

Khuyến nghị	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (VND)	31,200
Lợi nhuận kỳ vọng	+13.0%
Giá ngày 13/09/2024	27,600

KQKD mảng năng lượng tạo đáy, kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ từ 2H2024

Cập nhật KQKD Q2/2024: Doanh thu thuần đạt 560 tỷ đồng, -1% yoy, chủ yếu nhờ mức tăng trưởng khá từ mảng cho thuê BĐS, khách sạn (+28% YoY), cụ thể:

- **Mảng BĐS thương mại** tiếp tục thực hiện bàn giao các sản phẩm còn lại từ 2 đợt mở bán của dự án Hado Charm Villas. Luỹ kế 1H2024 doanh thu mảng BĐS đạt 399 tỷ đồng, đóng góp 29% cơ cấu doanh thu.
- **Mảng năng lượng** giảm -7% yoy chủ yếu do các nhà máy thủy điện vẫn chịu ảnh hưởng bởi hiện tượng thời tiết El Nino trong Q2/2024. Trong Q2/1H2024, sản lượng nhóm thủy điện của HDG chỉ đạt 123/293 triệu kWh, tương đương -24%/-32% yoy. Doanh thu lần lượt đạt 205/450 tỷ đồng, giảm -13%/-25% yoy.
- **Mảng cho thuê BĐS, khách sạn** tăng trưởng +28% yoy trong Q2/2024 chủ yếu nhờ doanh thu cho thuê khách sạn tăng trưởng tốt hơn.

Sau cùng, **LNST Q2/2024 vẫn tăng 110% yoy, biên LNST ở mức 13.3%, cao hơn so với mức 6.3% cùng kỳ** nhờ chi phí lãi vay được tiết giảm và tỷ lệ SG&A/Doanh thu giảm mạnh.

Quan điểm đầu tư:

- (1) Chúng tôi đưa ra dự phóng **LNST 2024** của công ty **tăng trưởng +12.6% yoy, đạt 976 tỷ đồng**, hoàn thành 100% kế hoạch lợi nhuận.
- (2) Mảng năng lượng – La Nina là yếu tố chính cho tăng trưởng 2H2024. La Nina, đi kèm với gió và mưa nhiều, sẽ giúp mực nước của các hồ thủy điện cải thiện từ đó đảm bảo cho kế hoạch phát điện của các nhà máy được ổn định cả về công suất phát và sản lượng trong 2H2024.
- (3) Rủi ro pháp lý tại các dự án điện mặt trời đã có những chuyển biến tích cực, đặc biệt tại dự án SP Infra 1.
- (4) Mảng BĐS thương mại – Hado Charm Villas giai đoạn 3 sẽ tạo cú hích cho KQKD 2025F.

Định giá: Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới là **31,200 đồng/cp** dựa trên phương pháp định giá SOTP và hạ khuyến nghị từ **MUA xuống NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu HDG, **upside +13.0%** so với giá đóng cửa ngày 13/09/2024.

Rủi ro đầu tư:

- (1) Thị trường BĐS phục hồi chậm, giá bán phân khúc cao cấp thấp hơn dự kiến;
- (2) Tiến độ pháp lý của các dự án BĐS tiếp tục gặp khó dẫn đến thiếu hụt dự án gối đầu kéo dài;
- (3) Hiện tượng La Lina đến muộn/diễn ra với cường độ yếu ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng của các nhà máy thủy điện;
- (4) Rủi ro pháp lý các dự án điện mặt trời lớn hơn dự kiến.

Thông tin cổ phiếu	
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	33,400
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	24,550
Vốn hóa (Tỷ VND)	8,209
SLCP lưu hành (triệu CP)	306
KLGD BQ 3 tháng (triệu CP)	2.8
Freefloat	55.0%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,058
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	17.5%
Giới hạn room nước ngoài (%)	50.0%

Diễn biến giá



Thông tin cơ bản về công ty

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE - HDG) tiền thân là xí nghiệp xây dựng của Bộ Quốc phòng, thành lập năm 1990. Năm 2004 công ty chuyển đổi sang mô hình CTCP. Công ty hoạt động trong 03 lĩnh vực chính gồm bất động sản, năng lượng và quản lý cho thuê văn phòng, khách sạn.

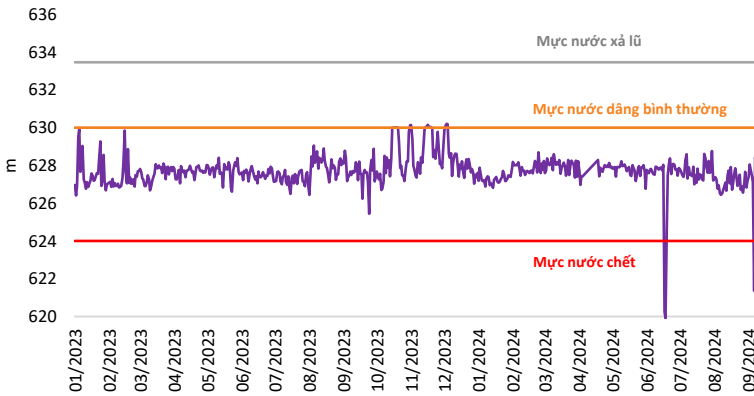
Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	tỷ VND	3,581	2,889	2,984	4,452
Lợi nhuận gộp	tỷ VND	2,212	1,723	1,770	2,887
Lợi nhuận HĐTC	tỷ VND	1,615	961	1,168	2,147
CPBH và QLDN	tỷ VND	164	233	200	404
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	1,362	866	976	1,731
Biên lãi gộp	%	61.8%	59.6%	59.3%	64.9%
Biên lãi ròng	%	38.0%	30.0%	32.7%	38.9%
ROE	%	7.1%	4.5%	5.4%	8.9%
ROA	%	18.4%	9.7%	10.6%	15.8%
EPS cơ bản	VND	4,479	2,175	2,334	4,014
B/V	VND	26,770	23,642	22,530	28,229
P/E	x	6.0	12.3	10.8	6.9
P/B	x	1.0	1.1	1.2	1.0

I. CẬP NHẬT KQKD Q2/2024

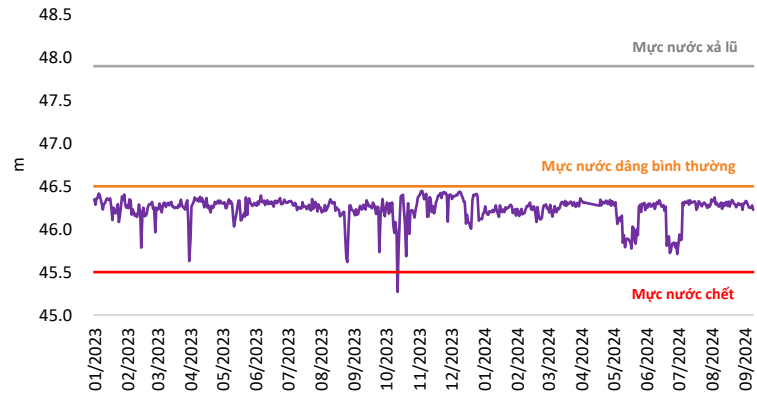
Đvt: Tỷ VND	Q2/2024	%YoY	6T2023	1H2024	%YoY	% so với dự phóng mới của TPS	Diễn giải
Doanh thu thuần	560	-1%	1,520	1,408	-7%	47%	
- BĐS & Xây lắp	88	-4%	404	407	1%	70%	- Doanh thu mảng BĐS đạt 84 tỷ đồng trong Q2/2024, lũy kế 1H2024 đạt 399 tỷ đồng, đóng góp 29% cơ cấu doanh thu , chủ yếu nhờ bàn giao các sản phẩm còn lại của dự án Hado Charm Villas.
- Cho thuê BĐS, khách sạn	124	28%	198	239	21%	49%	- Doanh thu mảng cho thuê BĐS, khách sạn tăng trưởng khá trong Q2/2024 chủ yếu do doanh thu cho thuê khách sạn tăng trưởng tốt hơn, chúng tôi cho rằng nhờ tỷ lệ lấp đầy bình quân cao hơn cùng kỳ.
- Năng lượng	348	-7%	918	762	-17%	40%	- Mảng năng lượng tiếp tục chịu ảnh hưởng bởi hiện tượng thời tiết El Nino trong Q2/2024, điều kiện khí hậu khô hạn khiến mực nước các hồ thủy điện xuống thấp ảnh hưởng đến công suất và sản lượng điện. - Trong Q2/1H2024, sản lượng nhóm thủy điện của HDG đạt chỉ 123/293 triệu kWh, tương đương -24%/-32% yoy . Doanh thu lần lượt đạt 205/450 tỷ đồng, giảm -13%/-25% yoy . Chúng tôi kỳ vọng hiện tượng La Nina xuất hiện trong 2H2024 sẽ giúp cải thiện sản lượng của các nhà máy thủy điện. - Nhóm ĐMT đạt công suất tốt sau 1H2024, sản lượng Q2/1H2024 đạt 50/99 triệu kWh, tăng +2%/+6% yoy . Trong khi sản lượng điện gió 7A giảm lần lượt -5%/-21% yoy sau Q2/1H2024 do mùa gió thấp. Chúng tôi cho rằng sản lượng của điện gió 7A sẽ được cải thiện khi tần suất và tốc độ gió tốt hơn trong 2H2024.
Lợi nhuận gộp BLNG	282	1%	856	720	-16%	41%	
	50%		56%	51%			- KQKD kém tích cực của nhóm thủy điện làm biên lãi gộp 1H2024 giảm đáng kể so với cùng kỳ, từ 56.3% xuống còn 51.2% .
Chi phí tài chính	106	-25%	289	202	-30%	46%	- Chi phí lãi vay được tiết giảm nhờ dư nợ giảm dần và mặt bằng lãi suất thấp hơn cùng kỳ. Ngoài ra, tỷ lệ SG&A/Doanh thu cũng giảm mạnh trong Q2/2024 và đóng góp đáng kể vào tăng trưởng lợi nhuận của Công ty. - Sau 1H2024, HDG hiện đã hoàn thành 49% và 47% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận 2024 .
Chi phí SG&A	52	-27%	107	85	-21%	43%	
Lợi nhuận từ HĐKD	132	22%	505	453	-10%	39%	
Lợi nhuận trước thuế	138	45%	494	457	-8%	39%	
Lợi nhuận sau thuế	111	46%	434	376	-13%	38%	
Lợi nhuận CĐ.Cty mẹ	74	110%	338	296	-13%	38%	
BLNR	13%		22%	21%			
SG&A/Doanh thu	9%		7%	6%			

Nguồn: HDG, TPS Research

Hiện tượng El Nino cường độ mạnh khiến mực nước hồ thủy điện Đăk Mi 2 luôn dưới mực nước dâng bình thường, ảnh hưởng đáng kể đến công suất nhà máy...

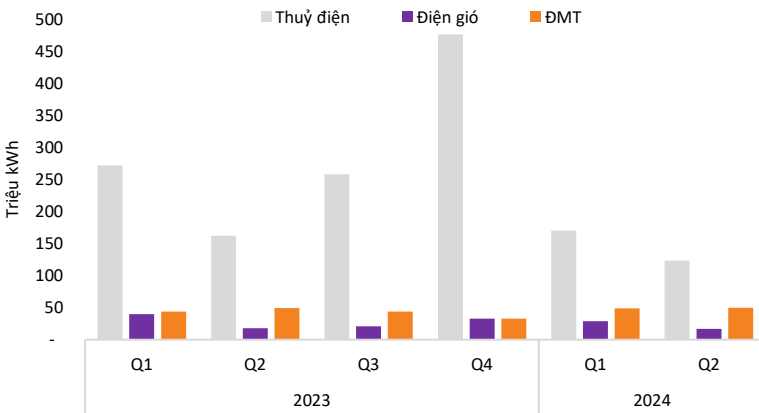


... Mực nước hồ thủy điện Sông Tranh 4 trong 1H2024 cũng trong tình trạng tương tự

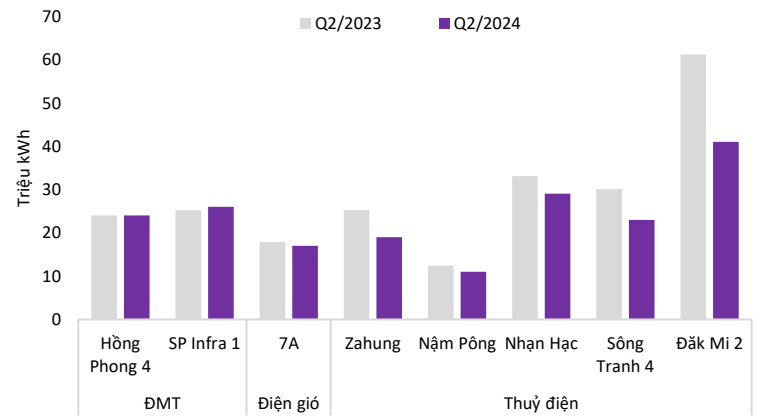


Nguồn: HDG, CSDL Bộ Công Thương, TPS Research

Sản lượng điện Q2 và 1H2024 giảm mạnh do El Nino

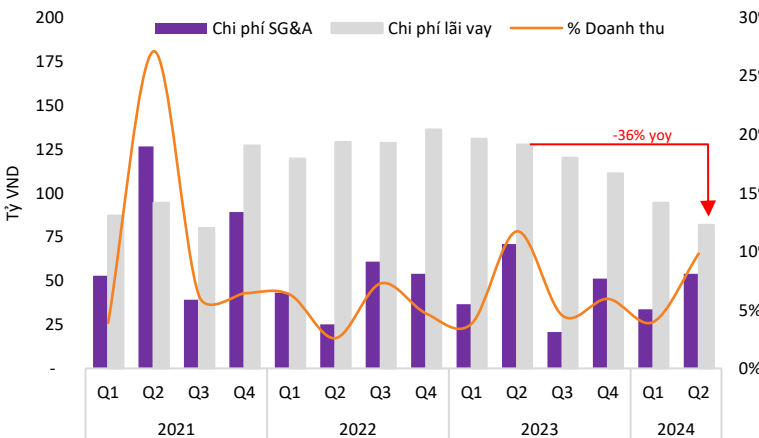


Sản lượng điện các dự án năng lượng của HDG

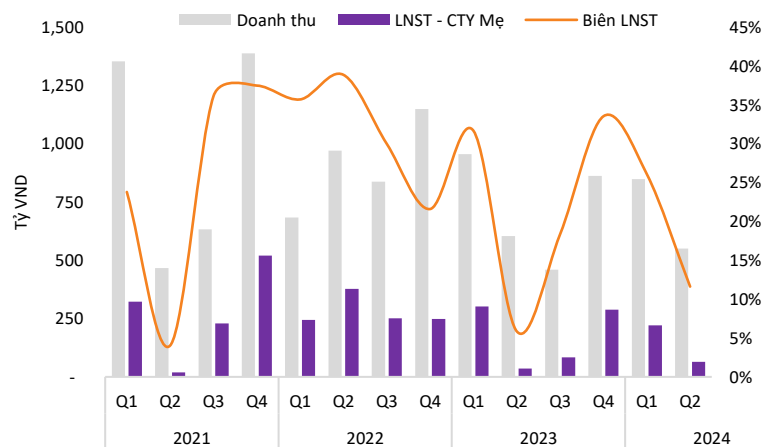


Nguồn: HDG, TPS Research

Tỷ lệ chi phí SG&A/Doanh thu trong Q2/2024 giảm còn 9.8%, đồng thời chi phí lãi vay giảm mạnh -36% yoy...



.... giúp biên lãi ròng cao hơn đáng kể so với cùng



Nguồn: HDG, FiiPro, TPS Research

II. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Mảng năng lượng – La Nina sẽ là yếu tố chính cho tăng trưởng 2H2024

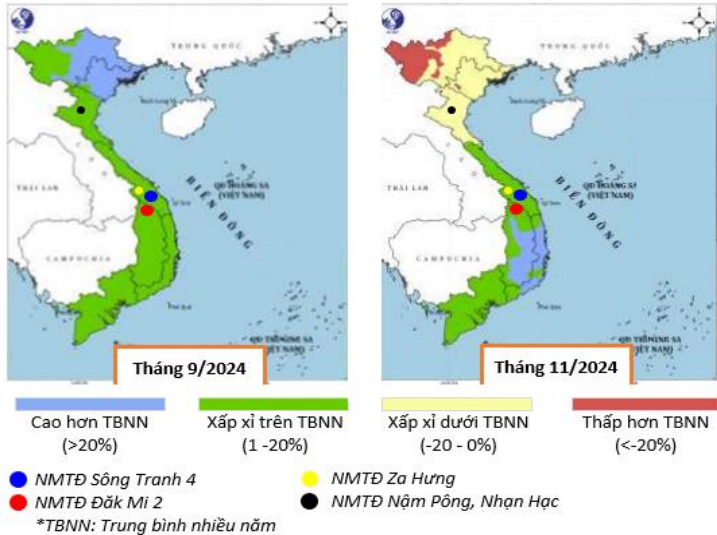
Điều kiện thời tiết khô hạn do ảnh hưởng của El Nino đã tác động rõ nét lên sản lượng điện của HDG trong 1H2024, đặc biệt trong Q1/2024 khi sản lượng điện giảm -24% yoy, trong đó nhóm thủy điện giảm -33% yoy. Chúng tôi cho rằng KQKD mảng năng lượng có thể đã chạm đáy trong 1H2024 và sẽ có xu hướng đảo chiều phục hồi trong các quý tới khi hiện tượng La Nina quay trở lại. Theo Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Việt Nam, hiện tượng ENSO hiện đang trong trạng thái trung tính, dự báo có khả năng chuyển sang trạng thái La Nina với xác suất 60-70% trong những tháng tới.

Theo chúng tôi quan sát, mực nước tại các hồ thủy điện lớn của HDG hiện tương đối ổn định dù vẫn dưới mực nước dâng bình thường nhưng cao hơn đáng kể so với mực nước chết. Tại hồ thủy điện Sông Tranh 4 mực nước đang ổn định, mực nước tại Đăk Mi 2 có xu hướng cải thiện dần từ đầu T8/2024. La Nina, đi kèm với gió và mưa nhiều, sẽ giúp mực nước của các hồ thủy điện cải thiện từ đó đảm bảo cho kế hoạch phát điện của các nhà máy được ổn định cả về công suất phát và sản lượng trong 2H2024.

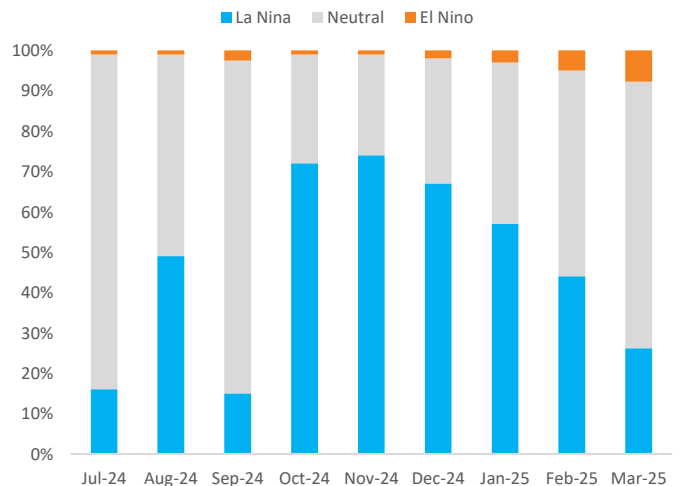
Với nhóm điện tái tạo, gồm điện mặt trời và điện gió, chúng tôi cho rằng sản lượng điện gió của HDG sẽ tốt hơn trong 2H2024 khi tốc độ gió và tần suất gió xuất hiện nhiều hơn. Trong khi với điện mặt trời, kết hợp với hiện tượng La Nina, chúng tôi cho rằng sản lượng 2H2024 sẽ thấp hơn -23% so với 1H2024 do số giờ nắng và cường độ thấp hơn.

Dựa trên những phân tích trên, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng năng lượng 2H2024 sẽ phục hồi +24% yoy, đạt 1,149 tỷ đồng; Sản lượng điện +29.6% yoy.

Dự báo lượng mưa cả nước tháng 09 và tháng 11/2024



Dự báo xác suất xảy ra El Nino và La Nina



Nguồn: IRI, TT Dự báo Khí tượng Thủy văn Việt Nam, TPS Research

Pháp lý tại các dự án điện mặt trời đã có những chuyển biến tích cực. Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo gần nhất, 02 dự án điện mặt trời gồm Hồng Phong 4 và SP Infra 1 đều bị vướng rủi ro pháp lý. Cụ thể, Thanh tra Chính phủ chỉ ra sai phạm tại dự án Hồng Phong 4 liên quan đến việc xây dựng nhà máy trên đất dự trữ khoáng sản, hiện chúng tôi chưa thấy cập nhật mới về kết luận cuối cùng. Tuy nhiên, về mặt pháp lý, dự án Hồng Phong 4 có đầy đủ giấy tờ pháp lý, từ phê duyệt quy hoạch, phê duyệt thiết kế, lựa chọn địa điểm, cấp đất cho đến nghiệm thu xây dựng và ký hợp đồng bán điện, do đó rủi ro là không lớn, theo Ban lãnh đạo chia sẻ. Với dự án SP Infra 1, dự án này nằm trong danh sách các dự án điện mặt trời được hưởng cơ chế giá khuyến khích (FIT) không đúng đối tượng. Tuy nhiên đến thời điểm hiện tại, chúng tôi đã nhận thấy những chuyển biến tích cực về vấn đề pháp lý của SP Infra 1, khi dự án này không được đề cập trong danh sách các dự án mà EVN phải cung cấp tài liệu, thông tin cho Cơ quan

An ninh điều tra, Bộ Công an hồi T8/2024. Do đó, chúng tôi thực hiện điều chỉnh lại giá bán điện của dự án SP Infra 1 về lại mức giá FIT = 9.35 USDcent/kWh trong mô hình dự phóng/định giá của chúng tôi để phản ánh giảm rủi ro điều chỉnh giá bán điện.

Triển vọng dài hạn đến từ danh mục dự án điện gió đang chờ triển khai lớn và ban hành chính sách giá mới cho năng lượng tái tạo. HDG hiện có khoảng 07 dự án điện gió đang trong quá trình nghiên cứu, chuẩn bị đầu tư như Ea H'Leo 1 + 2 (57MW), Phước Hữu (50MW), Hướng Phùng (30MW), Sóc Trăng (40MW), An Phong (300MW), Bình Gia (80MW) và 7A mở rộng (21MW), các dự án đều được phê duyệt trong Quy hoạch điện 8 (QH8), điều này cho thấy dư địa tăng trưởng mạnh mẽ năng lượng của HDG còn rất lớn.

Tuy nhiên, các chính sách giá cho năng lượng tái tạo hiện đã hết hiệu lực, trong khi mức giá chuyển tiếp đối với điện gió trên bờ và ngoài khơi đang thấp hơn -18% so với giá khung FIT theo QĐ 39/2018. Điều này đang gây khó khăn cho công ty trong quyết định triển khai dự án do hiệu suất sinh lời chưa hấp dẫn. Hiện công ty vẫn đang chờ công văn hướng dẫn thực hiện QH8 và cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo, theo đó HDG sẽ triển khai khi nhận thấy chính sách giá mang lại hiệu quả đầu tư khả thi.

Với mục tiêu thúc mạnh nguồn năng lượng tái tạo và để đạt tỷ trọng đã đề ra trong QH8 cùng việc thực hiện các cam kết về Net Zero tại Hội nghị COP26 trước đó, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ sớm ban các chính sách ưu đãi nhằm hỗ trợ cho nhà đầu tư trong thời gian tới.

Bảng tổng hợp danh mục dự án năng lượng của HDG

STT	Dự án	Loại hình	Địa điểm	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Công suất (MW)	Sản lượng (triệu kWh/năm)	Thời gian triển khai	Tình hình
Đã đi vào vận hành (1)								
1	Zahung	Thủy điện	Quảng Nam	505	30	123	2006	
2	Nậm Pông	Thủy điện	Nghệ An	796	30	123	2010	
3	Nhạn Hạc	Thủy điện	Nghệ An	1,881	59	206	2015	- Hoạt động ổn định.
4	Sông Tranh 4	Thủy điện	Quảng Nam	1,750	48	178	2017	
5	Đăk Mi 2	Thủy điện	Quảng Nam	4,300	147	415	2019	
6	Hồng Phong 4	Điện mặt trời	Bình Thuận	919	48	92	2018	- Hoạt động ổn định; Rủi ro pháp lý: 25ha nhà máy hoạt động trên đất dự trữ khoáng sản. TPS đánh giá: Hiện chưa có kết luận cuối cùng, nhưng rủi ro không đáng kể.
7	SP Infra 1	Điện mặt trời	Ninh Thuận	823	50	91	2018	- Hoạt động ổn định; Rủi ro pháp lý: Nằm trong danh sách các dự án điện mặt trời được hưởng cơ chế giá khuyến khích (FIT) không đúng đối tượng. TPS đánh giá: Rủi ro dự án phải điều chỉnh giá bán điện đã giảm đáng kể như đã đề cập ở trên.
8	7A	Điện gió	Ninh Thuận	1,696	50	180	2020	- Hoạt động ổn định.
Tổng cộng				12,670	462	1,408		
Đang triển khai (2)								
9	Ea H'leo 1 + 2	Điện gió	Đắk Lắk	1,874	57	204	2023-2025	- Đã được duyệt trong QH8
10	Phước Hữu	Điện gió	Ninh Thuận	1,730	50	179	2023-2025	- Đã được duyệt trong QH8; Chứng nhận đăng ký đầu tư.
11	Hướng Phùng	Điện gió	Quảng Trị	986	30	107	N/a	- Đã được duyệt trong QH8
12	Sóc Trăng	Điện gió	Sóc Trăng	1,315	40	143	N/a	- Đã được duyệt trong QH8
13	An Phong	Điện gió	Ninh Thuận	9,861	300	1074	N/a	- Đã được duyệt trong QH8
14	Bình Gia	Điện gió	Lạng Sơn	3,000	80	286	2026-2030	- Đã được duyệt trong QH8; Biên bản ghi nhớ đầu tư.
15	7A mở rộng	Điện gió	Ninh Thuận	690	21	75	2023-2025	- Đã được duyệt trong QH8
16	Sơn Linh - Sơn Nham	Thủy điện	Quảng Ngãi	287	24	24	2024	- Đã khởi công từ Q1/2024, dự kiến phát điện Q4/2026
Tổng cộng				19,743	602	2,093		
(1) + (2)				32,413	1,064	3,501		Mục tiêu đến 2030

Nguồn: HDG, TPS Research

Mảng BĐS thương mại – Hado Charm Villas giai đoạn 3 tạo cú hích cho KQKD 2025F

Hiện dự án Hado Charm Villas đã hoàn thành xây dựng toàn bộ phần hạ tầng của 528 sản phẩm, các hạng mục tiện ích nội khu cũng đang dần hoàn thiện. Dự án đã được mở bán đợt 1 vào tháng 12/2020 và đợt 2 vào tháng 01/2021 với khoảng 240 căn. Đến thời điểm hiện tại, công ty đã hoàn thành bàn giao toàn bộ các sản phẩm từ 02 đợt mở bán trước đó.

Theo chúng tôi cập nhật, giai đoạn 3 của dự án Hado Charm Villas hiện vẫn chưa được mở bán, và khả năng cao công ty cũng sẽ chưa mở bán trong cuối năm 2024 do (1) Dự án Hado Charm Villas có vị trí đẹp, là dự án duy nhất mà HDG còn có thể đưa vào kinh doanh, tiềm năng tăng giá còn lớn nhờ hạ tầng xung quanh, biên lợi nhuận cao. Do đó, chủ trương của Ban lãnh đạo công ty đã chia sẻ trong ĐHCĐ 2024 là sẽ lựa chọn thời điểm mở bán thích hợp để tối đa lợi nhuận. (2) Chúng tôi chưa nhận thấy công ty chịu áp lực về dòng tiền trong giai đoạn cuối năm 2024; khi nợ vay đang trong xu hướng giảm, mảng thủy điện kỳ vọng phục hồi từ 2H2024.

Chúng tôi duy trì kế hoạch mở bán dự án Hado Charm Villas GĐ 3 trong 1H2025, với tỷ lệ bàn giao 70%, phần còn lại được bàn giao trong 2026F như đã đề cập báo cáo gần nhất. Đồng thời chúng tôi thay đổi giá bán trung bình từ 100 triệu/m² lên 115 triệu/m² để phản ánh triển vọng thị trường BĐS tốt hơn. Chúng tôi ước tính doanh thu toàn bộ dự án đạt ~2,500 tỷ đồng, lợi nhuận đạt ~1,200 tỷ đồng.

Đối với 02 dự án Hado Green Lane và Hado Minh Long, chúng tôi chưa nhận thấy chuyển biến đáng kể liên quan đến tiến độ pháp lý dự án. Tuy nhiên, việc Chính phủ ban hành Nghị quyết 80/NQ-CP 2024 về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận nhận quyền sử dụng đất không phải là đất ở, chúng tôi kỳ vọng sẽ cải thiện tiến độ pháp lý của các dự án trong thời gian tới.

Bảng tổng hợp danh mục dự án BĐS của HDG

STT	Tên dự án	Địa điểm	Diện tích (ha)	Loại hình	Sản phẩm	Tiến độ
1	Hado Charm Villas	Huyện Hoài Đức, TP. Hà Nội	30	Khu đô thị	528 căn thấp tầng (biệt thự, liền kề, song lập)	- Đã mở bán Đợt 1-12/2020 & Đợt 2 - 01/2021, hoàn tất bàn giao toàn bộ 240 căn Mở bán Đợt 3 với khoảng 130 căn.
2	Hado Green Lane	Q.8, TP.HCM	2.32	Căn hộ chung cư	1231 căn	- Đã được phê duyệt QH 1/500 và chủ trương đầu tư, dự án đang chờ cấp giấy phép xây dựng Bàn giao trong 2026.
3	Hado Minh Long	Q.Thủ Đức, TP.HCM	2.7	Khu phức hợp	Nhà phố: 100 căn Căn hộ: 1000 căn	- Đang xin quy hoạch 1/500 Đang bị vướng cơ chế chung tại Nghị định 30 về giao chủ đầu tư. Dự kiến bàn giao trong 2026-2027.
4	Khu hỗn hợp Dịch Vụ	Cầu Giấy, Hà Nội	0.99	Khu phức hợp	Công trình nhà hỗn hợp	- Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500
5	Dự án 62 Phan Đình Giót	Thanh Xuân, Hà Nội	2.24	Nhà ở hỗn hợp cao tầng	Chung cư	- Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý chuyển đổi mục đích sử dụng đất
6	Nongtha Central Park	Vientiane, Laos	74.3	Khu đô thị	Biệt thự: 586 căn Nhà liền kề: 241 căn	N/a
7	Allia Bảo Đại	TP. Nha Trang, Khánh Hòa.	8.9	Khách sạn - Khu nghỉ dưỡng	- Khách sạn 5*: 115 phòng - Biệt thự: 35 căn	- Đã được cấp Giấy chứng nhận QSDĐ Đang điều chỉnh lại quy hoạch 1/500

Nguồn: HDG, TPS Research

Cập nhật thông tin ĐHCĐ bất thường 2024. Theo công bố thông tin của HDG, phiên họp ĐHCĐ bất thường ngày 11/09/2024 của công ty không diễn ra thành công do số cổ đông dự họp đại diện không đạt trên 50% tổng số cổ phần có quyền biểu quyết theo quy định. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ ảnh hưởng của Bão Yagi khiến cho việc đi lại trở nên khó khăn. Tuy nhiên, ĐHCĐ bất thường lần 2 sẽ được dời sang ngày 03/10/2024, nội dung họp tại đại hội gồm (1) Sửa đổi, bổ sung điều lệ (2) Thay đổi Người đại diện pháp luật (3) Miễn nhiệm chức danh TV HĐQT – Chủ tịch HĐQT đối với ông Nguyễn Trọng Thông. Theo chúng tôi đánh giá là phù hợp với chiến lược chuyển giao mà công ty đã đề cập trong ĐHCĐ thường niên 2024.

III. DỰ PHÓNG KQKD 2024 & 2025F

Đvt: Tỷ VND	Dự phóng mới			% Thay đổi		% YoY		Diễn giải
	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
Doanh thu thuần	2,889	2,984	4,452	-7.3%	6.3%	3.3%	49.2%	
- BĐS & Xây lắp	513	585	1,793	-8.3%	13.3%	13.9%	206.7%	- Doanh thu 2024F mảng BĐS & Xây lắp = 585 tỷ đồng, giảm -8.3% so với báo cáo gần nhất chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm mảng xây lắp. Trong khi mảng BĐS, chúng tôi duy trì dự phóng 2024F = 469 tỷ đồng (+66% yoy) chủ yếu từ bàn giao các sản phẩm còn lại của GD 2 dự án Hado Charm Villas. - Chúng tôi dự phóng doanh thu 2025F của mảng BĐS & Xây lắp = 1,793 tỷ đồng (+206.7% yoy), động lực chính đến từ việc mở bán và bàn giao GD 3 dự án Hado Charm Villas với tỷ lệ bàn giao = 70% số căn mở bán, đồng thời chúng tôi nâng ước tính giá bán trung bình từ 100 triệu/m2 lên 115 triệu/m2.
- Cho thuê BĐS, khách sạn	437	484	491	14.3%	11.6%	10.6%	1.5%	- Chủ yếu do chúng tôi nâng giá định tỷ lệ lấp đầy hoạt động cho thuê khách sạn 2024/2025 lên 85%/82%.
- Năng lượng	1,939	1,916	2,168	-11.3%	0.1%	-1.2%	13.2%	- Chúng tôi dự phóng doanh thu 2024F mảng năng lượng = 1,916 tỷ đồng, giảm nhẹ -1.2% yoy và -11.3% so với báo cáo gần nhất, chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng của nhóm thủy điện phù hợp với tình hình kinh doanh 1H2024 kém hơn so với dự phóng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng doanh thu và sản lượng mảng năng lượng sẽ tăng trưởng đáng kể trong 2H2024, lần lượt +24%/+29.6% yoy, nhờ hiện tượng La Nina quay trở lại hỗ trợ cho sản lượng thủy điện, đồng thời sản lượng từ điện gió cải thiện nhờ tần suất và tốc độ gió tốt hơn. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2025F = 2,168 tỷ đồng, +13.2% yoy nhờ sản lượng phục hồi +17% yoy khi hiện tượng La Nina duy trì phần lớn thời gian trong năm, đồng thời chúng tôi điều chỉnh giá bán điện dự án SP Infra 1 về lại giá FIT = 9.35 USDcent/kWh.
Lợi nhuận gộp	1,723	1,770	2,887	-8.6%	13.1%	2.7%	63.1%	
BLNG	59.6%	59.3%	64.9%					
Chi phí tài chính	569	443	390	-4.3%	-3.6%	-22.1%	-12.0%	- Công ty cho biết đã đàm phán thành công việc giảm chi phí bảo lãnh cho khoản vay nước ngoài và giảm biên độ lãi vay cho các dự án Điện gió 7A và Nhà máy thủy điện Sông Tranh 4. Ngoài ra, với dư nợ vay đang giảm dần, chúng tôi cho rằng chi phí lãi vay của Công ty sẽ tiếp tục tiết giảm trong 2H2024 và hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận.
Chi phí SG&A	233	200	394	-15.1%	6.2%	-14.0%	96.7%	- Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu 2025F tăng lên 8.9% do hoạt động bán hàng mảng BĐS quay trở lại.
Lợi nhuận HĐKD	961	1,168	2,157	-8.6%	17.9%	21.5%	84.7%	
LNTT	963	1,171	2,154	-8.3%	18.2%	21.5%	84.0%	
LNST	866	976	1,739	-8.6%	14.1%	12.6%	78.2%	
LNST Cty mẹ	665	785	1,356	-8.6%	10.6%	18.0%	72.8%	
BLNR	23.0%	26.3%	30.5%					
SG&A/Doanh thu	8.1%	6.7%	8.9%					

Nguồn: TPS Research

IV. KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Dựa trên phương pháp định giá từng phần (Sum of the part – SOTP), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới cho HDG là **31,200 đồng/cp (Upside +13.0%)**, cao hơn +7.6% giá mục tiêu cũ điều chỉnh. Chúng tôi **hạ khuyến nghị từ MUA xuống NẮM GIỮ** đối với HDG, do cổ phiếu đã tăng mạnh đạt mức khuyến nghị của chúng tôi trong báo cáo phát hành gần nhất ngày 14/05/2024.

*Lưu ý:

(1) Mảng BĐS thương mại, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF đối với dự án Hado Charm Villas, với kế hoạch mở bán GĐ 3 trong 1H2025, và điều chỉnh giá bán trung bình tăng từ 100 triệu/m² lên 115 triệu/m². Đối với các dự án pháp lý chưa hoàn thiện/chưa rõ ràng, chúng tôi thận trọng sử dụng giá trị sổ sách.

(2) Với mảng năng lượng, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi chỉ thực hiện đánh giá giá trị nội tại của các dự án đã vận hành của HDG. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh điều chỉnh tăng trở lại giá FIT của dự án SP Infra 1 từ 7.09 USDcent/kWh lên 9.35 USDcent/kWh.

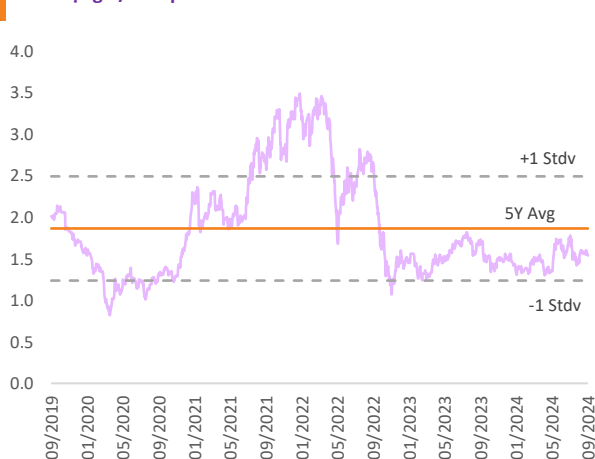
(3) Với mảng cho thuê BĐS, Khách sạn. Chúng tôi sử dụng Caprate = 10.5%, đồng thời dự án Alila Bảo Đại kỳ vọng đi vào hoạt động từ 2026F.

Bảng tổng hợp định giá SOTP

Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	ĐVT	Giá trị thuộc về HDG	Ghi chú
Năng lượng	DCF	Tỷ VND	11,547	Điều chỉnh mức giá FIT của dự án SP Infra 1 về lại mức 9.35 USDcent/kWh.
Bất động sản	DCF & Book Value	Tỷ VND	3,349	Điều chỉnh tăng giá mở bán trung bình Dự án Charm Villas GĐ3 lên 115 triệu/m ² từ mức 100 triệu/m ² trong báo cáo gần nhất.
Cho thuê BĐS, Khách sạn	Cap rate	Tỷ VND	1,543	
Tổng giá trị các mảng kinh doanh		Tỷ VND	16,629	
(+) Tiền & TĐT		Tỷ VND	571	
(-) Nợ vay		Tỷ VND	5,152	
(-) Lợi ích CĐTS		Tỷ VND	1,389	
Tổng giá trị doanh nghiệp		Tỷ VND	10,469	
Số lượng CPLH		Triệu cp	336	
Giá mục tiêu		VND/cp	31,200	
Giá thị trường (13/09/2024)		VND/cp	27,600	
Tỷ suất lợi nhuận (Upside)		%	+13.0%	

Nguồn: TPS Research

Biến động P/B cổ phiếu HDG



Biến động P/E cổ phiếu HDG



Nguồn: FiinPro, TPS Research

V. RỦI RO ĐẦU TƯ

- Thị trường BĐS phục hồi chậm, giá bán phân khúc cao cấp thấp hơn dự kiến;
- Tiến độ pháp lý của các dự án BĐS tiếp tục gặp khó dẫn đến thiếu hụt dự án gối đầu kéo dài;
- Hiện tượng La Lina đến muộn/diễn ra với cường độ yếu ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng của các nhà máy thủy điện.
- Rủi ro pháp lý các dự án điện mặt trời lớn hơn dự kiến.

Chỉ số tài chính

Đvt: Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,581	2,889	2,984	4,452
Giá vốn hàng bán	1,369	1,166	1,213	1,565
Lợi nhuận gộp	2,212	1,723	1,770	2,887
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	61.8%	59.6%	59.3%	64.9%
Lợi nhuận hoạt động tài chính	(434)	(529)	(381)	(352)
Chi phí bán hàng và QLDN	164	233	200	404
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1,615	961	1,168	2,147
Lợi nhuận khác	(10)	2	3	(4)
Lợi nhuận trước thuế	1,604	963	1,171	2,144
Lợi nhuận sau thuế	1,362	866	976	1,731
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,096	665	785	1,350

Bảng cân đối kế toán	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	3,856	3,354	4,071	5,711
Tiền và tương đương tiền	694	246	807	1,247
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	393	393	307
Các khoản phải thu ngắn hạn	1,711	1,595	1,456	2,442
Hàng tồn kho	1,382	1,074	1,330	1,603
Tài sản ngắn hạn khác	68	47	86	113
Tài sản dài hạn	11,249	11,084	10,436	10,103
Phải thu dài hạn	15	287	100	137
Tài sản cố định	9,495	9,034	8,656	8,267
Đầu tư tài chính dài hạn	3	63	63	63
Tài sản dở dang dài hạn	818	831	782	798
Tài sản dài hạn khác	264	252	246	278
TỔNG TÀI SẢN	15,105	14,438	14,508	15,815
Nợ phải trả	8,557	7,210	6,930	6,320
Nợ ngắn hạn	3,287	2,329	2,523	2,442
Nợ dài hạn	5,270	4,881	4,407	3,878
Vốn chủ sở hữu	6,548	7,229	7,578	9,494
Vốn điều lệ	2,446	3,058	3,363	3,363
TỔNG NGUỒN VỐN	15,105	14,438	14,508	15,815

Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,942	794	630	1,113
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(80)	(326)	517	262
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(1,309)	(859)	(586)	(936)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	554	(392)	561	440
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	230	694	246	807
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	694	246	807	1,247

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS.

Analyst

Lê Quốc Đạt

028 7301 3839 (Ext 838)

datlq@tpbs.com.vn

Head of Research

Ngô Thị Lệ Thanh

028 7301 3839 (Ext 121)

thanhnt@tpbs.com.vn

LIÊN HỆ

PHÒNG PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIÊN PHONG (TPS)

 028 7301 3839

 p.pt@tpbs.com.vn

 <https://www.tpbs.com.vn/>