

THEO DÕI

Giá mục tiêu 2025: **32.400 VND**
Upside: **7%**
Cập nhật: 20-12-24

TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: Thủy điện phục hồi nhờ La Nina. Dòng tiền mảng BĐS dự kiến phục hồi.

Tiêu cực: Thị trường BĐS nhìn chung đang ở vùng trũng và phục hồi tương đối chậm.

Rủi ro: (1) Thị trường BĐS phục hồi kém; (2) Vương quốc mắc trong các thủ tục pháp lý liên quan đến NLTT

	Q3/2023	Q3/2024	2025F
DTT	460	567	4.325
% YoY	-45%	23%	63%
LNST	100	182	1.557
% YoY	-68%	83%	89%

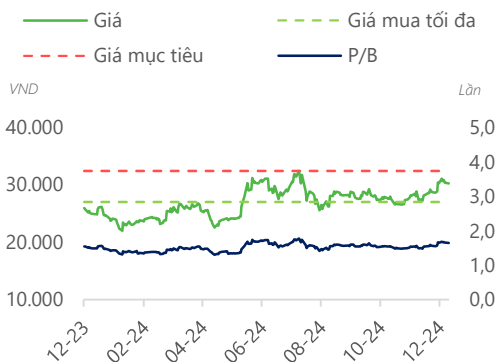
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

HDG là một doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực điện và bất động sản. Hiện công ty đang vận hành 7 nhà máy điện, chủ yếu là thủy điện, tuy nhiên công ty đang định hướng tập trung phát triển điện tái tạo. Chủ tịch có tiền thân thuộc Bộ Quốc Phòng, vì thế hoạt động kinh doanh của công ty đề cao sự chắc chắn và an toàn.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Bất động sản
Giá hiện tại:	30.200 VND
Vốn hóa:	10.157 tỷ VND
Số lượng CPLH:	336,3 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	2.116 VND
P/B:	1,6 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	5,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	10,0%



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

HDG

CTCP Tập đoàn Hà Đô

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC kỳ vọng trong năm 2025 HDG sẽ tăng trưởng vượt bậc với DTT và LNST lần lượt đạt 4.325 tỷ (+63% YoY) và 1.557 tỷ (+89% YoY). Động lực cho tăng trưởng này bao gồm (1) Doanh thu mảng năng lượng tăng 9% nhờ các nhà máy thủy điện hoạt động tốt hơn so với cùng kỳ và (2) Dự án Charm Villas sẽ có tỷ lệ hấp thụ cao trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng bất động sản sẽ đóng góp khoảng 1.800 tỷ đồng doanh thu trong năm 2025.

Sử dụng song song hai phương pháp SOTP và P/B, DSC dự phóng mức giá mục tiêu của cổ phiếu HDG là 32.400 VND/cp, tương ứng với mức P/B dự phóng là 1,8 lần. Mức giá phù hợp nhà đầu tư có thể giải ngân là 27.000 VND/cp.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các nhà máy thủy điện sẽ được hỗ trợ bởi chu kỳ La Nina

Theo số liệu ENSO từ Trường Khí hậu Columbia, xác suất xảy ra hiện tượng La Nina và Trung tính vẫn sẽ tiếp tục chiếm ưu thế tới tháng 5/2025. Việc này sẽ hỗ trợ đáng kể lưu lượng nước tại các hồ chứa, cải thiện sản lượng cho các nhà máy thủy điện của HDG, Theo đó, HDG có danh mục thủy điện với công suất tương ứng lên tới 312 MW, lớn thứ hai trong các công ty được niêm yết trên VNINDEX nên có lợi thế rất lớn trong chu kỳ La Nina.

Những tín hiệu tích cực từ thị trường bất động sản dân cư

Sau khi đã ghi nhận xong phần doanh thu cuối cùng của giai đoạn 2 dự án Charm Villas trong Q2/2024, HDG dự định sẽ mở bán nốt giai đoạn 3 từ cuối năm nay. Giai đoạn này gồm 108 sản phẩm nhà biệt thự, nhà liền kề, đã hoàn thành xây dựng với pháp lý đầy đủ. Ngoài ra, trong giai đoạn 2026 - 2027, hai dự án Green Lane và Minh Long dự kiến sẽ đem lại dòng tiền gối đầu cho doanh nghiệp.

Lợi thế nằm ở khả năng tối ưu hóa cơ cấu tài chính

HDG có khả năng cân đối tài chính tốt nhờ (1) triển khai các dự án có quy mô phù hợp với năng lực tài chính và (2) tận dụng nguồn vốn huy động từ khách hàng. Điều này giúp công ty có thể tối ưu chi phí, tránh được các rủi ro tài chính cũng như có thể lựa chọn thời điểm tối ưu để phát triển các dự án BĐS.

ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Tiếp tục duy trì ổn định

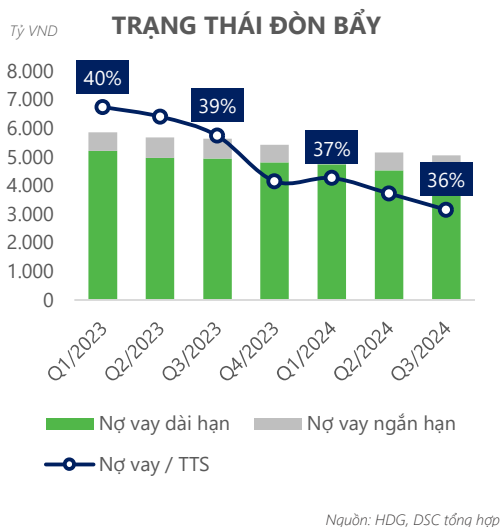
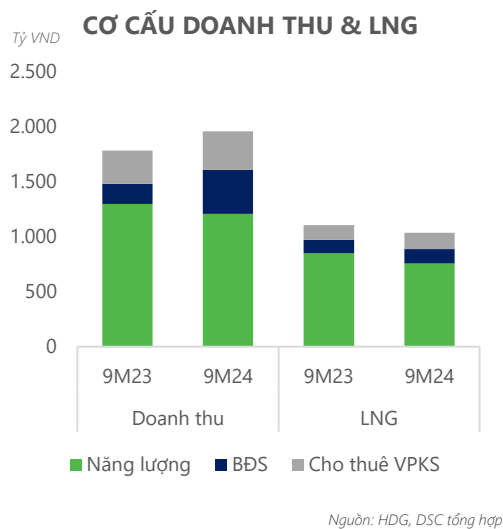
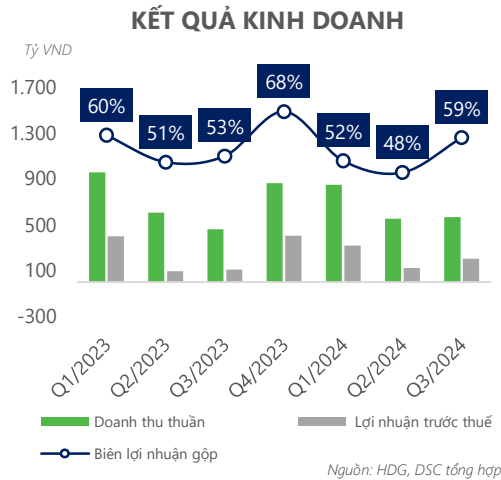
Kết thúc quý 3/2024, HDG ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 567 tỷ VND (+23% YoY) và 181 tỷ VND (+83% YoY). Động lực tăng trưởng kết quả kinh doanh chủ yếu dựa trên mảng năng lượng khi chu kỳ thủy văn thuận lợi, trong khi BĐS dân cư không ghi nhận doanh thu mới trong kỳ. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng vẫn được giữ ở mức cao, lần lượt đạt 59% và 32%. Cụ thể chi tiết các mảng như sau:

Mảng bất động sản: Trong Q3/2024 công ty không ghi nhận doanh thu do chưa mở bán các sản phẩm cuối cùng của dự án Charm Villas. Dù vậy tính chung 9M2024 vẫn ghi nhận tăng trưởng doanh thu 117% YoY nhờ GD2 của dự án này.

Mảng cho thuê VPKS: Nhờ nhu cầu hồi phục nên doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt tăng trưởng 15% YoY và 12% YoY.

Mảng năng lượng: Đánh dấu sự hồi phục của thủy điện khi sản lượng thủy điện tăng 32% YoY trong kỳ, trong khi sản lượng điện gió và điện mặt trời đi ngang. Dù vậy tính chung 9 tháng đầu năm 2024 sản lượng vẫn sụt giảm 13% so với năm ngoái do ảnh hưởng của El Nino vẫn tác động trong 2 quý đầu năm.

Lũy kế 9 tháng đầu năm HDG đạt doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 1.965 tỷ (-3% YoY) và 545 tỷ (+2% YoY), mới chỉ hoàn thành 68% chỉ tiêu doanh thu và 56% chỉ tiêu lợi nhuận cả năm.



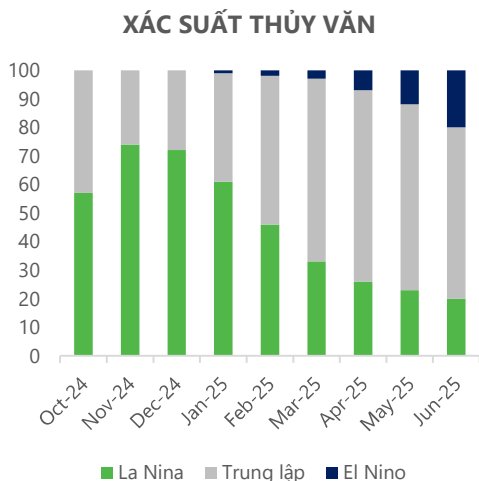
Trạng thái đòn bẩy luôn được duy trì ở mức hợp lý

Tính đến cuối Q3/2024 tổng nợ vay của HDG đạt 5.047 tỷ, giảm 7% so với đầu năm và chỉ chiếm 36% tổng nguồn vốn, duy trì cơ cấu tài chính an toàn. Khả năng cân đối tài chính đã luôn là ưu điểm của HDG, thể hiện qua các dự án BĐS trong quá khứ khi công ty thường sử dụng ít tiền vay để thực hiện các dự án này.

Ở thời điểm hiện tại, do chưa thực hiện dự án BĐS mới nên dư nợ vay này chủ yếu để tài trợ cho các dự án năng lượng tái tạo.

LUẬN ĐIỂM 1:

Thủy điện được hỗ trợ bởi La Nina



Nguồn: IRI, DSC tổng hợp

HDG

CTCP Tập đoàn Hà Đô



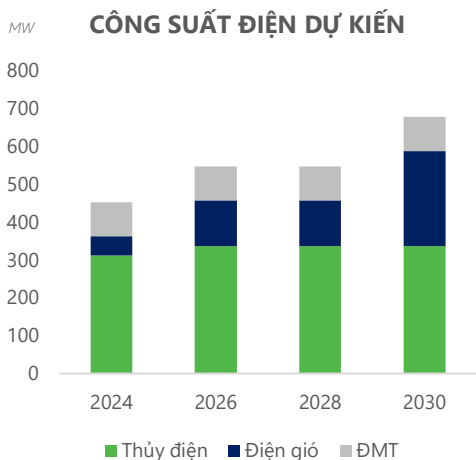
Các tín hiệu khả quan từ mảng kinh doanh điện

Theo số liệu ENSO từ Trường Khí hậu Columbia, xác suất xảy ra hiện tượng La Nina và Trung tính vẫn sẽ tiếp tục chiếm ưu thế tới tháng 5/2025. Việc này sẽ hỗ trợ đáng kể lưu lượng nước tại các hồ chứa, cải thiện sản lượng cho các nhà máy thủy điện. Với danh mục thủy điện sở hữu có công suất lên tới 312 MW, lớn thứ hai trong các doanh nghiệp được niêm yết trên VNINDEX, chúng tôi cho rằng các nhà máy thủy điện của HDG sẽ được hưởng lợi đáng kể trong chu kỳ La Nina, đặc biệt là trong giai đoạn phát điện cao điểm là cuối quý 1 - giữa quý 2 hàng năm.

Tính riêng Q3/2024, sản lượng thủy điện của HDG đạt 311 triệu kWh (+30% YoY). Dù vậy, lũy kế 9TH2024, sản lượng thủy điện của HDG chỉ đạt 603 triệu kWh, sụt giảm 13% YoY do ảnh hưởng của chu kỳ El Nino vẫn tác động trong giai đoạn 2 quý đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện cả năm sẽ đạt ~1,1 tỷ kWh tương ứng cùng kỳ năm ngoái, đồng thời kỳ vọng sản lượng sẽ đạt mức tăng trưởng ~20% YoY trong năm 2025.

Danh sách các dự án điện đang vận hành

Loại hình	Nhà máy	Địa điểm	Công suất (MW)
Thủy điện	Za Hưng	Quảng Nam	30
	Nam Phong	Quảng Nam	30
	Nhạn Hạc	Nghệ An	58
	Sông Tranh 4	Quảng Nam	48
	Dak Mi 2	Quảng Nam	146
Điện mặt trời	Hồng Phong 4	Bình Thuận	40
	Infra	Ninh Thuận	50
Điện gió	Ninh Thuận 7A	Ninh Thuận	50



Nguồn: HDG, DSC tổng hợp

Tiếp tục đẩy mạnh công tác đầu tư vào năng lượng tái tạo

Theo định hướng thực hiện Quy hoạch điện VIII, HDG dự kiến triển khai dự án điện gió 7A mở rộng và Phước Hữu trong giai đoạn 2023-2025, tiếp theo là các dự án Bình Gia và Lộc Bình trong giai đoạn 2026-2030. Hiện tại, các dự án này vẫn chưa được khởi công do công ty đang chờ quyết định về giá mua điện chính thức từ Bộ Công Thương để đưa ra phương án đầu tư phù hợp.

Trong dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng mảng Năng lượng của HDG nhờ khả năng tối ưu chi phí cao và tiềm năng gia tăng công suất lớn trong tương lai (HDG dự kiến phát triển thêm 805 MW NLTT, tương ứng 5,4 lần công suất hiện có).

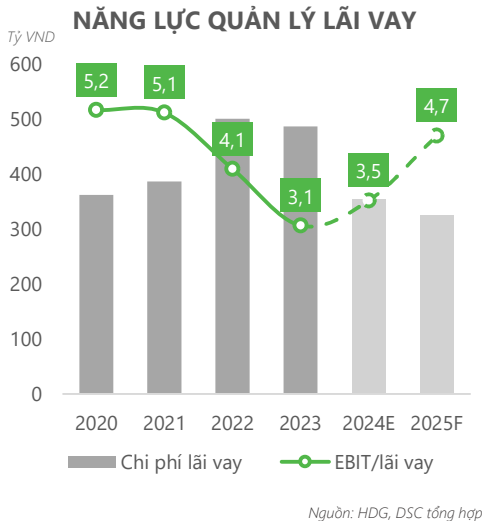
LUẬN ĐIỂM 2:

Tín hiệu tích cực từ mảng BĐS

HDG

CTCP Tập đoàn Hà Đô

DSC



Những lợi thế trong khả năng kinh doanh BĐS

HDG tập trung triển khai các dự án tại Hà Nội và TP. HCM do nhu cầu BĐS thương mại và BĐS nhà ở tại hai địa điểm này rất cao. Đồng thời các sản phẩm do HDG cung cấp thường có quy mô nhỏ nhưng vị trí đẹp, tập trung vào phân khúc trung cấp phù hợp với nhu cầu tại Hà Nội và TP. HCM nên dễ dàng đạt được tỷ lệ hấp thụ tốt.

Ngoài ra, HDG thường sử dụng rất ít vốn vay nhờ (1) triển khai các dự án có quy mô phù hợp với năng lực tài chính và (2) tận dụng nguồn vốn huy động từ khách hàng. Điều này giúp công ty có thể tối ưu chi phí, tránh được các rủi ro tài chính cũng như có thể trì hoãn, kéo dài thời gian triển khai các dự án, lựa chọn thời điểm phù hợp để tối ưu lợi nhuận.

Charm Villas và các dự án trong tương lai

Sau khi đã ghi nhận xong phần doanh thu cuối cùng của giai đoạn 2 dự án Charm Villas trong Q2/2024, HDG dự định sẽ mở bán nốt giai đoạn 3 từ cuối năm nay. Giai đoạn này gồm 108 sản phẩm nhà biệt thự, nhà liền kề, đã hoàn thành xây dựng với pháp lý đầy đủ. Công ty lên kế hoạch sẽ mở bán 20 căn trong tháng 12/2024 và các căn còn lại trong năm 2025. Chúng tôi ước tính giá bán của đợt mở bán cuối rơi vào khoảng 135 - 155 triệu VND/m², kỳ vọng sẽ ghi nhận toàn bộ phần còn lại của dự án trong giai đoạn 2025 - 2027 với doanh thu ước tính là 5.169 tỷ VND

Ngoài ra, trong giai đoạn 2026 - 2027, hai dự án Green Lane và Minh Long dự kiến sẽ đem lại dòng tiền gối đầu cho doanh nghiệp nhờ tháo gỡ pháp lý thông qua việc triển khai Nghị quyết thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất. Chúng tôi kỳ vọng hai dự án này sẽ có tỷ lệ hấp thụ cao khi nhu cầu đối với nhà ở trung cấp tại TP. HCM ngày càng tăng trong khi nguồn cung còn hạn chế.

Các dự án BĐS chuẩn bị triển khai

Loại hình	Hado Minh Long	Hado Greenlane
Quy mô	2,7 ha	2,3 ha
Tổng mức đầu tư	4.400 tỷ VND	3.500 tỷ VND
Địa điểm	Thành phố Thủ Đức, TP. HCM	Đường Phạm Thế Hiển, P.7, Q.8, TP. HCM
Sản phẩm	3 tòa chung cư + 100 căn liền kề	3 tòa chung cư (1.231 căn)
Tiến độ	- Đất sạch, đã giải phóng mặt bằng - Đang điều chỉnh quy hoạch - Cần chuyển đổi mục đích sử dụng đất	- Đất sạch, đã giải phóng mặt bằng - Đã có QH 1/500 nhưng đang xin điều chỉnh quy hoạch. - Cần chuyển đổi mục đích sử dụng đất

Nguồn: HDG, DSC tổng hợp

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC kỳ vọng trong năm 2025 HDG sẽ tăng trưởng vượt bậc với DTT và LNST lần lượt đạt 4.325 tỷ (+63% YoY) và 1.557 tỷ (+89% YoY). Động lực cho tăng trưởng này bao gồm:

- (1) Doanh thu mảng năng lượng tăng 9% nhờ các nhà máy thủy điện hoạt động tốt hơn so với cùng kỳ.
- (2) Dự án Charm Villas sẽ có tỷ lệ hấp thụ cao trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng bất động sản sẽ đóng góp khoảng 1.800 tỷ đồng doanh thu trong năm 2025.

Định giá

DSC sử dụng hai phương pháp định giá, bao gồm SOTP và P/B với tỷ trọng 50/50 với kỳ vọng dự án Charm Villas GĐ3 sẽ đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh năm 2025.

Mức giá mục tiêu hợp lý cho cổ phiếu trong năm 2025 là **32.400 VND/cổ phiếu**, tương ứng mức P/B mục tiêu là 1,8 lần.

Thống kê báo cáo phân tích trong 6 tháng gần nhất của các CTCK đối với cổ phiếu HDG, giá mục tiêu bình quân là 33.200 VND/cổ phiếu.

(Tỷ VND)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2.889	2.654	4.325
% DTT (YoY)	-19%	-8%	63%
Lợi nhuận gộp	1.723	1.539	2.682
Lợi nhuận sau thuế	866	823	1.557
% LNST (YoY)	-36%	-5%	89%

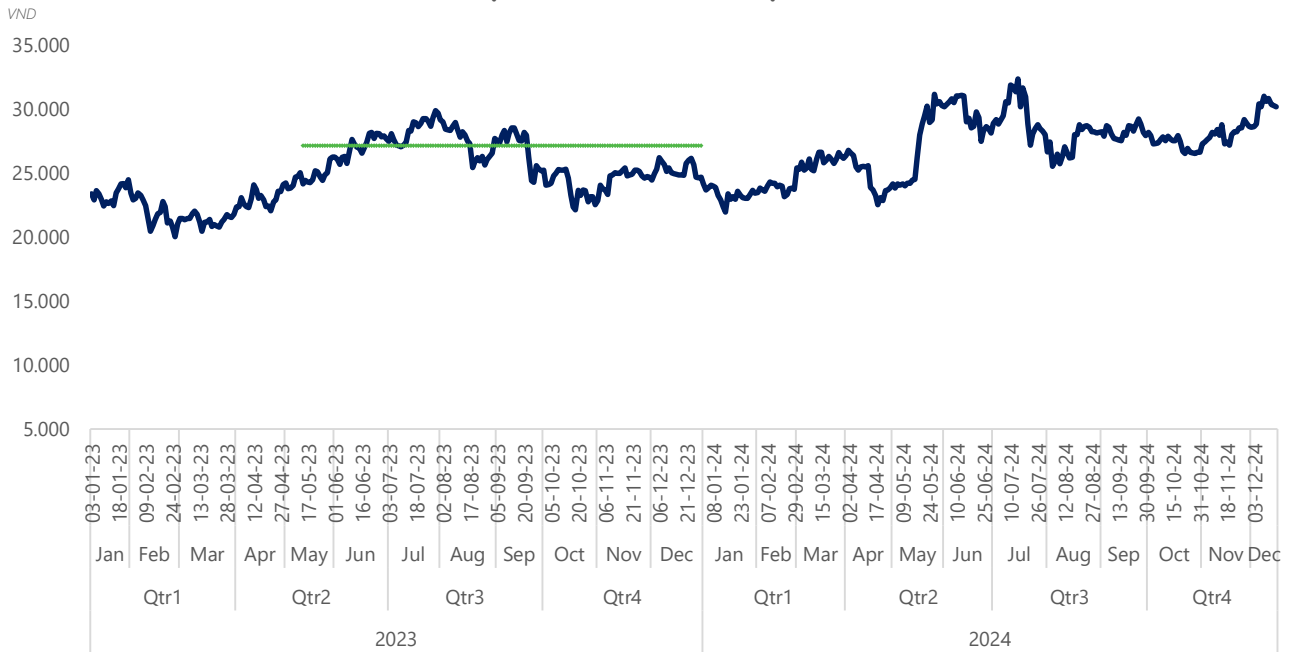
Mảng định giá	Phương pháp	Giá trị
Sản xuất điện	DCF	10.975
BĐS Nhà ở	NAV	2.825
BĐS cho thuê & khách sạn	DCF	1.538
Tổng		15.338
(-)Nợ vay		5.047
(+)Tiền mặt		1.025
(-)Lợi ích cổ đông thiểu số		1.368
Giá trị DN (tỷ VND)		9.948
Số lượng cổ phiếu (triệu)		336
Giá cổ phiếu (SOTP)		29.578

Định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
P/B	11.840 Tỷ VND	50%
<i>P/B mục tiêu</i>	<i>1,3 lần</i>	
SOTP	9.948 Tỷ VND	50%
Giá trị hợp lý	10.894 Tỷ VND	
SLCPLH	336 Triệu	
Giá mục tiêu	32.400 VND	



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

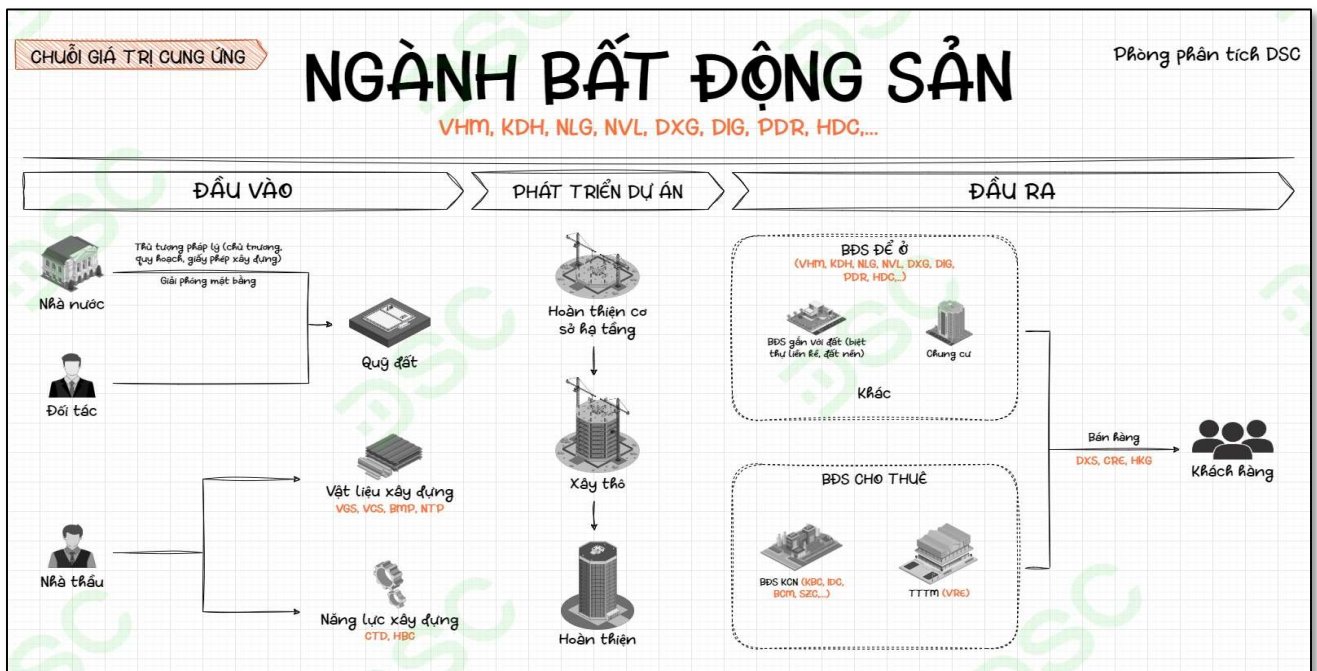


• Lịch sử khuyến nghị

— Giá

*Lịch sử khuyến nghị là giá mục tiêu của cổ phiếu được xác định bởi báo cáo gần nhất ở thời điểm đó

MÔ HÌNH KINH DOANH



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. 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.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC 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 DSC 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 DSC 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 DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHẼNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỜI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,


GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phan Duy Thành

Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

 (024) 3880 3456

 info@dsc.com.vn