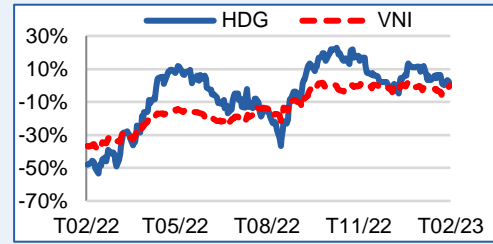




CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) [MUA +31,0%]

Cập nhật

Ngành:	Điện/BDS		<u>2022</u>	<u>2023F</u>	<u>2024F</u>	<u>2025F</u>
Ngày báo cáo:	24/02/2023	TT DT	-3,6%	-12,5%	55,9%	58,4%
Giá hiện tại:	30.000VND	TT EPS	2,3%	-24,2%	67,0%	52,0%
Giá mục tiêu:	38.800VND	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.121	849	1.419	2.156
Giá mục tiêu gần nhất:	45.000VND	EBITDA (tỷ đồng)	2.572	2.320	3.099	4.283
TL tăng:	+29,3%	EV/EBITDA	5,4x	6,1x	5,2x	3,6x
Lợi suất cổ tức:	1,7%	P/B	1,3x	1,2x	1,0x	0,8x
Tổng mức sinh lời:	+31,0%	P/E	6,7x	8,9x	5,3x	3,5x



GT vốn hóa:	305tr USD	<u>HDG</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	101tr USD	P/E (trượt)	6,7x	10,1x
GTGD/ngày (30n):	1,6tr USD	P/B (quý gần nhất)	1,3x	1,4x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	80,6%	28,5%
SL cổ phiếu lưu hành:	244tr	ROE	22,7%	9,4%
Pha loãng:	244tr	ROA	7,2%	5,3%

Tổng quan công ty

Được thành lập vào năm 1990 với tư cách là một công ty xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng, HDG hiện là chủ đầu tư bất động sản tại Hà Nội và TP.HCM và nhà đầu tư lớn trong lĩnh vực năng lượng tái tạo của Việt Nam với 314 MW thủy điện, 82 MW điện mặt trời và 50 MW điện gió (tính đến cuối năm 2021).

Đinh Thị Thùy Dương

Trưởng phòng cao cấp

Lợi nhuận dự kiến giảm trong năm 2023, nhưng định giá hấp dẫn

- Chúng tôi giảm giá mục tiêu cho HDG 14% nhưng giữ nguyên khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu thấp hơn đến từ việc chúng tôi điều chỉnh giảm định giá mảng bất động sản thêm 30% do chúng tôi trì hoãn việc mở bán các dự án bất động sản của HDG từ 6 tháng đến 1 năm và định giá thấp hơn cho dự án Charm Villas. Điều này tương ứng mảng bất động sản chỉ đóng góp 30% vào định giá của HDG.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST giai đoạn 2023-2026 thêm 12% khi kéo dài thời gian bàn giao Charm Villas Giai đoạn 3 trong 3 năm (2023-2025) do niềm tin của người mua nhà hiện đang yếu. Chúng tôi cũng trì hoãn mở bán/bàn giao 2 dự án bất động sản phân khúc tầm trung tại TP.HCM và 2 dự án bất động sản tại Hà Nội do thủ tục pháp lý chưa có cải thiện đáng kể.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 sẽ giảm 24% YoY với tỷ lệ đóng góp LNST từ mảng năng lượng thấp hơn (-11% YoY), lấn áp LNST cao hơn từ Charm Villas (+13% YoY) và LNST cao hơn từ mảng khách sạn & văn phòng cho thuê.
- Chúng tôi nhận thấy mức định giá của HDG hấp dẫn với P/E trượt là 6,7 lần — thấp hơn 30% so với một số công ty ngành điện và bất động sản; P/E dự phóng năm 2023 của HDG cũng thấp hơn khoảng 20% so với PC1 (công ty cùng ngành tương tự nhất với HDG). Chúng tôi dự báo ROE trung bình là 20% và CAGR EPS là 24% trong giai đoạn 2022-2025. HDG có kế hoạch mở rộng công suất điện gió rõ ràng nhất trong phạm vi theo dõi của chúng tôi với công suất 540 MW, tên/địa điểm các dự án cụ thể ở miền Trung và được đưa vào Quy hoạch Phát triển Điện VII điều chỉnh.
- Rủi ro: Tiến độ các dự án BĐS hình thành trong tương lai chậm hơn so với dự kiến.
- Yếu tố hỗ trợ: Chi phí đất của Charm Villas thấp hơn dự kiến; động thổ dự án điện gió lớn An Phong (300 MW) tạo điều kiện cho IPO Công ty Hado Energy.

HDG dự kiến mở bán Giai đoạn 3 (130 căn) của Charm Villas vào quý 2/2023. Giá bán là 90 triệu đồng/m², gần như đi ngang so với Giai đoạn 2 và phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi giả định HDG sẽ hoàn thành việc bán hàng và bàn giao trong giai đoạn 2023-2025 (thay vì 2023-2024 như trước đây) do niềm tin của người mua nhà yếu. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh dự báo tổng LNST cho Charm Villas từ 2.5 nghìn tỷ đồng còn 2.3 nghìn tỷ đồng do HDG ước tính thêm khoản phí sử dụng đất khoảng 200 tỷ đồng cho dự án này vào quý 4/2022 và phân bổ vào KQKD quý dù chưa quyết toán/thanh toán phí với chính quyền địa phương, đây là nguyên nhân chính dẫn đến biên lợi nhuận gộp âm trong quý này.

LNST của mảng năng lượng sẽ giảm 11% YoY vào năm 2023, nhưng mảng này sẽ tiếp tục mang lại dòng tiền mạnh. Chúng tôi dự báo LNST của mảng thủy điện năm 2023 sẽ giảm khoảng 50% YoY do lượng mưa kém thuận lợi hơn so với mức cơ sở cao của năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng công suất của trang trại điện gió 7A sẽ phục hồi về mức bình thường (+68% YoY) từ mức cơ sở thấp của năm 2022 khi tốc độ gió thấp bất thường và bị cắt giảm công suất; do đó, LNST năm 2023 của trang trại điện gió này sẽ tăng mạnh và hỗ trợ LNST của mảng năng lượng. Với dòng tiền mạnh từ mảng năng lượng, tỷ lệ đòn bẩy ròng của HDG vào cuối năm 2022 giảm xuống 80% so với 120% vào cuối năm 2021. Ngoài ra, HDG đã hoàn trả xong toàn bộ dư nợ trái phiếu vào ngày 19/01/2023.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ VND)	2022	2023F	2024F	2025F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	3.641	3.185	4.965	7.863	Tiền và tương đương	349	2.166	252	1.410
Giá vốn hàng bán	-1.397	-1.271	-2.151	-3.836	Đầu tư TC ngắn hạn	343	100	100	100
Lợi nhuận gộp	2.244	1.914	2.813	4.027	Các khoản phải thu	1.485	2.055	2.276	2.580
Chi phí bán hàng	-21	-33	-69	-179	Hàng tồn kho	1.354	1.564	4.055	6.656
Chi phí quản lí DN	-162	-130	-382	-422	TS ngắn hạn khác	419	419	419	419
LN thuần HĐKD	2.061	1.751	2.363	3.426	Tổng TS ngắn hạn	3.949	6.304	7.103	11.165
Doanh thu tài chính	136	48	159	21	TS dài hạn (gộp)	11.392	14.517	17.665	18.777
Chi phí tài chính	-579	-589	-715	-683	- Khấu hao lũy kế	-1.779	-2.665	-3.401	-4.257
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-513</i>	<i>-589</i>	<i>-715</i>	<i>-683</i>	TS dài hạn (ròng)	9.613	11.852	14.264	14.519
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	19	19	19	19
(Lỗ)/lãi khác	1	0	0	0	TS dài hạn khác	143	143	143	143
LNTT	1.620	1.210	1.806	2.764	Tổng TS dài hạn	11.426	12.014	14.426	14.681
Thuế TNDN	-243	-179	-250	-434	Tổng Tài sản	15.375	18.318	21.528	25.847
LNST trước CĐTS	1.377	1.031	1.556	2.330	Phải trả ngắn hạn	934	1.409	3.373	5.334
Lợi ích CĐ thiểu số	-257	-182	-137	-174	Nợ ngắn hạn	959	959	959	958
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.121	849	1.419	2.156	Nợ ngắn hạn khác	1.456	1.456	1.456	1.456
					Tổng nợ ngắn hạn	3.349	3.824	5.788	7.748
EBITDA	2.572	2.320	3.099	4.283	Nợ dài hạn	5.164	7.180	7.064	7.290
EPS cơ bản, VND	4.452	3.373	5.634	8.563	Nợ dài hạn khác	123	123	123	123
EPS pha loãng, VND	4.452	3.373	5.634	8.563	Tổng nợ	8.636	11.128	12.975	15.162
DPS, VND	1.000	500	500	500	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	22%	15%	9%	6%	Vốn cổ phần	2.446	2.446	2.446	2.446
					Share premium	197	Thặng dư CP	375	375
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Lợi nhuận giữ lại	2.491	3.078	4.304	6.262
Tăng trưởng					Vốn khác	231	231	231	231
TT doanh thu	-3,6%	-12,5%	55,9%	58,4%	Lợi ích CĐTS	1.196	1.060	1.197	1.371
Tăng trưởng LNST	2,3%	-24,2%	67,0%	52,0%	Vốn chủ sở hữu	6.739	7.190	8.554	10.685
TT EPS cơ bản	2,3%	-24,2%	67,0%	52,0%	Tổng cộng nguồn vốn	15.375	18.318	21.529	25.847
TT EPS pha loãng	2,3%	-24,2%	67,0%	52,0%	Cổ phiếu lưu hành cuối năm, tr	244	244	244	244
					Cổ cổ phiếu quỹ cuối năm, tr	0,0	0,0	0,0	0,0
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên LN gộp %	61,6%	60,1%	56,7%	51,2%	Tiền đầu năm	230	349	2.166	252
Biên LN từ HĐ %	56,6%	55,0%	47,6%	43,6%	Lợi nhuận sau thuế	1.377	1.031	1.556	2.330
Biên EBITDA	70,6%	72,8%	62,4%	54,5%	Khấu hao	511	569	736	856
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	30,8%	26,7%	28,6%	27,4%	Thay đổi vốn lưu động	-667	-305	-749	-943
ROE %	22,7%	14,6%	21,0%	25,9%	Điều chỉnh khác	-145	0	0	0
ROA %	7,2%	5,0%	7,1%	9,1%	Tiền từ hoạt động KD	1.075	1.295	1.543	2.244
					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-96	-1.474	-3.148	-1.112
Chỉ số hiệu quả vận hành					Đầu tư	140	243	0	0
Số ngày tồn kho	355	419	477	510	Tiền từ HĐ đầu tư	44	-1.231	-3.148	-1.112
Số ngày phải thu	107	160	132	95	Cổ tức đã trả	-177	-109	-115	-122
Số ngày phải trả	63	65	62	61	Tăng (giảm) vốn	628	0	0	0
TG luân chuyển tiền	399	514	547	544	Tăng (giảm) nợ dài hạn	283	0	0	-1
					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-1.506	2.017	-117	226
Thanh khoản					Tiền từ các hoạt động TC khác	-76	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,6	1,2	1,4	Tiền từ hoạt động TC	-1.001	1.754	-309	26
CS thanh toán nhanh	0,8	1,2	0,5	0,6	Tổng lưu chuyển tiền tệ	118	1.818	-1.914	1.158
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,6	0,0	0,2	Tiền cuối năm	348	2.166	252	1.410
Nợ/Tài sản	39,8%	44,4%	37,3%	31,9%					
Nợ/Vốn sử dụng	47,6%	53,1%	48,4%	43,6%					
Nợ/Vốn CSH	80,6%	81,7%	89,7%	63,1%					
Khả năng thanh toán lãi vay	4,0	3,0	3,3	5,0					

Nguồn: HDG, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

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

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch Đồng Đa

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

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

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

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

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

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

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

Phòng giao dịch ABS

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

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364

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

Dầu khí và Điện

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

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mãn, Chuyên viên, ext 135

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

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

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.