

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)

- LN ròng Q2/24 tăng 110% svck, hỗ trợ bởi chi phí tài chính giảm mặc dù các hoạt động kinh doanh chính như điện và BĐS kém khả quan.
- LN ròng 2024 tăng nhẹ 9% svck, sau đó dự báo tăng 67% svck trong 2025, chủ yếu do lùi tiến độ mở bán Charm Villa từ 2024 sang 2025.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33,900đ/cp.

KQKD Q2/24: Chi phí tài chính giảm hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Trong Q2/24, doanh thu của HDG giảm 7% svck, chủ yếu do kết quả kém khả quan nhóm điện trong bối cảnh thời tiết không thuận lợi. Tuy nhiên, kết quả phần nào được bù đắp do tăng trưởng tích cực nhóm cho thuê văn phòng và dịch vụ khách sạn. Theo đó, LN gộp giảm tương ứng 9% svck với biên LN gộp thu hẹp 1 đ% trong Q2/24. Đáng chú ý, chi phí tài chính ghi nhận mức giảm mạnh 25% svck trong Q2/24 do doanh nghiệp chủ động tái cơ cấu các khoản vay cho thủy điện với mức lãi suất thấp hơn, cùng với việc lãi suất thị trường có xu hướng giảm từ đỉnh 2023, hỗ trợ LN ròng Q2/24 tăng 110% svck. Tuy nhiên, LN ròng 6T24 vẫn giảm 13% svck do kết quả kinh doanh giảm mạnh trong Q1/24, hoàn thành 33% dự phóng MBS.

Triển vọng 2024-26: Động lực tăng trưởng sẽ lùi sang 2025

Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng LN ròng chỉ tăng nhẹ 9% svck đạt 776 tỷ đồng, thúc đẩy bởi sản lượng điện phục hồi trong nửa sau 2024, cùng với đóng góp tích cực từ mảng cho thuê văn phòng và khách sạn. Chúng tôi kỳ vọng thời điểm mở bán Charm Villa GD3 sớm nhất vào cuối 2024, đầu 2025, và dự án dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng cho doanh nghiệp trong 2025-26, trong bối cảnh mảng điện đóng góp dòng doanh thu khá ổn định. Do đó, dự kiến LN ròng 2025 tăng mạnh 67 svck đạt 1,293 tỷ đồng, với giá định Charm Villa sẽ ghi nhận doanh thu từ bán 48% sản phẩm trong năm. Nhìn sang 2026, chúng tôi kỳ vọng ~38% số căn hộ sẽ tiếp tục đc ghi nhận và phần còn lại sẽ hoàn thành trong 2027. Theo đó, dự kiến LN ròng 2026 giảm nhẹ 6% svck đạt 1,215 tỷ đồng.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33,900đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33,900đ/cp (+7% sv dự báo trước) chủ yếu do quan điểm bớt thận trọng hơn đối với rủi ro pháp lý liên quan đến ĐMT SP Infra 1. Cụ thể, chúng tôi giữ nguyên giá FIT 1 (9.35cent/kWh) cho dự án thay vì điều chỉnh xuống giá chuyển tiếp (5.01cent/kWh) như báo cáo trước đó, giúp tăng giá trị dự án thêm 40%. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) Thị trường BĐS phục hồi tốt hơn dự kiến; 2) Chính sách giá cho NLTT được ban hành sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm: Kết luận chính thức và phương án xử lý đối với Hồng Phong 4 có thể trầm trọng hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2,882	2,923	3,858	3,663
Lợi nhuận ròng	712	776	1,293	1,215
Tăng trưởng doanh thu thuần	-19.5%	1.4%	32.0%	-5.1%
Tăng trưởng LN ròng	-35.1%	9.1%	66.5%	-6.0%
Biên LN gộp	59.5%	62.7%	62.3%	61.4%
Biên EBITDA	66.6%	71.9%	69.6%	69.3%
ROAE	11.9%	12.3%	16.6%	13.5%
ROAA	4.9%	5.2%	7.7%	6.9%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,142	2,145	3,558	3,329
BVPS (VND/cổ phiếu)	19,635	18,821	23,214	26,714

Nguồn: HDG, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND 33,900

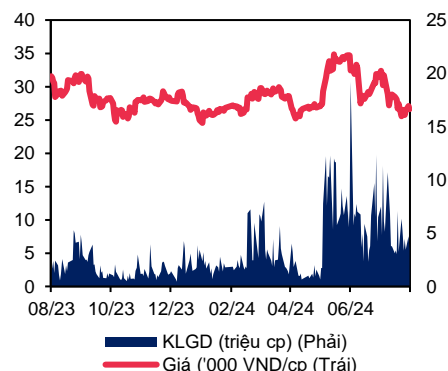
Tiềm năng tăng giá

30.00%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh EPS 2024/25/26 lần lượt -22% /+4%/+18%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	26,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	32,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,980
Vốn hóa (tỷ VND)	8,946
P/E (TTM)	13.4
P/B	1.5
Thị suất cổ tức (%)	5.7%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	17.5%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Trọng Thông	28.9%
Nguyễn Văn Tô	7.4%
Khác	63.7%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)

Luận điểm đầu tư và khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- HDG là một trong những doanh nghiệp năng lượng hàng đầu, với trọng tâm thủy điện và năng lượng tái tạo. Doanh nghiệp đã chứng minh năng lực triển khai và vận hành các dự án với chi phí đầu tư thấp, trung bình 25 tỷ đồng/MW cho danh mục 461MW. Các dự án duy trì được sản lượng tối ưu trong những năm qua, IRR trung bình hơn 20%, đặc biệt là đối với các nhà máy thủy điện và điện mặt trời. Trong giai đoạn 2025-30, HDG đặt kế hoạch tăng gấp đôi công suất điện hiện tại, trong đó nổi bật một số dự án đang trong quá trình chuẩn bị triển khai bao gồm thủy điện Sơn Linh (15MW), Sơn Nham (9MW), cũng như điện gió Phước Hữu (50MW), Bình Gia (80MW).
- Triển vọng tăng trưởng 2024-26 được thúc đẩy bởi mở bán Charm Villa GD3 với tổng doanh thu và LN ròng dự kiến đạt lần lượt là 2,034 tỷ đồng và 947 tỷ đồng. Trong những năm tới, mảng bất động sản của HDG sẽ có triển vọng tích cực hơn, hỗ trợ bởi việc ban hành luật đất đai mới, dự kiến đẩy nhanh quá trình hoàn thiện pháp lý cho các dự án.
- Sức khỏe tài chính vững mạnh là yếu tố chính, giúp HDG đứng vững trong bối cảnh thách thức thị trường. Doanh nghiệp không gặp nhiều áp lực từ chi phí tài chính do sở hữu các dự án hoạt động hiệu quả và luôn chủ động trong việc đàm phán các khoản vay mới với lãi suất thấp hơn, đặc biệt là đối với các nhà máy thủy điện của HDG.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33,900đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33,900đ/cp (+7% sv dự báo trước) chủ yếu do quan điểm bớt thận trọng hơn đối với rủi ro pháp lý liên quan đến ĐMT SP Infra 1. Cụ thể, chúng tôi giữ nguyên giá FIT 1 (9.35cent/kWh) cho dự án thay vì điều chỉnh xuống giá chuyển tiếp (5.01cent/kWh) như báo cáo trước đó, giúp tăng giá trị dự án thêm 40%. Tổng hợp định giá SOTP, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF (WACC: 10.6%) cho mảng điện và cho thuê văn phòng + khách sạn (Cap rate: 8.0%). Đối với bất động sản nhà ở, chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV. Dựa trên các đánh giá này, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới là 33,900 đồng/cổ phiếu (Tiềm năng tăng giá bao gồm tỷ suất cổ tức đạt 30%).

Tiềm năng tăng giá:

- Thị trường bất động sản phục hồi tốt hơn dự kiến, tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở bán Charm Villa GD3.
- Cơ chế giá điện mới cho NLTT được ban hành vào năm 2024, hỗ trợ quá trình triển khai các dự án mới.

Rủi ro giảm giá:

- Giá bán thủy điện thấp hơn dự kiến.

- Kết luận cuối cùng đối với dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 có thể sẽ xấu hơn dự kiến. Dự án đang gặp phải tình trạng chậm trễ thanh toán từ EVN trong bối cảnh các vấn đề pháp lý đang được xử lý.

Hình 1: Tổng hợp định giá SOTP

Bảng tổng hợp định giá SOTP			
Phương pháp định giá từng phần	Giá trị	Phương Pháp	Tỷ trọng
tỷ đồng			
Điện	12,149	DCF (WACC: 10.4%)	
BĐS Nhà ở	2,670	RNAV (Tỷ lệ chiết khấu: 12%)	
Cho thuê BĐS và khách sạn	1,779	(Cap rate: 8%)	
Khác	63	Giá trị sổ sách cuối Q4/23	
(+) Tiền và tương đương tiền	1,571		
(-) Nợ vay	5,322		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1,523		
Giá trị doanh nghiệp	11,387		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	336		
Giá trị mỗi cp (VND/cp)			33,859
Giá trị mỗi cp (làm tròn, VND/cp)			33,900

Nguồn: MBS Research

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		ROA (%)		ROE (%)	
						2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ		tr USD								
Doanh nghiệp đa ngành													
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	28,150	33,400	Khả quan	349	21.9	14.3	1.3	1.1	2.3	3.8	7.5	10.9
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	6,390	NA	KKN	224	58.1	NA	0.6	NA	0.2	NA	0.9	NA
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	69,000	73,000	Khả quan	928	12.4	10.9	1.5	1.4	7.3	8.1	11.6	11.6
<i>Trung bình</i>						30.8	12.6	1.1	1.2	3.2	5.9	6.6	11.3
Doanh nghiệp thủy điện													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	12,900	NA	KKN	176	30.4	17.0	0.9	0.7	2.4	2.7	5.7	6.3
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	34,250	NA	KKN	201	18.5	NA	2.5	NA	9.2	NA	14.1	NA
CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	51,500	NA	KKN	485	37.5	NA	2.6	NA	3.4	NA	6.7	NA
<i>Trung bình</i>						28.8	17.0	2.0	0.7	5.0	2.7	8.8	6.3
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	26,650	33,900	Khả quan	351	12.2	7.4	1.4	1.1	5.2	7.7	12.3	16.6

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD Q2/24: Chi phí tài chính giảm hỗ trợ tăng trưởng LN

Hình 3: Tổng hợp KQKD Q2/24 & 6T24 của HDG

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/24	Tăng trưởng svck (%)	Tăng trưởng qoq (%)	6T24	Tăng trưởng svck (%)	Sv dự phóng (%)	Nhận xét
Doanh thu	560	-7%	-34%	1,408	-10%	43%	Doanh thu Q2/24 giảm 7% svck, chủ yếu do doanh thu điện sụt giảm, tuy nhiên được bù đắp một phần bởi doanh thu cho thuê văn phòng & khách sạn tích cực.
Kinh doanh điện	348	-12%	-16%	762	-19%	40%	Doanh thu điện Q2/24 giảm 12% svck, đến từ sản lượng thủy điện và điện gió giảm do thời tiết không thuận lợi.
BDS Nhà ở + Xây lắp	88	-12%	-72%	407	-1%	48%	Doanh thu BDS duy trì ở mức thấp do doanh nghiệp chưa mở bán Charm Villa GĐ3. Doanh thu 6T24 chủ yếu đến từ ghi nhận nốt doanh thu bàn giao các sản phẩm còn lại của Charm Villa GĐ2.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	124	12%	7%	239	13%	59%	Doanh thu cho thuê văn phòng và khách sạn Q2/24 tăng 12% svck, đến từ sự phục hồi nhu cầu chung của nền kinh tế.
LN gộp	282	-9%	-36%	720	-19%	36%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>50%</i>	<i>-1 đ%</i>	<i>-1 đ%</i>	<i>51%</i>	<i>-6 đ%</i>		LN gộp giảm 9% svck với biên LN gộp thu hẹp 1 đ%, chủ yếu do doanh thu mảng điện giảm.
Kinh doanh điện	198	-17%	-25%	464	-27%	36%	
BDS Nhà ở + Xây lắp	32	14%	-73%	153	-1%	34%	
Cho thuê văn phòng & khách sạn	52	23%	1%	103	11%	50%	
Chi phí bán hàng&QLDN	52	-27%	53%	85	-21%	38%	
EBIT	231	-3%	3%	635	-18%	37%	
Doanh thu tài chính	7	-28%	-47%	20	24%	27%	
Chi phí tài chính	106	-25%	10%	202	-30.2%	42%	Chi phí tài chính Q2/24 giảm 25% svck, hỗ trợ bởi nỗ lực tái cấu trúc các khoản vay thủy điện với lãi vay thấp hơn trong Q4/23, cùng với xu hướng lãi suất thị trường giảm trong 2024.
LN trước thuế	138	45%	-57%	457	-8%	35%	
<i>Biên LN trước thuế</i>	<i>25%</i>	<i>9 đ%</i>	<i>-35%</i>	<i>32%</i>	<i>1 đ%</i>		
Thuế thu nhập DN	26	41%	-52%	81	35%	32%	
LN sau thuế	111	46%	-58%	376	-13%	37%	
Lợi ích CDTS	37	-10%	-14%	80	-16%	32%	
LN ròng	74	110%	-66%	296	-13%	33%	Tổng hợp, LN ròng Q2/24 tăng 110% svck, chủ yếu do chi phí tài chính giảm mạnh. Tuy nhiên LN ròng 6T24 vẫn giảm 13% do KQKD kém tích cực trong Q1/24, hoàn thành 33% dự phóng của chúng tôi.

Nguồn: HDG, MBS Research

Triển vọng 2024-26: Động lực tăng trưởng sẽ lùi sang 2025

Điện: Tăng cường phát triển công suất mới từ năm 2025

Thủy điện: Triển vọng sản lượng khả quan hơn từ nửa cuối năm 2024

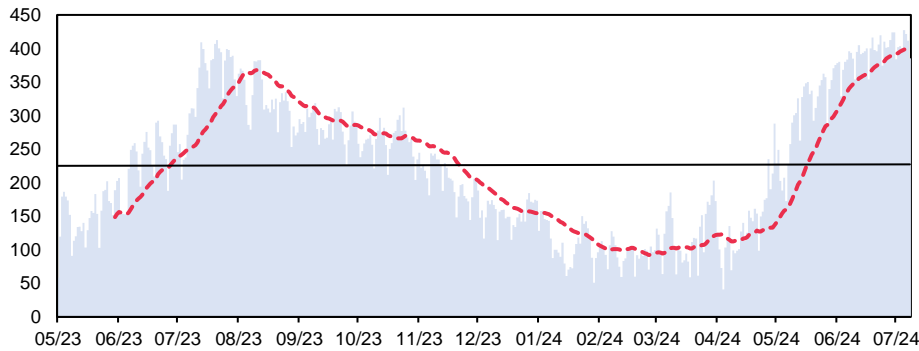
Mặc dù sản lượng thủy điện Q2/24 cho thấy sự cải thiện so với mức thấp của Q1/24, sản lượng nửa đầu năm 2024 vẫn thấp hơn mức nửa đầu năm 2023 do điều kiện thời tiết không thuận lợi. Đối với nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ đạt được mức huy động tối ưu nhờ điều kiện thời tiết lý tưởng, cùng với xu hướng huy động tích cực từ EVN bắt đầu từ T5-6/24, đặc biệt là ở khu vực miền Bắc và miền Trung, vị trí các nhà máy của HDG.

Đối với một số thủy điện lớn như Sông Tranh 4 và Đắc Mi 2, chúng tôi nhận thấy sẽ có tác động đến giá bán do phần sản lượng huy động trên thị trường (Qm) được giao trong năm 2024 giảm xuống còn 2%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động là không đáng kể nhờ các nhà máy hiện đang có giá hợp đồng cao (Pc). Bên cạnh đó, chúng tôi dự đoán danh mục thủy điện nhỏ của HDG (chiếm 38% tổng công suất) sẽ không bị ảnh hưởng bởi xu hướng giảm giá nhờ chính

sách biểu phí tránh được. Chúng tôi dự báo sản lượng năm 2024 sẽ tăng 2% svck lên 1,481 triệu kWh, giá bán trung bình giảm nhẹ 1.2% svck xuống 1,132 đồng/kWh, hỗ trợ doanh thu 2024 đạt 1,338 tỷ đồng, tương đương năm ngoái.

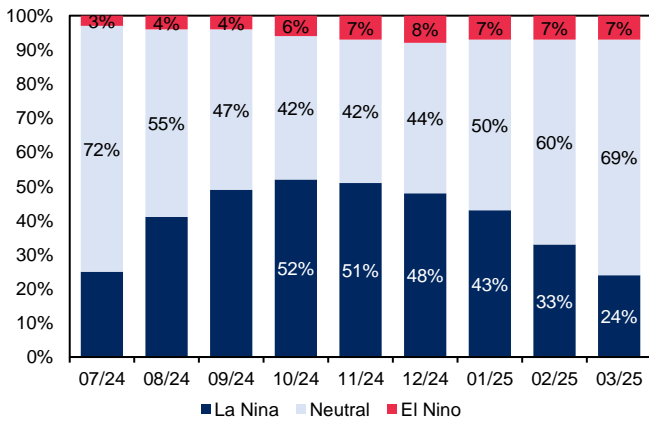
Nhìn sang 2025-26, chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm giá bán khá thấp, do đó, chúng tôi dự báo giá bán của thủy điện sẽ duy trì ổn định tăng nhẹ ~2% mỗi năm. Về triển vọng sản lượng, chúng tôi dự báo sản lượng huy động dựa trên mức trung bình 3 năm do tính chất không ổn định của thủy điện. Nhìn chung, doanh thu năm 2025-26 tăng lần lượt 9,3% svck/3,5% svck đạt 1,463 tỷ đồng/1,411 tỷ đồng.

Hình 4: Sản lượng huy động thủy điện toàn quốc có xu hướng tăng mạnh từ T5-T6/24 nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn (Đơn vị: triệu kWh)



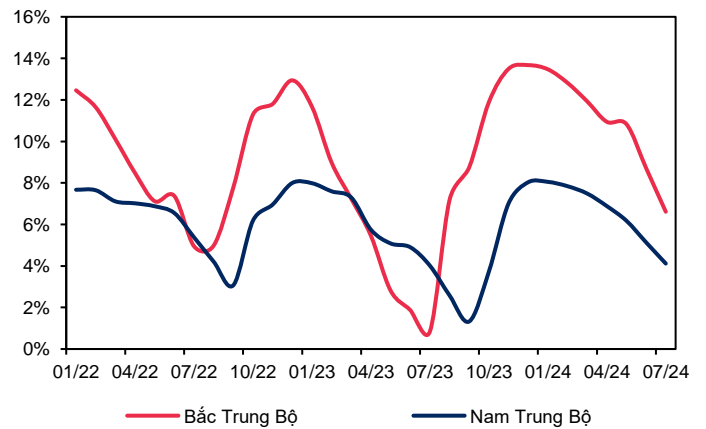
Nguồn: MBS Research

Hình 5: Pha El Nino đã chính thức kết thúc từ Q2/24, pha La Nina dự kiến trở lại trong Q3/24 với xác suất cao



Nguồn: IRI, MBS Research

Hình 6: Mức nước so với mức nước chết tại các khu vực sông hồ các nhà máy của HDG ghi nhận mức cao hơn so với cùng kỳ



Nguồn: EVN, MBS Research

Điện NLTT: Rủi ro pháp lý các dự án ĐMT bớt trầm trọng hơn

Thời gian vừa rồi, rủi ro pháp lý liên quan đến một số sai phạm các dự án ĐMT của HDG là yếu tố chính ảnh hưởng đến hiệu suất cổ phiếu của doanh nghiệp, chúng tôi hiện nhận thấy rủi ro ít nghiêm trọng hơn đối với các dự án này vì hai lý do chính: 1) Theo tờ trình số 3015/TTTr-BCT của Bộ Công Thương về ban hành kế hoạch bổ sung, cập nhật để thực hiện QHĐ8, kiến nghị cho phép các dự án đang hoạt động hợp pháp tại khu vực dự trữ khoáng sản tiếp tục được

thực hiện đến hết thời gian hoạt động; 2) Tình hình điều tra SP Infra 1 cơ bản đã có những kết luận, và nhìn chung dự án không gặp phải những rủi ro xử lý nghiêm trọng như báo cáo trước đó của chúng tôi. Do đó, chúng tôi nghiêng về phía Hồng Phong 4 và SP Infra 1 sẽ không phải chịu phương án xử lý đáng kể nào vào thời điểm này. Đáng chú ý, HDG không có dự án nào được nêu tên trong tài liệu gần đây liên quan đến cuộc điều tra vụ án "Lợi dụng chức vụ, quyền hạn trong khi thi hành công vụ", liên quan đến Bộ Công Thương và nhiều tỉnh, thành phố.

Về triển vọng sản lượng, chúng tôi cho rằng các nhà máy ĐMT của HDG sẽ duy trì huy động sản lượng tối ưu. Các dự án luôn đạt mức sản lượng cao ~88-93% sản lượng thiết kế kể từ khi vận hành, đảm bảo nguồn doanh thu ổn định cho HDG trong nhiều năm. Do đó, trong giai đoạn 2024-2026, chúng tôi dự báo sản lượng trung bình 171 triệu kWh mỗi năm, doanh thu lần lượt đạt 401 tỷ đồng (+8.7% svck), 396 tỷ đồng (-1.4% svck) và 397 tỷ đồng (+0.3% svck).

Đối với điện gió, chúng tôi dự báo sản lượng của 7A Ninh Thuận sẽ cải thiện 13% svck trong 2024, sau khi gặp sự cố kỹ thuật về một số tua-bin trong 2023. Trong 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện gió sẽ duy trì ổn định ở mức 78-80% sản lượng thiết kế theo quan điểm thận trọng. Do đó, doanh thu giai đoạn 2024-2026 sẽ lần lượt là 271 tỷ đồng (+19.3% svck), 252 tỷ đồng (-6.9% svck) và 260 tỷ đồng (+3.2% svck).

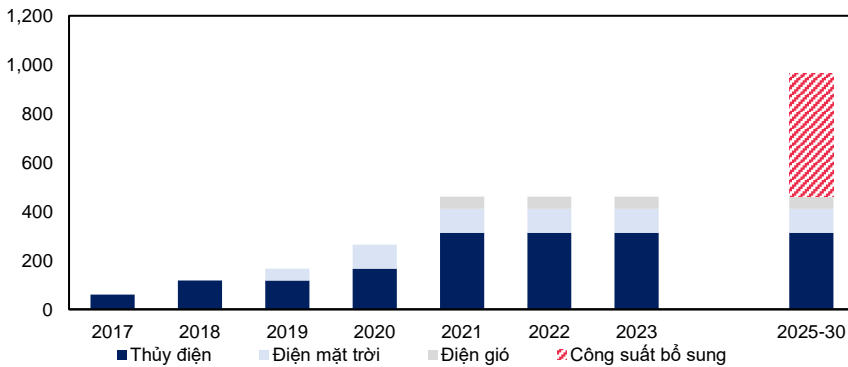
Hình 7: Kết quả kinh doanh của mảng điện trong giai đoạn 2024-2026

	Công suất (MW)	Sản lượng thiết kế (triệu kWh)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Sản lượng	461	1,547	558	902	1,652	1,450	1,481	1,580	1,535
% svck				62%	83%	-12%	2%	7%	-3%
Thủy điện	313	1,211	442	709	1,390	1,168	1,182	1,290	1,241
Điện mặt trời	98	184	116	168	171	170	171	171	171
Điện gió	50	152	-	25	91	112	127	120	123
Giá bán bình quân	<i>đ/kWh</i>		1,775	1,789	1,761	1,781	1,868	1,854	1,855
Thủy điện			1,213	1,233	1,124	1,146	1,132	1,134	1,137
Điện mặt trời			2,153	2,165	2,181	2,171	2,342	2,319	2,319
Điện gió			1,957	1,968	1,978	2,027	2,129	2,108	2,108
Doanh thu	<i>tỷ đồng</i>		786	1,276	2,116	1,935	2,011	2,111	2,068
% svck	%			62%	66%	-9%	4%	5%	-2%
Thủy điện			536	874	1,563	1,339	1,338	1,463	1,411
Điện mặt trời			250	364	373	369	401	396	397
Điện gió			-	49	180	227	271	252	260
LN gộp	<i>tỷ đồng</i>		568	926	1,472	1,301	1,373	1,468	1,428
% svck	%			63%	59%	-12%	6%	7%	-3%
Thủy điện			381	631	1,096	884	884	1,002	953
% biên LN gộp	%		71%	72%	70%	66%	66%	68%	68%
Điện mặt trời			188	270	279	275	306	301	302
% biên LN gộp	%		75%	74%	75%	75%	76%	76%	76%
Điện gió			-	24	96	141	183	165	173
% biên LN gộp	%		NA	49%	54%	62%	68%	66%	66%

Nguồn: HDG, MBS Research

Về triển vọng phát triển công suất, HDG giữ kế hoạch tăng gấp đôi công suất đến 2030 với nhiều dự án gối đầu. Hiện tại, công ty đang trong quá trình M&A hai nhà máy thủy điện nhỏ Sơn Linh (15MW), Sơn Nham (9MW) với kế hoạch mở rộng công suất của mỗi nhà máy lên khoảng 22-25MW. Đối với năng lượng tái tạo, HDG đang theo đuổi một nhà máy điện gió mới - Bình Gia (80MW) tại Lạng Sơn. Ban lãnh đạo cho biết nhà máy được đặt tại vị trí có lượng gió tối ưu với tốc độ gió trung bình 6.8m/s, đảm bảo lợi nhuận của dự án. Bên cạnh đó, công ty cũng theo đuổi dự án điện gió Phước Hữu (50MW) tại Ninh Thuận và các dự án khác có trong Quy hoạch Điện VIII như Ea H'leo (57MW), Hướng Phùng (30 MW), Sóc Trăng (40MW) và An Phong (300MW). Hiện tại, chúng tôi chưa đưa các dự án vào mô hình định giá do các nút thắt về chính sách giá. Tuy nhiên, chúng tôi hy vọng việc cơ chế giá mới cho NLTT, nếu được công bố trong cuối năm nay sẽ là động lực để HDG khởi động các dự án này từ năm 2025

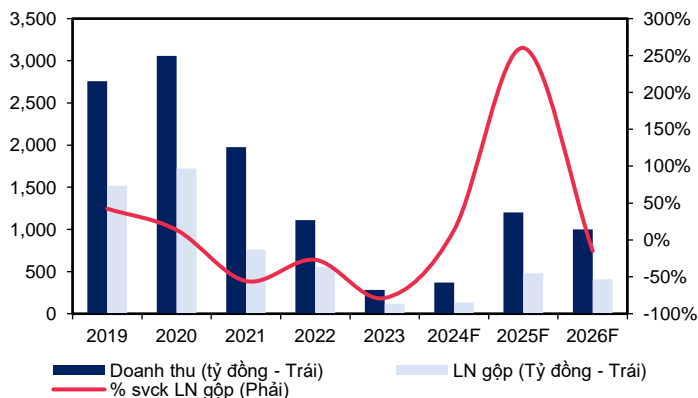
Hình 8: HDG dự kiến tăng gấp đôi công suất trong giai đoạn 2025-30, tập trung phát triển chủ yếu trên các nhà máy thủy điện và điện gió (Đơn vị: MW)



Nguồn: HDG, MBS Research

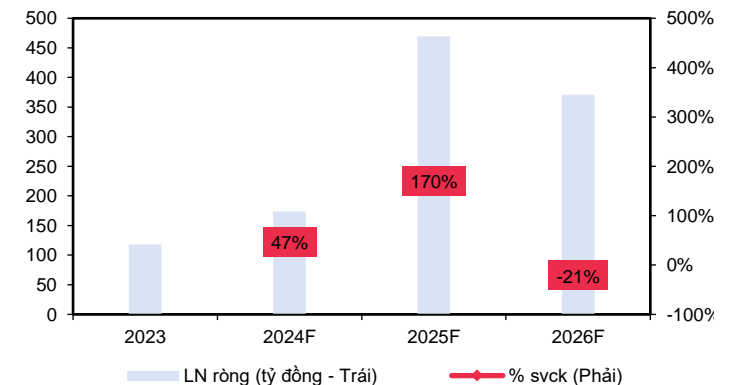
Bất động sản nhà ở: Dự kiến mở bán Charm Villa GĐ3 từ cuối năm 2024

Figure 9: Dự kiến Charm Villa GDD3 sẽ mở bán sớm nhất cuối năm 2024, làm động lực tăng trưởng từ 2025-26...



Nguồn: HDG, MBS Research

Hình 10: ... Do đó, lợi nhuận ròng đến từ mảng bất động sản nhà ở sẽ tăng tương ứng



Nguồn: HDG, MBS Research

Theo thông tin từ ban lãnh đạo HDG, công ty chưa có kế hoạch cụ thể để mở bán Charm Villa GĐ3 trong tương lai gần do không gặp áp lực về dòng tiền. Chiến lược bán hàng sẽ được hoãn lại do doanh nghiệp đánh giá đây là dự án tốt, có thể hưởng lợi từ đà tăng giá bán trong tương lai cũng như điều kiện thị trường tốt hơn. Vì vậy, chúng tôi dự kiến Charm Villa GĐ 3 sẽ bắt đầu mở bán

từ cuối 2025 đầu 2025. Hiện tại, mặt ngoài và cảnh quan của 108 căn hộ còn lại cơ bản đã hoàn thành, đồng nghĩa với việc khi dự án mở bán, các sản phẩm có thể được bàn giao và ghi nhận doanh thu sớm. Về triển vọng bán hàng, chúng tôi dự kiến tỷ lệ hấp thụ thận trọng đối với các sản phẩm thấp tầng phân khúc cao cấp trong tương lai gần. Chúng tôi dự kiến dự án sẽ bàn giao 48% tổng số căn hộ vào năm 2025, với giá bán thận trọng là 110 triệu đồng/m², thấp hơn mức giá 120 triệu đồng/m² theo doanh nghiệp dự kiến. Phần căn hộ còn lại dự kiến sẽ được bàn giao trong giai đoạn 2026-2027, mang lại tổng doanh thu cho toàn bộ dự án đạt 2,034 tỷ đồng, với LN ròng ước tính đạt 947 tỷ đồng.

Đối với các dự án sắp tới, HDG vẫn đang chờ đợi hướng dẫn cụ thể từ luật đất đai mới để tiến hành hoàn thiện pháp lý cho các dự án. Hiện tại, hai dự án nổi bật tại TPHCM là Green Lane và Minh Long đều đang vướng mắc khâu chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Đáng chú ý, thời gian vừa qua chính phủ thông qua đề nghị xây dựng Nghị quyết thí điểm cho nhận đất khác làm nhà thương mại và một số dự án của HDG khả năng nằm trong số những dự án được lựa chọn, điều này có thể đẩy nhanh quá trình hoàn thiện pháp lý cho các dự án này. Hiện tại chúng tôi chưa đưa dự phóng các dự án vào định giá do những vướng mắc về pháp lý hiện tại và thông tin hạn chế.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận 2024-2026

Hình 11: Tổng hợp dự phóng KQKD 2024-2026

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	%svck	Δ%	2025	%svck	Δ%	2026	%svck	Δ%	Nhận xét
Doanh thu	2,923	1%	-18%	3,858	32%	6%	3,663	-5%	11%	
Kinh doanh điện	2,011	4%	-4%	2,111	5%	3%	2,068	-2%	3%	Điều chỉnh tăng doanh thu 2025-26 chủ yếu do tăng giá bán SP Infra 1 từ 5.01cent/kWh lên 9.35 cent/kWh.
BDS Nhà ở	371	32%	-48%	1,202	224%	13%	1,001	-17%	37%	Giảm doanh thu BDS 2024 48%, phản ánh việc lùi thời điểm bàn giao Charm Villa GĐ3 từ 2024-26 sang 2025-27.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	414	-2%	2%	422	2%	2%	429	2%	2%	
Xây lắp + khác	128	-47%	0%	123	-4%	0%	164	33%	0%	
LN gộp	1,832	7%	-16%	2,403	31%	4%	2,250	-6%	12%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	63%	3%		62%	0%		61%	-1%		
Kinh doanh điện	1,373	3%	-3.2%	1,468	7%	-2.1%	1,428	-3%	2.2%	
BDS Nhà ở	237	45%	-48%	721	204%	15%	593	-18%	42%	Điều chỉnh giảm LN gộp tương ứng với doanh thu.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	209	8%	1%	201	-4%	1%	212	6%	0%	
Xây lắp + khác	13	-47%	0%	12	-4%	0%	16	33%	0%	
Chi phí bán hàng&QLDN	198	11%	-11%	245	24%	2%	240	-2%	8%	
EBIT	1,550	7%	-17%	2,135	38%	0%	1,987	-7%	7%	
Doanh thu tài chính	71	77%	-7%	117	65%	-3%	143	22%	-1%	
Chi phí tài chính	446	-9%	-6%	411	-8%	-7%	386	-6%	-8%	Điều chỉnh giảm chi phí tài chính 2024-26 phản ánh các khoản vay mới cho thủy điện có lãi suất thấp hơn.
LN trước thuế	1,182	17%	-20%	1,850	57%	2%	1,753	-5%	17%	
<i>Biên LN trước thuế (%)</i>	40%	5%		48%	8%		48%	0%		
Thuế thu nhập DN	194	92%	-18%	316	63%	2%	299	-5%	7%	
LN sau thuế	988	9%	-21%	1,533	55%	6%	1,454	-5%	11%	
Lợi ích CDTS	211	9%	-15%	240	14%	-11%	238	-1%	-6%	
LN ròng	776	9%	-22%	1,293	67%	4%	1,215	-6%	18%	LN ròng 2024-26 điều chỉnh lần lượt -22%/+4%/+18%.
EPS (đồng/cp)	2,145	9%	-22%	3,558	66%	4%	3,329	-6%	18%	

Nguồn: HDG, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024F	2025F	2026F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2,882	2,923	3,858	3,663	LN trước thuế	1,007	1,182	1,850	1,753
Giá vốn hàng bán	(1,166)	(1,091)	(1,455)	(1,413)	Khấu hao	461	545	545	545
Lợi nhuận gộp	1,716	1,832	2,403	2,250	Thuế đã nộp	(194)	(316)	(299)	(268)
Chi phí quản lý DN	(171)	(136)	(147)	(153)	Các khoản điều chỉnh khác	(962)	543	(134)	(279)
Chi phí bán hàng	(8)	(62)	(98)	(87)	Thay đổi VLD	32	239	270	92
LN từ HĐKD	1,454	1,550	2,135	1,987	LCTT từ HĐKD	426	2,304	2,203	1,804
EBITDA thuần	1,920	2,101	2,685	2,538	Đầu tư TSCĐ	(248)	(50)	(50)	(159)
LN trước thuế & lãi vay	1,496	1,628	2,261	2,139	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	21	21	28	27
Thu nhập lãi	40	71	117	143	LCTT từ đầu tư	(674)	(804)	(255)	(411)
Chi phí tài chính	(489)	(446)	(411)	(386)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	612	-	-	-
Thu nhập ròng khác	2	7	9	9	Tiền vay ròng nhận được	(693)	(104)	(521)	(356)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	1,007	1,182	1,850	1,753	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(119)	(459)	-	-
Thuế TNDN	(101)	(194)	(316)	(299)	LCTT từ hoạt động TC	(201)	(563)	(521)	(356)
Lợi nhuận sau thuế	906	988	1,533	1,454	Tiền & tương đương tiền đầu kì	694	246	1,183	2,610
Lợi ích cổ đông thiểu số	(194)	(211)	(240)	(238)	LC tiền thuần trong năm	(449)	937	1,427	1,037
Lợi nhuận ròng	712	776	1,293	1,215	Tiền & tương đương tiền cuối kì	246	1,183	2,610	3,647
Chi trả cổ tức	(176)	(514)	(96)	(96)					
Lợi nhuận giữ lại	592	318	1,293	1,215					
Bảng cân đối kế toán	2023	2024F	2025F	2026F	Các chỉ số cơ bản	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	246	1,183	2,610	3,647	Tăng trưởng doanh thu thuần	-19.5%	1.4%	32.0%	-5.1%
Đầu tư ngắn hạn	388	1,163	1,396	1,675	Tăng trưởng EBITDA	-23.8%	9.4%	27.8%	-5.5%
Phải thu khách hàng	1,941	1,563	2,168	2,161	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-28.4%	6.6%	37.7%	-6.9%
Hàng tồn kho	1,050	913	552	383	Tăng trưởng LN trước thuế	-37.2%	17.3%	56.5%	-5.2%
Tài sản ngắn hạn khác	37	38	50	47	Tăng trưởng LN ròng	-35.1%	9.1%	66.5%	-6.0%
Tổng tài sản ngắn hạn	3,661	4,859	6,775	7,914	Tăng trưởng EPS	-36.8%	0.1%	65.9%	-6.5%
Tài sản cố định	10,465	9,592	9,413	9,284	Biên LN gộp	59.5%	62.7%	62.3%	61.4%
Tài sản vô hình	278	273	268	263	Biên EBITDA	66.6%	71.9%	69.6%	69.3%
Xây dựng cơ bản dở dang	894	250	250	250	Biên LN ròng	24.7%	26.6%	33.5%	33.2%
Đầu tư vào công ty con	2	3	4	5	ROAE	11.9%	12.3%	16.6%	13.5%
Đầu tư vào công ty LDLK	63	63	63	63	ROAA	4.9%	5.2%	7.7%	6.9%
Đầu tư dài hạn khác	759	726	692	659	ROIC	5.6%	5.9%	9.0%	7.9%
Tài sản dài hạn khác	140	142	188	178	Vòng quay tài sản	23.6%	23.9%	31.6%	30.0%
Tổng tài sản dài hạn	10,946	10,070	9,932	9,789	Cổ tức chi trả/LN ròng	16.8%	59.1%	0.0%	0.0%
Tổng tài sản	14,607	14,929	16,707	17,702	Tổng nợ vay/VCSH	74.2%	67.8%	50.2%	40.5%
Vay & nợ ngắn hạn	617	1,065	896	892	Nợ vay ròng/VCSH	102.3%	86.3%	77.6%	55.9%
Phải trả người bán	379	403	512	500	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	35.9%	35.5%	32.9%	26.1%
Phải trả ngắn hạn khác	1,399	1,262	1,706	1,660	Khả năng thanh toán lãi vay	3.1	3.7	5.2	5.2
Tổng nợ ngắn hạn	2,395	2,731	3,114	3,051	Số ngày phải thu	246	195	205	215
Vay & nợ dài hạn	4,809	4,257	3,905	3,553	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	329	305	139	99
Các khoản phải trả khác	88	90	118	112	Số ngày phải trả tiền bán	26	37	32	34
Tổng nợ dài hạn	4,897	4,346	4,023	3,665	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.5	1.8	2.2	2.6
Tổng nợ	7,292	7,077	7,137	6,717	Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.4	2.0	2.5
Vốn điều lệ	3,058	3,058	3,058	3,058	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.4	0.8	1.2
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	1,948	2,145	3,558	3,329
LN giữ lại	2,377	2,695	3,988	5,203	BVPS (đồng/cp)	17,851	18,821	23,214	26,714
Các quỹ thuộc VCSH	569	577	762	723	P/E (lần)	13.5	12.2	7.4	7.9
Chênh lệch tỷ giá	-	-	1	2	P/B (lần)	1.5	1.4	1.1	1.0
Vốn chủ sở hữu	5,435	5,752	7,046	8,261					
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,311	1,523	1,763	2,002					
Tổng vốn chủ sở hữu	6,003	6,329	7,807	8,984					
Tổng nợ và VCSH	14,607	14,929	16,707	17,702					

Nguồn: HDG, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Đinh Hà Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Lý

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Nguyễn Minh Trí

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly