

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 4 2020

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **32.000**

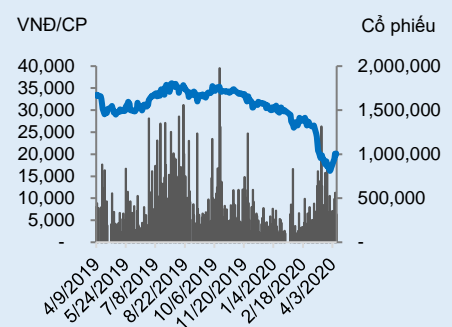
Giá thị trường (09/4/2020) **20.200**

Lợi nhuận kỳ vọng **57%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	16.200-36.120
Vốn hóa	2.397 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	118.660.563
KLGD bình quân 10 ngày	419.479
% sở hữu nước ngoài	17,1%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5%
Beta	0,96

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HDG	-32,8%	-3,1%	-32,9%	-41,2%
VNIndex	-21,3%	-1,2%	-20,8%	-23,5%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CTCP Tập đoàn Hà Đô

Mã giao dịch: HDG

Reuters: HDG.HM

Bloomberg: HDG VN

Giá cổ phiếu giảm mạnh tạo cơ hội trong trung và dài hạn

Dự báo LNST – IM 2020 tăng 7% yoy do ảnh hưởng Covid 19

Với diễn biến ghi nhận trong Q1.2020, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của HDG sẽ kém thuận lợi hơn so với dự báo trước đây. Dịch bệnh ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động dịch vụ (khách sạn, văn phòng, sàn thương mại) của HDG. Thêm vào đó, các hoạt động kinh tế bị tạm ngừng dẫn thời gian mở bán dự án Charm Villa trì hoãn đến cuối năm 2020 và có thể sang năm 2021. Như vậy, doanh thu từ dự án sẽ không kịp ghi nhận trong 2020. Từ cơ sở chủ yếu trên, BVSC điều chỉnh giảm doanh thu 2020 của HDG còn 4.854 tỷ, tăng 12% yoy. Lợi nhuận ròng đạt 1.195 tỷ, sau khi trừ lợi ích thiểu số, LNST – IM còn 991 tỷ, ghi nhận mức tăng 6% yoy so với mức tăng 20% theo dự báo cuối năm 2019.

Lợi nhuận 2021 có thể sụt giảm nếu dự án Charm Villa tiêu thụ chậm

Kết quả kinh doanh 2020 dù ít nhiều có tác động từ dịch Covid -19 nhưng vẫn duy trì ở mức cao với đóng góp chính từ Hado Centrosa. Từ 2021, lợi nhuận của HDG sẽ phụ thuộc vào tiến độ kinh doanh dự án Hado Charm Villa. **LNST – IM trong 2021 dự báo giảm 33% so với mức cao trong 2020 theo kịch bản thận trọng.** EPS 2021 điều chỉnh theo số lượng cổ phần hiện tại đạt 5.005 đồng/cp. Mặc dù, các hoạt động như năng lượng, dịch vụ (cho thuê văn phòng, sàn thương mại) và khách sạn tăng trưởng trở lại trong 2021, doanh thu bất động sản giảm sẽ tác động đến kết quả kinh doanh chung trong năm 2021.

Tình hình tài chính áp lực trong 2020 nhưng sẽ cải thiện trong 2021-2025

Tổng thể nhu cầu cầu đầu tư trong 2020 là 4.905 tỷ, chủ yếu cho dự án năng lượng. Giai đoạn 2021 – 2025, nhu cầu đầu tư tập trung cho các dự án bất động sản như Hado Charm Villa, Green Lane, Kha Vạn Cân. Theo đó, khó khăn và áp lực trong năm 2020 là điều rõ ràng có thể cảm nhận. Điều này đã và đang tạo những lo ngại nhất định cho nhà đầu tư. Tuy nhiên, nhìn ở bức tranh dài, cơ hội cải thiện tài chính trong giai đoạn 2021-2025 là hiện hữu khi các dự án năng lượng hoạt động ổn định và dự án bất động sản triển khai kinh doanh. Như vậy, có thể nói, sự thận trọng trong năm 2020 là cần thiết nhưng không đáng lo ngại nếu xét trong trung hạn. Điều mà chúng ta cần theo dõi chính là i) chính sách liên quan ảnh hưởng đến triển vọng mảng năng lượng ii) tiến độ các dự án bất động sản mà HDG đang sở hữu.

Định giá hợp lý vẫn hấp dẫn dù có điều chỉnh đáng kể trước tác động của dịch Covid-19. BVSC sử dụng kết quả trung bình các phương pháp NAV, PE, PB. Tuy nhiên, PE và PB sử dụng sẽ theo kết quả kinh doanh năm 2021. Bức tranh năm 2021 thật sự có nhiều thay đổi và không còn được khả quan như trước đây nếu dịch Covid-19 kéo dài. Do đó, tiếp cận các kết quả ở giai đoạn sau dịch

sẽ giúp nhà đầu tư có sự thận trọng nhất có thể. Ngoài ra, BVSC thay đổi mức chiết khấu cho NAV từ 10% lên 20% để phản ánh rủi ro về pháp lý; các khoản phải thu cũng như cho kịch bản suy thoái kéo dài. Kết quả định giá hợp lý cho HDG trong 12 tháng tới là **32.000 đồng/cp**, tương ứng mức thặng dư 57% với thị trường ngày 9.4.2020

Khuyến nghị:

Đứng trước những thay đổi ngoài dự tính từ dịch Covid-19, hoạt động kinh tế cả nước nói chung và của Hà Đô nói riêng đều đối mặt nhiều thách thức. Điều này làm thay đổi kế hoạch kinh doanh và triển vọng của doanh nghiệp so với thời điểm cuối năm 2019. Đối với HDG, các tác động theo phân tích mang tính gián tiếp, liên quan đến các hoạt động kinh tế trong nước khi Chính Phủ thực hiện giãn cách xã hội. Trong đó, mảng đầu tư bất động sản – vốn đóng góp tỷ trọng lớn trong cơ cấu lợi nhuận – bị trì hoãn dẫn đến những kịch bản kém lạc quan cho kết quả kinh doanh trong năm 2021. Và giá cổ phiếu HDG có những đợt suy giảm khi nhà đầu tư nhận thấy những khó khăn sẽ đối mặt. Mặc dù vậy, sự sụt giảm 40-50% giá trị so với đầu năm 2020 là có phần quá đà. Theo kết quả ước tính, trên cơ sở thận trọng khi nhìn vào kết quả năm 2021, giá trị hợp lý của HDG dù điều chỉnh mạnh nhưng vẫn cao hơn 59% so với giá hiện tại. Và sự sụt giảm này, theo BVSC đã mang đến cơ hội đầu tư cả về i) giá trị tài sản lẫn ii) triển vọng doanh nghiệp khi các dự án năng lượng hoạt động ổn định, dự án bất động sản đóng góp lợi nhuận từ 2022. Do đó, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho HDG với giá mục tiêu là **32.000 đồng/cp** cho mục tiêu đầu tư dài hạn. **Rủi ro:** dịch Covid 19 kéo dài làm cho hoạt động kinh tế bị đình trệ đến cuối năm dẫn đến sự suy thoái kéo dài trong nhiều năm.

Cập nhật hoạt động kinh doanh quý 1.2020

Công ty công bố kết quả sơ bộ cho Quý 1.2020 với doanh thu đạt 900 tỷ, tăng 2% yoy. Doanh thu tăng chủ yếu do hoạt động xây lắp khi đạt 202 tỷ, tăng mạnh so với mức 65 tỷ cùng kỳ. Trong khi đó, hoạt động đóng góp nhiều vào lợi nhuận như bất động sản ghi nhận mức giảm 18% yoy. Kết quả là, lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 200 tỷ, giảm 24% so với Q1.2019.

Doanh thu từ bất động sản là 498 tỷ, giảm 18% yoy do các sản phẩm từ Iris bắt đầu bàn giao từ tháng 2.2020. Tiến độ bàn giao theo dự kiến sẽ phân bổ đều đến hết Q1.2021. Doanh thu toàn bộ 4 block Iris khoảng 4.000 tỷ với khoảng 80-85% sẽ ghi nhận trong năm 2020. Đối với các dự án khác, tiến độ triển khai theo cập nhật gần nhất cho thấy tình hình thực hiện thủ tục pháp lý kéo dài. Dự án Hado Green Land vừa xong điều chỉnh 1/2000, trong khi, dự án Kha Vạn Cân đang xin điều chỉnh 1/2000. Như vậy, thời gian mở bán hai dự án này sẽ dời sang 2021-2022 thay vì 2020 như kế hoạch. Trong khi đó, dự án quan trọng là Hado Charm Villa đang chờ điều chỉnh chủ trương đầu tư là có thể mở bán. Tuy nhiên, thị trường bất động sản bị trì hoãn do dịch Covid – 19 làm việc mở bán Charm Villa tiếp tục dời lại. Hiện tại, HDG vẫn chưa có phương án cụ thể thời gian mở bán dự án này. Và điều này có những ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận của HDG trong 2020-2021 so ước tính đầu năm. Chúng tôi sẽ trình bày cụ thể phần sau.

Doanh thu từ năng lượng ghi nhận tăng 12% yoy nhưng thủy điện sụt giảm do tình trạng thiếu nước trong Q1.2020. Cụ thể, doanh thu Q1 ước đạt 165 tỷ, tăng 12% yoy. Tuy nhiên, loại trừ doanh thu từ dự án HP 4.1, doanh thu thủy điện chỉ đạt khoảng 110 tỷ, ghi nhận mức giảm 25% yoy. Tình hình khô hạn là nguyên nhân chủ yếu dẫn đến doanh thu sụt giảm. Theo EVN, sản lượng điện từ thủy điện trong tháng đầu năm giảm 38% yoy. Và dự báo từ nay đến hết tháng 6.2020, lượng nước sẽ giảm 20-40% so với năm 2019. Do đó, doanh thu từ nhà máy thủy điện của HDG trong 2020 có thể tiếp tục giảm so với năm 2019. Trong chiều ngược lại, dự án điện mặt trời HP 4.1 ghi nhận kết quả tốt về sản lượng. Với thời gian hoạt động cả năm, doanh thu từ HP 4.1 tăng gấp gấp đôi so với năm 2019. Do đó, kết quả cả năm cho mảng năng lượng của HDG sẽ ghi nhận tăng nhẹ so với năm 2019. Về tiến độ các dự án đang triển khai, năm 2020-2021, mảng năng lượng HDG sẽ có 4 dự án đi vào hoạt động bao gồm 2 dự án thủy điện, 2 dự án điện tái tạo. Cụ thể như sau:

Dự án	Tổng đầu tư (tỷ VND)	Sản lượng (trKW)	2020	2021
Sông Tranh 4	1.485	180	Q4	
Dak Mi 2	3.454	450		Q1
Điện MT Infra	1.066	92	Q3	
Điện gió 7A	1.710	152		Q3

Hiện tại, dự án điện mặt trời Infra hoàn tất đàm phán PPA, phương án đấu nối và đang lựa chọn đơn vị cung cấp thiết bị để hoàn thành trước tháng 7.2020. Dự án Sông Tranh 4 sẽ đàm phán giá vào quý 3.2020. Nhu cầu vốn cho các dự án năng lượng sẽ rất lớn trong 2020, ước tính lên đến 4.300 tỷ.

Kinh doanh khách sạn bị ảnh hưởng ngay trong Q1.2020 trong khi cho thuê văn phòng ổn định do ký hợp đồng dài hạn. Kết quả sơ bộ, doanh thu dịch vụ (khách sạn, cho thuê bất động sản, văn phòng) ghi nhận trong kỳ là 55 tỷ, giảm 29% yoy. Trong đó, hoạt động khách sạn chịu ảnh hưởng ngay trong kỳ khi tỷ suất thuê phòng đạt 78% so với mức 90% trong Q1.2019. Cả năm, HDG dự báo tình hình sẽ còn khó khăn hơn với ước tính tỷ lệ khai thác trung bình cả năm khoảng 30%. Đối với mảng cho thuê văn phòng và sàn thương mại, tình hình kinh doanh chưa ảnh hưởng nhiều trong quý 1. Tuy nhiên, dịch bệnh kéo dài thì áp lực trả mặt bằng sẽ gia tăng lên ảnh hưởng doanh thu trong Q2-Q3. Trong quý 4, HDG có thêm khoảng 29.000m2 thương mại từ Hado Centrosa. Do đó, tình hình dịch bịch sớm qua đi thì diện tích thương mại này sẽ phần nào gia tăng doanh thu trong Q4.2020

Dự báo LNST – IM 2020 chỉ tăng 7% yoy do ảnh hưởng Covid 19

Với diễn biến ghi nhận trong Q1.2020, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của HDG sẽ kém thuận lợi hơn so với dự báo trước đây. Dịch bệnh ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động dịch vụ (khách sạn, văn phòng, sàn thương mại) của HDG. Thêm vào đó, các hoạt động kinh tế bị tạm ngừng dẫn thời gian mở bán dự án Charm Villa trì hoãn đến cuối năm 2020 và có thể sang năm 2021. Như vậy, doanh thu từ dự án sẽ không kịp ghi nhận trong 2020. Từ các cơ sở trên, BVSC điều chỉnh doanh thu 2020 của HDG là 4.854 tỷ, tăng 12% yoy. Lợi nhuận ròng đạt 1.195 tỷ. Sau khi trừ lợi ích thiểu số, LNST – IM là 991 tỷ, ghi nhận mức tăng 6% yoy so với mức tăng 20% theo dự báo cuối năm 2019. Chi tiết doanh thu từng hoạt động như sau:

Doanh thu	2019	2020	2020 điều chỉnh
- Bất động sản	2.759	3.427	3.176
- Xây dựng	646	600	600
- Dịch vụ, cho thuê BDS	198	218	180
- Năng lượng	606	813	849
- Khách sạn	133	126	48
Tổng cộng	4.342	5.186	4.854

Một số thay đổi trong ước tính như sau:

- Bất động sản: BVSC giả định dự án Hado Charm Villa mở bán vào cuối 2020. Doanh thu bắt đầu ghi nhận vào năm 2021 thay vì trong 2020 (352 tỷ). Bù đắp thiếu hụt doanh thu từ Charm Villa, chúng tôi điều chỉnh số lượng sản phẩm ghi nhận từ Iris lên 800 căn so với 700 căn như ước tính ban đầu. Biên lợi nhuận gộp bất động sản đạt 45%, tăng nhẹ so với 43% năm 2019 (biên gộp thấp từ Hado Riverside quận 12 trong 2019).
- Dịch vụ văn phòng, cho thuê BDS: giả định giảm 15% so với năm 2019. Nguyên nhân, các hợp đồng cho thuê mang tính dài hạn nên ít chịu ảnh hưởng ngắn hạn nhưng diện tích thuê tại các sàn thương mại có thể sẽ giảm/hoặc công ty giảm giá thuê.

- Năng lượng: sản lượng từ nhà máy thủy điện trong 2020 ước đạt 362 triệu Kwh, tăng 13,4% yoy, do có sự đóng góp từ Sông Tranh 4 vào Q3.2020. Trừ đóng góp Sông Tranh 4, chúng tôi cho rằng sản lượng từ nhà máy cũ sẽ giảm khoảng 6% do bối cảnh thiếu nước tiếp tục trong 2020. Tổng sản lượng điện trong 2020 là 501 triệu kWh, tăng 35% yoy do đóng góp từ Sông Tranh 4, HP 4.1 chạy đủ năm và nhà máy Infra. Biên lợi nhuận gộp bình quân 61%.
- Khách sạn: công ty có những ước tính với giả định tỷ suất khai thác 30% cho năm 2020. Doanh thu đạt 48,7 tỷ, giảm 61% yoy. LN gộp biên 30%, giảm so với mức 52% năm 2019.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2020:

Kết quả kinh doanh	2019	2020F	% yoy
Doanh thu	4.242	4.854	12%
LNG	1.827	2.057	
Thu nhập tài chính ròng	-148	-212	
Chi phí bán hàng, quản lý	281	350	
LNTT	1.389	1.494	
LNST	1.116	1.195	
LNST trừ thiểu số	931	991	6%
EPS (VND/cp)	7.067	7.517	

Lợi nhuận 2021 có thể sụt giảm nếu dự án Charm Villa tiêu thụ chậm

Kết quả kinh doanh 2020 dù ít nhiều có tác động từ dịch Covid -19 nhưng vẫn duy trì ở mức cao với đóng góp chính từ Hado Centrosa. Từ 2021, lợi nhuận của HDG sẽ phụ thuộc vào tiến độ kinh doanh dự án bất động sản mới. Do đó, bức tranh triển vọng kinh doanh trong 2021 sẽ có ý nghĩa hơn trong quyết định đầu tư hiện tại, đặc biệt, khi dịch bệnh kéo dài làm cho các dự án bị trì hoãn so với dự định.

Thị trường bất động sản khó khăn làm cho triển vọng bán hàng của Hado Charm Villa trong 2021 sẽ nhiều thử thách hơn. Căn cứ tiến độ pháp lý các dự án, Charm Villa là dự án duy nhất có thể đóng góp vào doanh thu trong 2021 (trừ Nongtha vì doanh số thấp). Dự án Hado Green Lane có thể được mở bán trong 2021 nhưng doanh thu đóng góp từ 2023. Theo đó, tiến độ bán hàng ở Charm Villa ảnh hưởng quan trọng đến kết quả kinh doanh 2021. Hiện tại, triển vọng bán hàng của Charm Villa ít nhiều có thay đổi theo chiều hướng thách thức hơn do những hệ quả mà dịch Covid-19 mang lại. Thị trường bất động sản nói chung và sản phẩm giá trị lớn (nhà phố diện tích lớn, căn hộ cao cấp) sẽ gặp nhiều khó khăn trong nửa sau 2020 và 2021. Thị trường có thể sẽ cải thiện trong 2022-2023 khi các gói hỗ trợ chính phủ giúp nền kinh tế phục hồi trở lại. Tiến độ bán hàng Charm Villa giả định như sau:

Charm Villa	2020	2021	2022	2023
Tiến độ bán hàng	0%	30%	50%	20%
Sản phẩm (căn)	-	113	188	75
Doanh thu (tỷ VND)	-	994	1,656	662

Với kịch bản trên, doanh thu đóng góp từ Charm Villa trong 2021 là 994 tỷ, chiếm khoảng 30-40% doanh thu đóng góp trung bình từ Hado Centrosa trong 3 năm 2018-2020. Với doanh thu còn lại từ Hado Centrosa – khoảng 200 căn, doanh thu bất động sản 2021 ước khoảng **1.824 tỷ**, giảm **43%** yoy. Biên lợi nhuận gộp là 50,4%, tăng so với mức 45% do biên gộp tốt hơn từ Hado Charm Villa.

Doanh thu năng lượng tiếp tục gia tăng khi các dự án trong 2020 hoạt động ổn định.

Theo kế hoạch hiện tại, năm 2021, hai dự án năng lượng khác sẽ hoàn thành là Dakmi 2 (147MW) và điện gió 7A (50MW). Ngoài ra, hai dự án hoàn thành trong 2020 (Sông Tranh 4 & Infra) sẽ hoạt động đủ 12 tháng trong năm. Doanh thu năng lượng của HDG chắc chắn sẽ tiếp tục tăng trưởng. Mặc dù vậy, nhu cầu vốn đầu tư cho các dự án này trong 2020 là rất lớn do đó chúng tôi giả định tiến độ của Dakmi 2 và 7A có thể sẽ được giãn ra và đi vào hoạt động vào cuối 2021 hoặc đầu 2022. Do đó, doanh thu đóng góp trong 2021 sẽ không được tính đến. Theo ước tính thận trọng của BVSC, doanh thu năng lượng của HDG trong 2021 là **1.076 tỷ**, tăng **27%** yoy. Biên lợi nhuận gộp bình quân 60%, giảm nhẹ 1% so với 2020. Chi tiết sản lượng các nhà máy như sau:

Dự án	Sản lượng 2020 (trKw)	Sản lượng 2021 (trKw)	Hiệu suất 2021
Dự án Nậm Pông, Za Hưng	123	147	60%
Nhạn Hạc	176	187	85%
Sông Tranh 4	63	126	70%
Infra	46	83	90%
Hồng Phong 4.1	93	93	95%
Tổng sản lượng	501	553	

Kịch bản thận trọng thì LNST – IM trong 2021 sẽ giảm 33% so với mức cao trong 2020.

Mặc dù, các hoạt động như Năng lượng, dịch vụ (cho thuê văn phòng, sản thương mại) và khách sạn tăng trưởng so với 2020. Sự sụt giảm doanh thu bất động sản vẫn tác động đến kết quả kinh doanh chung trong năm 2021. Tổng hợp các mảng kinh doanh, doanh thu năm 2021 ước đạt 3.777 tỷ, giảm 22% yoy. Lợi nhuận gộp là 1.697 tỷ, giảm 17% yoy. Biên gộp chung ghi nhận 45%, tăng nhẹ so với mức 42,4% năm 2020. Lợi nhuận sau thuế trừ lợi ích thiểu số là **659 tỷ**, giảm **33% yoy**. EPS 2021 điều chỉnh theo số lượng cổ phần hiện tại đạt 5.005 đồng/cp.

Doanh thu	2020	2021	% thay đổi
- Bất động sản	3.176	1.824	-43%
- Xây dựng	600	600	0%
- Dịch vụ, cho thuê BDS	180	189	5%
- Năng lượng	849	1.076	27%
- Khách sạn	48	87	79%
Tổng cộng	4.854	3.775	-22%

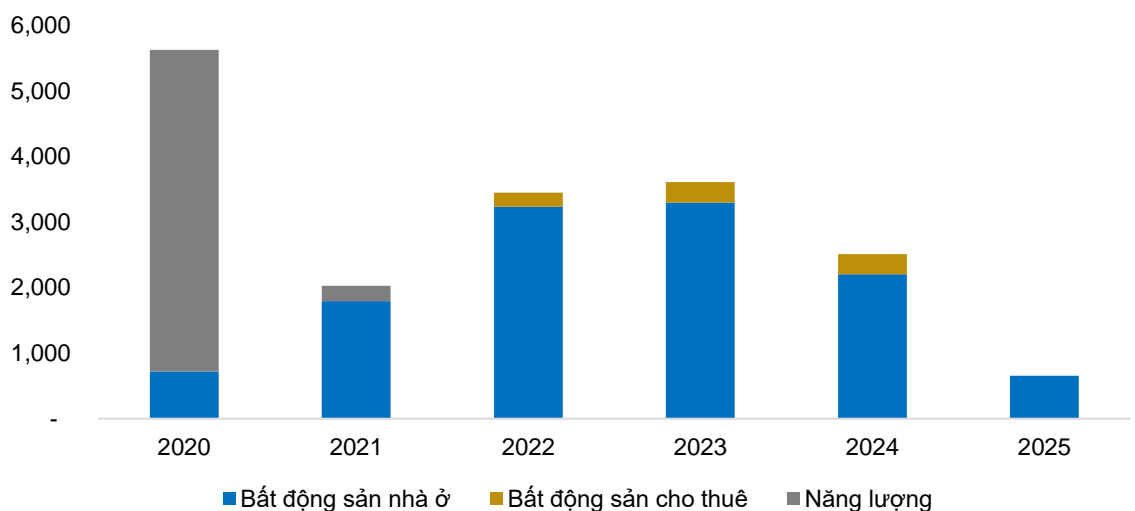
Tình hình tài chính áp lực trong 2020 nhưng sẽ cải thiện trong 2021-2025

Bên cạnh bức tranh lợi nhuận 2021, tình hình nợ vay của HDG cuối năm 2020 sẽ tiếp tục gia tăng mạnh để đầu tư cho dự án năng lượng. Mặc dù, các khoản vay cho năng lượng sẽ có thời hạn dài và được đảm bảo thanh toán từ dòng thu ổn định ở từng dự án. Việc giải ngân lớn cho dự án trong 2020, áp lực tài chính cho HDG sẽ rất thách thức và ít nhiều tạo ra quan ngại cho nhà đầu tư nếu i) hiệu quả nhà máy không đạt kỳ vọng ii) hoặc cơ quan quản lý có thay đổi trong chính sách về giá bán điện..

Nhu cầu vốn trong 2020 tăng mạnh nhưng duy trì ổn định 2021-2025

Tổng thể nhu cầu đầu tư trong 2020 là 4.905 tỷ, chủ yếu cho dự án năng lượng. Trong đó, dự án điện mặt trời Infra do yêu cầu hoàn thành để hưởng mức giá ưu đãi nên có áp lực về tiến độ. Dự án Sông Tranh 4 sẽ tập trung hoàn thành và Dakmi 2 theo kế hoạch giải ngân 90% tổng mức đầu tư ngay trong 2020. Đối với các dự án bất động sản, nhu cầu đầu tư trong 2020 sẽ không lớn do chưa dự án mới triển khai. Chủ yếu giải ngân tiền sử dụng đất Charm Villa, hoàn thiện xây dựng cho các block Iris... Tổng vốn giải ngân cho bất động sản theo ước tính khoảng 720 tỷ. Giai đoạn 2021 – 2025, nhu cầu đầu tư chủ yếu tập trung cho các dự án bất động sản như Hado Charm Villa, Green Lane, Kha Vạn Cân. Các dự án năng lượng tạm thời sẽ chưa có thêm dự án mới. Chi tiết đầu tư 2020-2025 như sau:

Nhu cầu vốn đầu tư 2020 - 2022 (tỷ đồng)

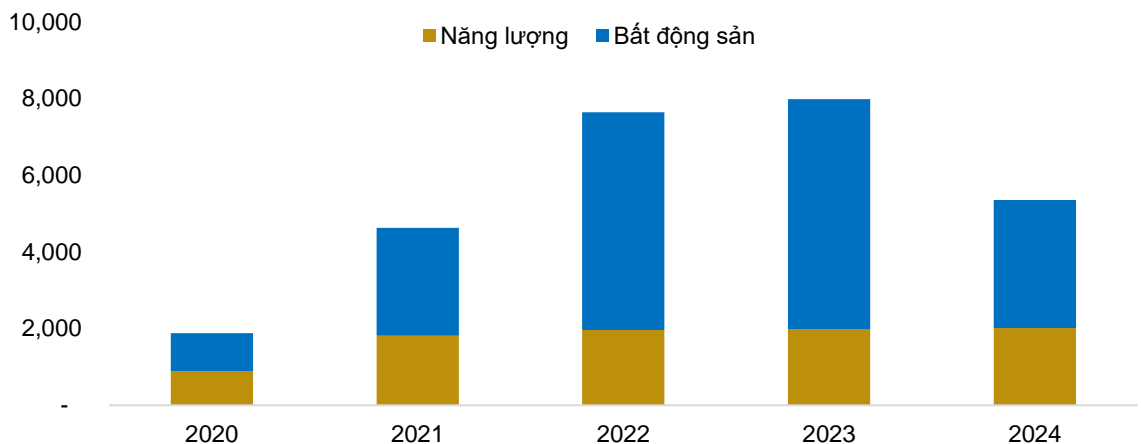


Nợ vay theo đó gia tăng trong 2020 nhưng kỳ vọng sẽ cân đối khi dự án bất động sản triển khai

Với nhu cầu đầu tư lớn, cân đối nguồn vốn là vấn đề quan trọng với HDG trong năm. Với bối cảnh trước dịch, nguồn thu từ bất động sản – 25% nguồn thu từ 4 block Iris và Charm Villa - có thể cân đối khoảng 50-60% nhu cầu đầu tư. Tuy nhiên, sự trì hoãn kinh doanh tại Charm Villa dẫn đến việc phải huy động từ nguồn vốn khác khoảng **3.300 – 3.700 tỷ**. Theo tình hình hiện tại, công ty chủ yếu sẽ giải ngân từ các khoản vay ngân hàng/trái phiếu cho các dự án năng lượng. Khi đó, tỷ lệ D/E của HDG tăng từ 1,8 lần lên 2,5 lần vào cuối năm 2020. Đối với dự án có dòng tiền đều như năng lượng, tiếp cận các khoản cho vay dài hạn tương đối thuận lợi so với các lĩnh vực khác do ít chịu ảnh hưởng từ dịch Covid-19. Theo ước tính của HDG, tổng nợ vay cuối 2020 sẽ tăng từ 5.821 tỷ lên 10.234 tỷ, tương đương mức tăng ròng **4.413 tỷ**. Cuối năm 2021, tổng nợ vay sẽ giảm về khoảng **9.200** tỷ khi dự án năng lượng hoạt động ổn định, cũng như, nguồn thu từ dự án bất động sản tăng lên. Theo ước tính sơ bộ của BVSC, nguồn thu từ bất động sản sẽ khả quan trong 2022-2025 khi là thời điểm bán hàng của nhiều dự án như Charm Villa, Hadon Green Lane, Kha Vạn Cân... Ngoại trừ Charm Villa thuộc phân khúc nhà phố giá trị lớn, dự án còn lại thuộc sản phẩm căn hộ trung bình – khá nên vẫn có khả năng tiêu thụ ổn định nếu thị trường duy trì như hiện tại.

Dòng tiền thu từ 2020 - 2024 (tỷ VND)

Nguồn: HDG, BVSC ước tính



Như vậy, khó khăn và áp lực trong năm 2020 là điều rõ ràng có thể cảm nhận. Điều này đã và đang tạo những lo ngại nhất định cho nhà đầu tư. Tuy nhiên, nhìn ở bức tranh dài, cơ hội cải thiện tài chính cũng như tăng trưởng trong hoạt động kinh doanh trong giai đoạn 2021-2025 là hiện hữu. Như vậy, có thể nói, sự thận trọng trong năm 2020 là cần thiết nhưng không đáng lo ngại nếu xét trong trung hạn. Điều mà chúng ta cần theo dõi chính là i) chính sách liên quan ảnh hưởng đến triển vọng mảng năng lượng ii) tiến độ các dự án bất động sản mà HDG đang sở hữu.

Điều chỉnh định giá do dịch Covid-19 thay đổi triển vọng doanh nghiệp

So với thời điểm cuối 2019, triển vọng nền kinh tế nói chung và HDG nói riêng có nhiều thay đổi do dịch Covid-19. Do đó, một sự thận trọng hơn trong ước lượng giá trị hợp lý doanh nghiệp là cần thiết. BVSC vẫn sử dụng kết quả trung bình các phương pháp NAV, PE, PB. Tuy nhiên, PE và PB sử dụng

sẽ theo kết quả kinh doanh năm 2021. Bức tranh năm 2021 thật sự có nhiều thay đổi và không còn được khả quan như trước đây nếu dịch Covid-19 kéo dài. Do đó, tiếp cận các kết quả ở giai đoạn sau dịch sẽ giúp nhà đầu tư có sự thận trọng nhất có thể. Ngoài ra, BVSC thay đổi mức chiết khấu cho NAV từ 10% lên 20% để phản ánh rủi ro về pháp lý; khoản phải thu. Kết quả định giá hợp lý cho HDG trong 12 tháng tới là **32.000 đồng/cp**, tương ứng mức thặng dư 59% với thị trường ngày 9.4.2020

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Target	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
NAV		36.803	50%	18.401
P/B2021	5x	28.668	25%	7.167
P/E2021	0.8x	25.879	25%	6.470
Giá bình quân (VND/cp)				32.038

Nhận định và khuyến nghị:

Đứng trước những thay đổi ngoài dự tính từ dịch Covid-19, hoạt động kinh tế cả nước nói chung và của Hà Đô nói riêng đều đối mặt nhiều thách thức. Điều này làm thay đổi kế hoạch kinh doanh và triển vọng của doanh nghiệp so với thời điểm cuối năm 2019. Đối với HDG, các tác động theo phân tích mang tính gián tiếp, liên quan đến các hoạt động kinh tế trong nước khi Chính Phủ thực hiện giãn cách xã hội. Trong đó, mảng đầu tư bất động sản – vốn đóng góp tỷ trọng lớn trong cơ cấu lợi nhuận – bị trì hoãn dẫn đến những kịch bản kém lạc quan cho kết quả kinh doanh trong năm 2021. Và giá cổ phiếu HDG có những đợt suy giảm khi nhà đầu tư nhận thấy những khó khăn sẽ đối mặt. Mặc dù vậy, sự sụt giảm 40-50% giá trị so với đầu năm 2020 là có phần quá đà. Theo kết quả ước tính, trên cơ sở thận trọng khi nhìn vào kết quả năm 2021, giá trị hợp lý của HDG dù điều chỉnh mạnh nhưng vẫn cao hơn 59% so với giá hiện tại. Và sự sụt giảm này, theo BVSC đã mang đến cơ hội đầu tư cả về i) giá trị tài sản lẫn ii) triển vọng doanh nghiệp khi các dự án năng lượng hoạt động ổn định, dự án bất động sản đóng góp lợi nhuận từ 2022. Do đó, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho HDG với giá mục tiêu là **32.000 đồng/cp** cho mục tiêu đầu tư dài hạn. **Rủi ro:** dịch Covid 19 kéo dài làm cho hoạt động kinh tế bị đình trệ đến cuối năm dẫn đến sự suy thoái kéo dài trong nhiều năm.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019
Doanh thu thuần	1.988	2.297	3.221	4.343
Giá vốn	(1.415)	(1.516)	(1.979)	(2.515)
Lợi nhuận gộp	573	781	1.243	1.828
Doanh thu tài chính	19	40	55	87
Chi phí tài chính	(118)	(123)	(116)	(236)
Lợi nhuận sau thuế	236	178	633	932

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019
Tiền & khoản tương đương tiền	627	707	388	401
Các khoản phải thu ngắn hạn	436	391	904	580
Hàng tồn kho	2.391	3.018	3.835	3.498
Tài sản cố định hữu hình	1.168	1.153	2.289	3.105
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	13	377	337	39
Tổng tài sản	6.700	8.416	11.087	13.866
Nợ ngắn hạn	2.036	1.453	3.821	5.876
Nợ dài hạn	2.830	4.878	4.574	4.710
Vốn chủ sở hữu	1.834	2.084	2.691	3.280
Tổng nguồn vốn	6.700	8.416	11.087	13.866

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2016	2017	2018	2019
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	34,4%	15,5%	40,2%	34,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	90,8%	-24,3%	255,1%	47,1%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	28,8%	34,0%	38,6%	42,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	11,8%	7,8%	19,7%	21,5%
ROA (%)	4,8%	2,4%	6,5%	7,5%
ROE (%)	15,0%	9,1%	26,5%	31,2%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,73	75,2%	75,7%	76,3%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	2,65	303,8%	312,0%	322,7%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.101	2.348	6.671	7.850
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	24.142	27.434	28.337	27.640

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

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

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí, Bảo hiểm

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trần Thu Nga

Bán lẻ, Thép, Ngân hàng

tranthungnga@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

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