhật

Ngành:	Điện-BDS		<u>2022</u>	<u>2023F</u>	<u>2024F</u>	<u>2025F</u>
Ngày báo cáo:	09/05/2023	TT DT	-5,2%	-6,6%	40,4%	57,7%
Giá hiện tại:	33.600VND	TT EPS	0,0%	-18,8%	46,6%	68,9%
Giá mục tiêu:	40.800VND	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.096	889	1.304	2.202
Giá mục tiêu gần nhất:	38.800VND	EBITDA (tỷ đồng)	2.577	2.263	2.728	4.028
TL tăng:	+21,4%	EV/EBITDA	5,8x	6,4x	5,5x	3,9x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	1,5x	1,3x	1,1x	0,9x
Tổng mức sinh lời:	+21,4%	P/E	7,7x	9,5x	6,5x	3,8x



GT vốn hóa:	350tr USD		<u>HDG</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	133tr USD	P/E (trượt)	7,0x	10,7x	14,3x
GTGD/ngày (30n):	1,5tr USD	P/B (quý gần nhất)	1,5x	1,5x	1,6x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	78,5%	34,0%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	244tr	ROE	21,2%	8,4%	12,8%
Pha loãng:	244tr	ROA	7,8%	4,1%	2,0%

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 2022).

Trần Thị Thùy Linh
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

HDG hoàn thiện các thủ tục pháp lý cho các dự án BĐS

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) thêm 5% lên 40.800 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là do tác động tích cực của việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu đến giữa năm 2024, bù đắp cho mức giảm 1% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 của chúng tôi do chúng tôi trì hoãn 1 năm việc vận hành thương mại dự kiến của 4 dự án điện gió (tổng công suất 140 MW) từ 2025 và 2026.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 sẽ giảm 19% YoY với đóng góp thấp hơn từ mảng năng lượng và bất động sản (lần lượt là -35% YoY và -8% YoY), sẽ ảnh hưởng đến hiệu ứng tích cực từ lợi nhuận cao hơn của mảng khách sạn & văn phòng cho thuê.
- Chúng tôi nhận thấy mức định giá của HDG là hấp dẫn với P/E trượt 7,0 lần - thấp hơn 35% so với P/E trượt trung bình trung bình của các công ty cùng ngành BĐS và điện được lựa chọn của chúng tôi. Chúng tôi dự báo ROE trung bình là 21% và CAGR EPS là 26% trong giai đoạn 2022-2025. HDG có kế hoạch mở rộng điện gió cụ thể nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi với tổng công suất 540 MW, với tên/địa điểm dự án cụ thể ở miền Trung và trong đó 140 MW đã được đưa vào Quy hoạch Điện (QHĐ) VII điều chỉnh.
- Rủi ro: Các dự án BĐS hình thành trong tương lai chậm tiến độ so với dự kiến; tiếp tục chậm tiến độ đưa 4 dự án điện gió vào vận hành thương mại.
- Yếu tố hỗ trợ: Động thổ dự án điện gió lớn An Phong (300 MW) để tạo điều kiện cho Hado Energy thực hiện IPO.

HDG sẽ tập trung hoàn thiện các thủ tục pháp lý cho các dự án BĐS và đặt mục tiêu phát triển ít nhất 2 dự án trong năm 2023. Ban lãnh đạo tin rằng Nghị định 10/2023/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 20/05/2023 sẽ giúp tháo gỡ nút thắt pháp lý cho các doanh nghiệp phát triển BĐS, trong đó có HDG. Nghị định này quy định các tiêu chí rõ ràng hơn cũng như thời hạn 90 ngày để cơ quan chức năng cấp tỉnh xác định giá đất được sử dụng để tính tiền sử dụng đất (xem thêm [Cập nhật Quy định Ngành Bất động sản](#), ngày 04/07/2023). Do đó, HDG dự kiến sẽ hoàn tất các thủ tục pháp lý cho Hado Minh Long tại Thủ Đức, TP. HCM và Hado Greenlane tại Quận 8, TP. HCM. HDG cũng kỳ vọng nguồn cung BĐS sẽ cải thiện trong quý 4/2023 – quý 1/2024. Ngoài ra, HDG dự kiến sẽ mở bán dự án Charm Villas Giai đoạn 3 vào quý 3/2023; tuy nhiên, giá bán cho giai đoạn này vẫn chưa được chốt (chúng tôi dự báo giá bán là 90 triệu đồng/m², tương đương với giá bán trong Giai đoạn 2).

Chúng tôi lùi dự báo thời gian vận hành thương mại dự kiến của bốn trang trại điện gió (tổng công suất 140 MW) thêm một năm. Theo ban lãnh đạo, HDG sẽ đánh giá quá trình phát triển các dự án điện gió Ea H'leo (20 MW) và Phước Hữu (50 MW) khi QHĐ VIII được phê duyệt, mà chúng tôi kỳ vọng QHĐ VIII sẽ được phê duyệt vào nửa cuối năm 2023. Do đó, chúng tôi giả định 2 dự án điện

gió này sẽ đi vào vận hành từ đầu năm 2025 so với năm 2024 như trong dự báo trước đây. Chúng tôi cũng lùi dự báo thời gian vận hành thương mại dự kiến của các dự án điện gió Hướng Phùng (30 MW) và Sóc Trăng (40 MW) từ năm 2025 sang năm 2026.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)					BẢNG CĐKT (tỷ đồng)				
	2022	2023F	2024F	2025F		2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	3.581	3.345	4.695	7.404	Tiền và tương đương	694	1.057	1.691	2.140
Giá vốn hàng bán	-1.369	-1.414	-2.074	-3.453	Đầu tư TC ngắn hạn	1	100	100	100
Lợi nhuận gộp	2.212	1.931	2.622	3.950	Các khoản phải thu	1.470	2.055	2.055	2.276
Chi phí bán hàng	-5	-39	-69	-176	Hàng tồn kho	1.382	1.351	3.752	6.656
Chi phí quản lí DN	-159	-167	-414	-452	TS ngắn hạn khác	309	309	309	309
LN thuần HBKD	2.049	1.724	2.139	3.322	Tổng TS ngắn hạn	3.856	4.871	7.907	11.481
Doanh thu tài chính	83	49	81	107	TS dài hạn (gộp)	11.285	13.631	15.455	17.879
Chi phí tài chính	-517	-534	-544	-600	- Khấu hao lũy kế	-1.790	-2.329	-2.919	-3.625
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-501</i>	<i>-534</i>	<i>-544</i>	<i>-600</i>	TS dài hạn (ròng)	9.495	11.301	12.536	14.254
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	3	3	3	3
(Lỗ)/lãi khác	-10	0	0	0	TS dài hạn khác	140	140	140	140
LNTT	1.604	1.239	1.676	2.830	Tổng TS dài hạn	11.249	11.444	12.678	14.396
Thuế TNDN	-243	-168	-236	-457	Tổng Tài sản	15.105	16.315	20.585	25.878
LNST trước CĐTS	1.362	1.071	1.439	2.373	Phải trả ngắn hạn	863	1.309	3.226	5.253
Lợi ích CĐ thiểu số	-266	-181	-135	-171	Nợ ngắn hạn	959	1.174	1.100	1.100
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.096	889	1.304	2.202	Nợ ngắn hạn khác	1.465	1.465	1.465	1.465
					Tổng nợ ngắn hạn	3.287	3.948	5.791	7.818
EBITDA	2.577	2.263	2.728	4.028	Nợ dài hạn	5.160	4.747	5.848	6.936
EPS cơ bản. VND	4.351	3.532	5.178	8.746	Nợ dài hạn khác	110	110	110	110
EPS pha loãng. VND	4.351	3.532	5.178	8.746	Tổng nợ	8.557	8.805	11.749	14.864
DPS, VND	0	0	500	500	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	10%	6%	Vốn cổ phần	2.446	2.446	2.446	2.446
					Thặng dư vốn CP	197	197	375	375
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Lợi nhuận giữ lại	2.341	3.122	4.312	6.319
Tăng trưởng					Vốn khác	142	142	142	142
TT doanh thu	-5,2%	-6,6%	40,4%	57,7%	Lợi ích CĐTS	1.245	1.426	1.562	1.733
Tăng trưởng LNST	0,0%	-18,8%	46,6%	68,9%	Vốn chủ sở hữu	6.548	7.510	8.836	11.014
TT EPS cơ bản	0,0%	-18,8%	46,6%	68,9%	Tổng cộng nguồn vốn	15.105	16.315	20.585	25.878
TT EPS pha loãng	0,0%	-18,8%	46,6%	68,9%	Cổ phiếu lưu hành cuối năm, tr	244	244	244	244
					Cổ cổ phiếu quỹ cuối năm, tr	0,0	0,0	0,0	0,0
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên LN gộp %	61,8%	57,7%	55,8%	53,4%	Tiền đầu năm	230	694	1.057	1.691
Biên LN từ HĐ %	57,2%	51,5%	45,5%	44,9%	Lợi nhuận sau thuế	1.362	1.071	1.439	2.373
Biên EBITDA	72,0%	67,7%	58,1%	54,4%	Khấu hao	528	539	590	706
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	30,6%	26,6%	27,8%	29,7%	Thay đổi vốn lưu động	-632	-108	-484	-1.099
ROE %	22,7%	15,6%	19,5%	26,6%	Điều chỉnh khác	683	0	0	0
ROA %	7,1%	5,7%	7,1%	9,5%	Tiền từ hoạt động KD	1.942	1.502	1.545	1.981
					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-429	-734	-1.824	-2.424
Chỉ số hiệu quả vận hành					Đầu tư	349	-99	0	0
Số ngày tồn kho	366	353	449	550	Tiền từ HĐ đầu tư	-80	-833	-1.824	-2.424
Số ngày phải thu	108	152	131	88	Cổ tức đã trả	-251	-108	-113	-119
Số ngày phải trả	64	62	65	62	Tăng (giảm) vốn	200	0	0	0
TG luân chuyển tiền	410	442	515	576	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-329	215	-74	0
					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-926	-413	1.100	1.088
Thanh khoản					Tiền từ các hoạt động TC khác	61	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,4	1,5	Tiền từ hoạt động TC	-1.398	-307	913	892
CS thanh toán nhanh	0,8	0,9	0,7	0,6	Tổng lưu chuyển tiền tệ	464	362	635	449
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,3	0,3	Tiền cuối năm	694	1.057	1.691	2.140
Nợ/Tài sản	40,5%	36,3%	33,8%	31,1%					
Nợ/Vốn sử dụng	48,3%	44,1%	44,0%	42,2%					
Nợ/Vốn CSH	82,8%	63,4%	58,4%	52,6%					
Khả năng thanh toán lãi vay	4,1	3,2	3,9	5,5					

Nguồn: HDG, Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trần Thị Thùy Linh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về 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 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.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

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

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

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
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

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@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mẫn, Chuyên viên, ext 135
- Trần Thị Thùy Linh, Chuyên viên, ext 196

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

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 Bản Việt 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.