

HDG – TRUNG LẬP

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 26/08/2022)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	54.900
KLGD TB 10 ngày	2.530.590
Vốn hoá (tỷ đồng)	13.477
Số lượng CPLH	244.605.898

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Hồng Quân
phquan@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6990 ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

PHẢN ÁNH LỢI NHUẬN TỪ CÁC DỰ ÁN ĐIỆN MỚI

- **Tiếp tục ghi nhận lợi nhuận tích cực từ Charm Villas trong nửa cuối năm:** Doanh nghiệp dự kiến sẽ tiến hành bàn giao 43 căn biệt thự và ghi nhận khoảng 800 tỷ đồng doanh thu trong nửa cuối năm với mức biên lợi nhuận gộp kỳ vọng trên 80%. Trong khi đó, các dự án gói đầu sẽ cần thêm thời gian để hoàn thành thủ tục pháp lý.
- **Các dự án thủy điện hưởng lợi từ môi trường giá điện cao** khi giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng tích cực cùng với giá thành các nguồn phát nhiệt điện. Xu hướng giá điện thị trường cạnh tranh cao dự báo sẽ tiếp tục duy trì đến năm 2023.
- **Mảng năng lượng tái tạo chờ đợi các dự án mới:** Việc đầu tư mạnh vào hệ thống truyền tải điện dự báo sẽ gia tăng tích cực mức huy động và hiệu quả kinh doanh tại các nhà máy của HDG trong giai đoạn 1-2 năm tới. Về dài hạn NLTT được định hướng trở thành động lực tăng trưởng chủ đạo của doanh nghiệp trong lĩnh vực năng lượng.

Đánh giá: Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao triển vọng tăng trưởng ổn định của HDG nhờ quỹ đất giá trị, nhu cầu nguồn điện lớn và hiệu quả đầu tư đã được công nhận tại các dự án. Tuy vậy, trong giai đoạn 1 năm tới HDG có thể gặp giới hạn nhất định về mức tăng trưởng khi các dự án mới đã phản ánh khá đầy đủ vào KQKD, trong khi cần thêm thời gian để HDG triển khai các dự án điện gió mới và mở bán các dự án bất động sản.

VCBS dự phóng doanh thu năm 2022 của HDG đạt **3.585 tỷ đồng (-5,1% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **1.217 tỷ đồng (+11,0% yoy)**, tương ứng với EPS là **5.519 VNĐ/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu HDG với mức định giá hợp lý là **58.627 VNĐ/ cổ phiếu**.

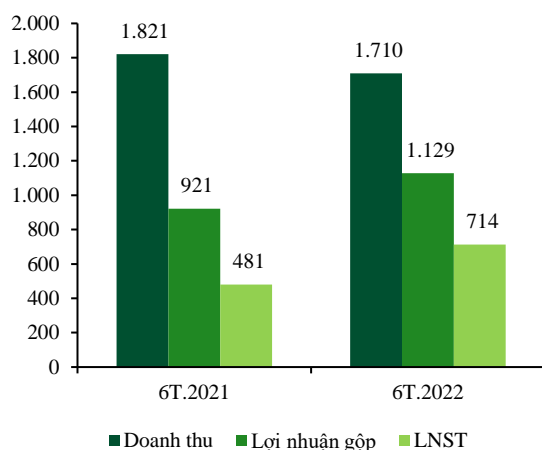
Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022F	2023F
DTT (tỷ đồng)	4.999	3.778	3.585	3.774
+/- yoy (%)	15,11%	-24,42%	-5,11%	5,26%
LN thuộc về cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	979	1.096	1.217	1.364
+/- yoy (%)	5,09%	11,99%	10,97%	12,07%
ROA (%)	9,03%	8,46%	9,43%	9,92%
ROE (%)	31,52%	24,93%	22,66%	21,70%
EPS - TTM (đồng)	9.167	6.961	5.519	5.574

CẬP NHẬT KQKD

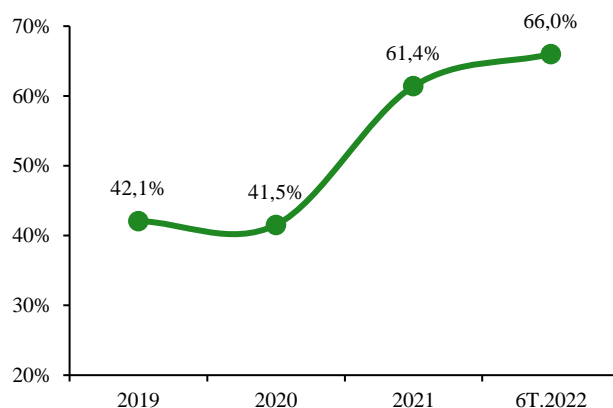
Kết thúc kỳ 6T.2022, HDG ghi nhận doanh thu thuần đạt 1.710 tỷ đồng (-6,1% yoy), chủ yếu đến từ sự sụt giảm trong doanh thu bất động sản do trong Q1.2021 doanh nghiệp hạch toán doanh thu lớn từ các tòa còn lại thuộc dự án Hado Centrosa. Trong khi đó, doanh thu phát điện tăng mạnh và thay thế BĐS trở thành nguồn đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu, đạt 954 tỷ đồng (+89,1% yoy) nhờ các nhà máy điện mới đi vào hoạt động ổn định.

LNST nửa đầu năm 2022 đạt 714 tỷ đồng, tăng trưởng 48,5% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận được cải thiện tích cực nhờ: (1) Biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản tăng mạnh so với cùng kỳ nhờ đóng góp từ dự án thấp tầng Hado Charm Villas ; (2) Gia tăng mạnh tỷ trọng đóng góp của mảng phát điện có biên lợi nhuận cao, trong khi các mảng xây dựng, dịch vụ suy giảm về quy mô đóng góp.

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



Hình 2: Biên lợi nhuận gộp của HDG



Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

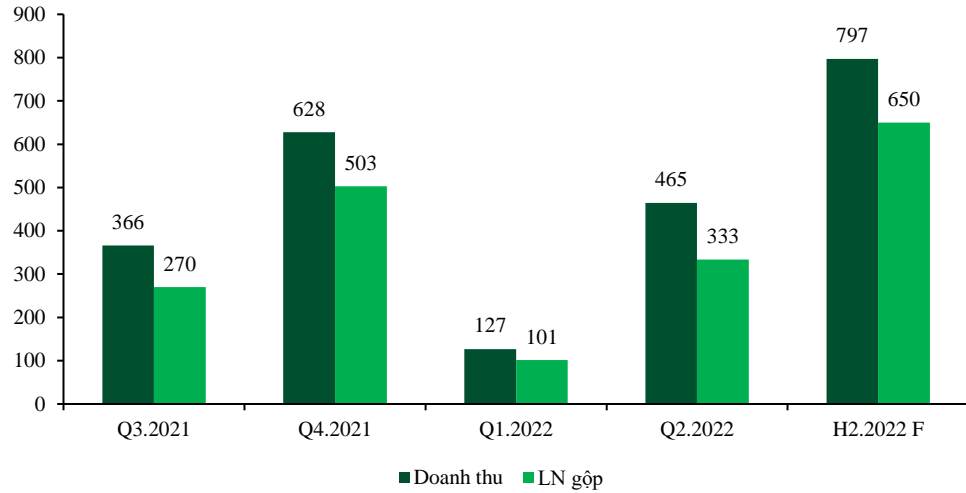
TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Tiếp tục ghi nhận lợi nhuận tích cực từ Charm Villas trong nửa cuối năm

Sau khi về cơ bản hoàn thành bàn giao dự án Centrosa (TP.HCM) vào đầu năm 2021, KĐT Hado Charm Villas (Hoài Đức, Hà Nội) đóng vai trò là dự án trọng điểm và đóng góp hầu hết vào kết quả kinh doanh mảng bất động sản của doanh nghiệp. Với vị trí gần nội thành Hà Nội và quỹ đất được tích lũy từ lâu, dự án đem về mức sinh lời lớn cho HDG với mức biên lợi nhuận gộp trong nửa đầu năm 2022 đạt 74%.

Tính đến hiện tại, HDG đã thực hiện 2 đợt mở bán chính thức và hoàn thành bán hàng đối với 178 căn biệt thự - liền kề (tương ứng với 3,6ha thương phẩm). Trong 2 quý cuối năm 2022, doanh nghiệp dự kiến sẽ tiến hành bàn giao 43 căn biệt thự và ghi nhận khoảng 800 tỷ đồng doanh thu với mức biên lợi nhuận gộp kỳ vọng trên 80%.

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

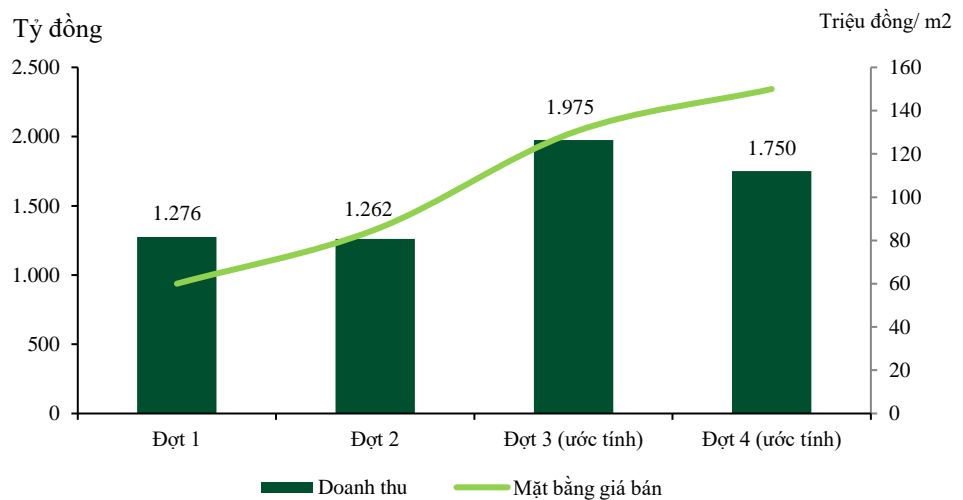


Nguồn: HDG, VCBS

Các sản phẩm còn lại sẽ được mở bán dần trong giai đoạn 2 năm tới với biên lợi nhuận kỳ vọng được nâng thêm đáng kể khi mặt bằng giá đất đã ghi nhận xu hướng tăng phi mã trong thời gian qua. Mặc dù tiến độ đợt mở bán thứ 3 hiện đang khá chậm so với kế hoạch và ảnh hưởng bởi các khó khăn của thị trường bất động sản, VCBS đánh giá cao khả năng hấp thụ tại Charm Villas xét tới:

- Xu thế tất yếu phát triển ra vùng ven của TP.Hà Nội trước sức ép về dân số, hạ tầng trong khi quỹ đất nội thành về cơ bản là không còn. Đặc biệt, dự án Vành Đai 4 và các hệ thống hạ tầng giao thông dự kiến sẽ mở rộng mạnh bán kính đô thị của TP.Hà Nội và gia tăng tính hấp dẫn của khu vực dự án Charm Villas.
- Mật độ dân cư sinh sống đã khá nhộn nhịp và các tiện ích công cộng, hệ thống giao thông kết nối hoàn thiện giúp Charm Villas và các dự án trong khu vực thu hút nhu cầu tốt ngay cả khi thị trường BĐS đi vào giai đoạn trầm lắng.

Hình 4: Doanh thu và mặt bằng giá các đợt mở bán của Hado Charm Villas



Nguồn: HDG, VCBS

Các dự án bất động sản gói đầu cần thêm thời gian để hoàn thiện pháp lý

Bên cạnh Charm Villas, HDG đang tích cực hoàn thiện pháp lý và chuẩn bị mặt bằng cho việc triển khai các dự án bất động sản gói đầu. Trong đó, 2 dự án chung cư Hado Green Lane (Q.8, TP.HCM) và Hado Minh Long (Q.Thủ Đức, TP.HCM) hiện về cơ bản đã hoàn thành GPMB và được tập trung đẩy mạnh triển khai.

Tuy vậy, 2 dự án trên đang chậm tiến độ đáng kể do vướng mắc pháp lý, đặc biệt liên quan đến việc bố trí quỹ đất ở làm nhà ở xã hội và sẽ cần chờ hướng dẫn từ các văn bản mới. Chúng tôi kỳ vọng các dự án sẽ được triển khai và mở bán từ giai đoạn năm 2023-2024 với tổng doanh thu dự kiến khoảng 6.700 tỷ đồng. Trong khi đó, các dự án tiếp theo như HH Dịch Vọng, Khu nghỉ dưỡng Bảo Đại, 62 Phan Đình Giót,... sẽ cần nhiều thời gian hơn để hoàn thiện pháp lý và đi vào triển khai.

Bảng 1: Các dự án BDS chuẩn bị đầu tư của HDG

Dự án	Loại hình	Địa điểm	Diện tích (ha)	Tình trạng
Hado Green Lane	Chung cư	Q.8, TP.HCM	2,3	Hoàn thành GPMB
Hado Minh Long	Chung cư	Q.Thủ Đức, TP.HCM	2,7	Đang hoàn thành quy hoạch 1/500
62 Phan Đình Giót	Chung cư, văn phòng	Thanh Xuân, HN	2,2	Đang hoàn thành quy hoạch 1/500
Noongtha Central Park	Biệt thự	Vientiane, Lào	70,4	N/A
Bảo Đại Resort	Biệt thự, du lịch	Nha Trang, Khánh Hòa	8,9	Hoàn thành điều chỉnh quy hoạch 1/500
30 Tạ Quang Bửu	Văn phòng	Thanh Xuân, HN	0,1	N/A
Hỗn hợp Dịch Vọng	Chung cư, văn phòng	Cầu Giấy, HN	1	N/A
Tòa CC3	Chung cư, văn phòng	Cầu Giấy, HN	0,5	Hoàn thành GPMB

Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

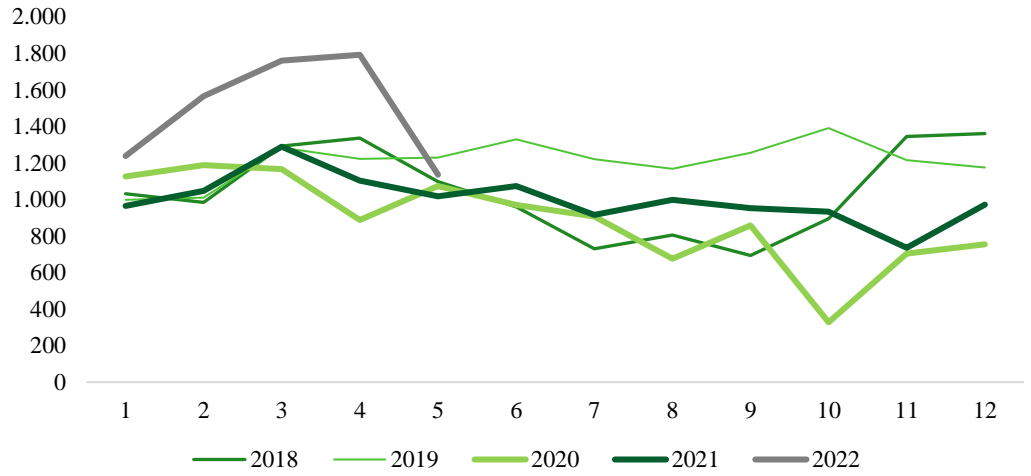
Các dự án thủy điện hưởng lợi từ môi trường giá điện cao

Trong năm 2021, HDG đã chính thức đưa vào vận hành nhà máy thủy điện Sông Tranh 4 (50 MW) và thủy điện Dak Mi 2 (147 MW), nâng tổng công suất phát thủy điện lên 316 MWh. Nhờ môi trường thời tiết La Nina (lượng mưa nhiều) vẫn duy trì trong nửa đầu năm 2022, các dự án thủy điện trên kỳ vọng mang đến động lực tăng trưởng đáng kể về sản lượng và doanh thu phát điện của doanh nghiệp.

Đặc biệt, 2 dự án thủy điện mới của HDG thuộc nhóm thủy điện lớn và phân bổ một phần sản lượng tham gia thị trường phát điện cạnh tranh (CGM), qua đó giúp cải thiện tích cực biên lợi nhuận mảng thủy điện của công ty nhờ giá phát điện cạnh tranh đã ghi nhận xu hướng tăng mạnh nhờ:

- Nhu cầu tiêu thụ điện hồi phục trong năm 2022 khi các hoạt động sản xuất công nghiệp được khôi phục sau giai đoạn giãn cách.
- Giá thành điện than và điện khí tăng mạnh cùng với xu hướng leo thang của giá các mặt hàng năng lượng thế giới. Trong khi đó, nguồn cung thủy điện bị hạn chế về công suất và đẩy gánh nặng huy động trên thị trường phát điện cạnh tranh sang các nguồn có chi phí cao.

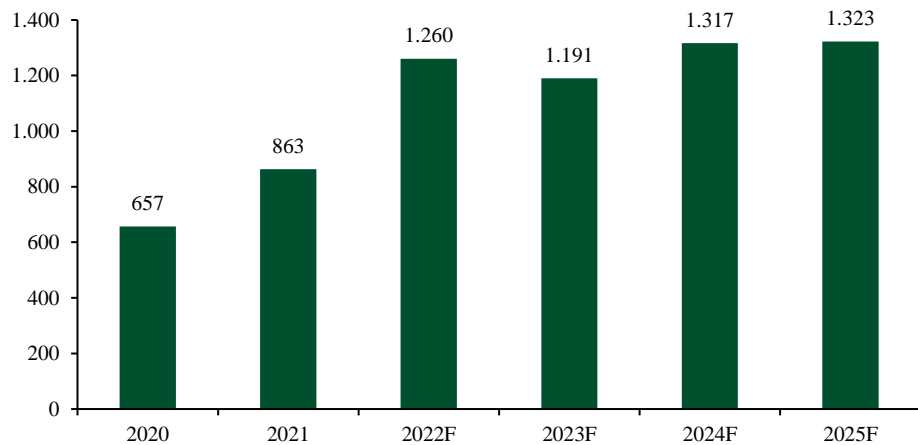
Hình 4: Giá điện trung bình trên thị trường phát điện cạnh tranh theo tháng (đv: VNĐ/ kWh)



Nguồn: EVN GENCO3, VCBS tổng hợp

VCBS đánh giá môi trường giá điện thị trường cạnh tranh cao sẽ duy trì đến năm 2023, giúp duy trì KQKD mảng thủy điện khi sản lượng chịu tác động tiêu cực từ chu kỳ thời tiết El Nino (với đặc điểm khô hạn) dự báo quay trở lại từ 2023. Điều này đến từ việc giá dầu khí neo cao do: (1) Lệnh cấm vận với Nga và (2) Các nút thắt về nguồn cung chưa được tháo gỡ khi hoạt động đầu tư vào hạ tầng dầu khí thế giới đã gần như đình trệ trong gần 10 năm qua.

Hình 5: Doanh thu các nhà máy thủy điện của HDG (đv: tỷ đồng)



Nguồn: HDG, VCBS

Mảng năng lượng tái tạo: chờ đợi các dự án mới

Với việc đưa nhà máy điện gió 7A (Ninh Thuận) vào hoạt động tại cuối năm 2021, HDG đã gia tăng tích cực quy mô danh mục năng lượng tái tạo (NLTT) với tổng công suất đạt 148 MW. VCBS đánh giá mức huy động tại các nhà máy NLTT có thể cải thiện tích cực trong 1-2 năm tới khi mạng lưới truyền tải kết nối các địa phương sản xuất NLTT chính tới trung tâm tiêu thụ dự kiến được đầu tư mạnh trong thời gian tới trước rủi ro thiếu điện tại một số khu vực đặc biệt là Miền Bắc.

Về dài hạn, NLTT được định hướng trở thành động lực tăng trưởng chủ đạo của HDG khi Quy hoạch Điện 8 (QH8) dự kiến sẽ nâng mạnh tỷ trọng đóng góp của nguồn NLTT do: (1) Tiềm năng phát triển thủy điện về cơ bản là không còn; (2) Các dự án nhiệt điện than hiện tại rất khó tiếp cận nguồn vốn tín dụng quốc tế và không phù hợp với cam kết giảm phát thải của Việt Nam. Trong vài năm tới, HDG có kế hoạch triển khai 4 dự án điện gió mới với tổng công suất 140 MW trong trường hợp các dự án được bổ sung vào quy hoạch thành công.

Bảng 2: Danh mục các dự án NLTT của HDG

Dự án	Loại hình	Địa điểm	Công suất (MW)	Tình trạng
Hồng Phong 4.1	Điện mặt trời	Bình Thuận	48	Đang vận hành
Sp-Infra 1	Điện mặt trời	Ninh Thuận	50	Đang vận hành
7A	Điện gió	Ninh Thuận	50	Đang vận hành
Ea H'leo	Điện gió	Dak Lak	20	Nghiên cứu đầu tư
Hướng Phùng	Điện gió	Quảng Trị	30	Nghiên cứu đầu tư
Phước Hữu	Điện gió	Ninh Thuận	50	Nghiên cứu đầu tư
Trang trại điện gió	Điện gió	Sóc Trăng	40	Nghiên cứu đầu tư

Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong năm 2022, HDG kỳ vọng ghi nhận KQKD tích cực nhờ tiếp tục bàn giao các sản phẩm tại KĐT Charm Villas và động lực từ các dự án điện mới đi vào hoạt động. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao triển vọng tăng trưởng ổn định của HDG nhờ quỹ đất giá trị, nhu cầu nguồn điện lớn và hiệu quả đầu tư đã được công nhận tại các dự án. Tuy vậy, trong giai đoạn 1 năm tới HDG có thể gặp giới hạn nhất định về mức tăng trưởng khi các dự án mới đã phản ánh khá đầy đủ vào KQKD, trong khi cần thêm thời gian để HDG triển khai các dự án điện gió mới và mở bán các dự án bất động sản.

VCBS dự phóng doanh thu năm 2022 của HDG đạt **3.585 tỷ đồng (-5,1% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **1.217 tỷ đồng (+11,0% yoy)**, tương ứng với EPS là **5.519 VNĐ/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu HDG với mức định giá hợp lý là **58.627 VNĐ/ 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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng
Giám đốc
Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn
Trưởng phòng
Phân tích Doanh nghiệp
mdtuan@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân
Chuyên viên cao cấp
phquan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 6,7 & 8, Tòa nhà Thủ Đô, số 72 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630