MUA

BSC

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)

14/11/2019

Khuyến nghị	MUA
Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)	
hanhntk@bsc.com.vn	
Giá mục tiêu	**42,300**
Giá đóng cửa	34,800
Upside	21.5%
Nguyễn Tiến Đức (PTKT)	
ducnt@bsc.com.vn	
Giá mục tiêu	**42,000**
Giá cut loss	33,000

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	118.648
Vốn hóa (tỷ đ)	4,070
Giá cao nhất 52 tuần	45,000
KLGĐTB 10 phiên (cp)	282,571
Sỡ hữu nước ngoài	15.5%

Diễn biến giá cổ phiếu (1 năm)

Tổng quan doanh nghiệp

Với kinh nghiệm 15 năm hoạt động kinh doanh bất động sản, HDG là một trong những uy tín trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản, có sức cạnh tranh và hoạt động kinh doanh hiệu quả trong ngành xây dựng. Trong thời gian tới, HDG có chiến lược chuyển mạnh sang kinh doanh bất động sản cho thuê khi các dự án cao ốc và khách sạn hoàn thành.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu năm 2019 là **42,300 đồng/CP (upside +21.5%)** dựa trên phương pháp định giá từng phần.

Dự báo kết quả kinh doanh

Chúng tôi dự báo năm năm 2019, doanh thu thuần của HDG đạt 4,422 tỷ đồng (+37.3%YoY), biên lợi nhuận gộp được tăng từ 38.6% lên 42%. LNST dành cho cổ đông công ty mẹ dự báo đạt 845 tỷ (+33.4% YoY), EPS 2019F = 7,030 đồng/CP, P/E fw = 5 lần.

Luận điểm đầu tư (*Chi tiết trang 9*)

(1) Dự án Hado Centrosa Garden tạo điểm rơi lợi nhuận cho mảng bất động sản vào năm 2020. Quỹ đất 124 ha là tiền đề cho tăng trưởng trong thời gian tới.

(2) Mảng năng lượng đóng góp ngày càng lớn trong cơ cấu lợi nhuận, hỗ trợ cho mảng bất động sản.

(3) Định giá hấp dẫn P/E T12M = 3.7 lần.

Rủi ro đầu tư

- Các dự án bất động sản sau 2020 không được triển khai đúng tiến độ
- Nhu cầu vốn lớn cho các dự án bất động sản và năng lượng 2019-2023
- Chu kỳ Elnino làm ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của mảng thủy điện

Cập nhật doanh nghiệp (*Chi tiết trang 20*)

(1) **Kết quả kinh doanh 9T2019**: Tổng doanh thu 3,118 tỷ (+132% YoY), LNST 795 tỷ (gấp 3.5 lần cùng kỳ, tương ứng hoàn thành 64% và 100% kế hoạch năm.

(2) **Tiến độ phát hành TP kèm chứng quyền 500 tỷ:** HDG đang hoàn tất các thủ tục để ký hợp đồng và giải ngân trong quý IV/2019.

(3) **HDG dự kiến tạm ứng 10% cổ tức 2019 bằng tiền mặt.**

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
Tổng tài sản (tỷ)	6,700	8,416	11,087	15,701	22,125
Vốn CSH (tỷ)	1,834	2,084	2,691	3,385	4,808
Doanh thu (tỷ)	1,988	2,297	3,221	4,390	6,533
LNST (tỷ)	236	178	633	741	1,137
EPS (đ)	3,109	1,936	6,873	6,159	9,295
ROS	11.8%	7.8%	19.7%	16.9%	17.4%
ROE	15.0%	9.1%	26.5%	24.4%	27.8%
ROA	4.8%	2.4%	6.5%	5.5%	6.0%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **HDG** với **giá trị hợp lý cho năm 2019 là 42,300 đồng/CP** dựa trên phương pháp định giá từng phần đối với các mảng hoạt động của công ty gồm (1) Bất động sản; (2) Năng lượng; (3) Khách sạn, văn phòng cho thuê; và (4) Xây lắp.

Điểm rơi lợi nhuận mảng bất động sản năm 2020

- Dự án Hado Centrosa Garden tạo điểm rơi lợi nhuận cho mảng bất động sản vào năm 2020 với tổng doanh thu ước đạt 4,465 tỷ (+56% YoY), biên LNG ước tính 43%
- Các dự án đang triển khai Hado Charm Villas (Dragon City), Nongtha Central Park (Lào) và Hado Green Lane sẽ ghi nhận trong 2020-2023.
- Quỹ đất 124 ha là tiền đề cho tăng trưởng trong thời gian tới.

Mảng năng lượng đóng góp ngày càng lớn trong cơ cấu lợi nhuận, hỗ trợ mảng bất động sản

- Công suất 159 MW hiện tại sau khi được huy động với hiệu suất xấp xỉ 100% từ 2020 ước tính có thể mang lại doanh thu ổn định khoảng 730-780 tỷ đồng/năm. Biên LNG dự báo tăng dần lên mức 75-80%
- Thủy điện Sông Tranh 4 và Đăk Mi 2 sẽ tăng công suất mảng năng lượng của HDG từ 159 MW lên 353 MW (+122%) dự kiến từ 2021.

Định giá hấp dẫn

- P/E T12M = 3.7 lần là hấp dẫn xét trong tương quan với tiềm năng tăng trưởng của công ty trong dài hạn.
- Mức định giá này của HDG thấp hơn đáng kể so với nhóm DN có hoạt động SXKD tương tự (DPG, REE và PC1) là 7.6 lần

Định giá doanh nghiệp

- Giá trị mảng bất động sản ước tính 2,659 tỷ đồng, trong đó BSC áp dụng phương pháp RNAV đối với các dự án Centrosa, Greenlane, Charm Villas; các dự án còn lại tính theo BV. Tỷ lệ chiết khấu từ 13-15%.
- Giá trị mảng năng lượng ước tính 4,409 tỷ đồng. Các dự án đã hoạt động định giá bằng phương pháp DCF, tỷ lệ chiết khấu từ 10-13%. Dự án Sông Tranh 4 và Đăk Mi 2 tính theo giá trị sổ sách tại 30/06/2019.
- Mảng bất động sản thương mại và khách sạn có giá trị 994 tỷ (DCF) và mảng xây lắp ước tính theo P/E có giá trị khoảng 78 tỷ.

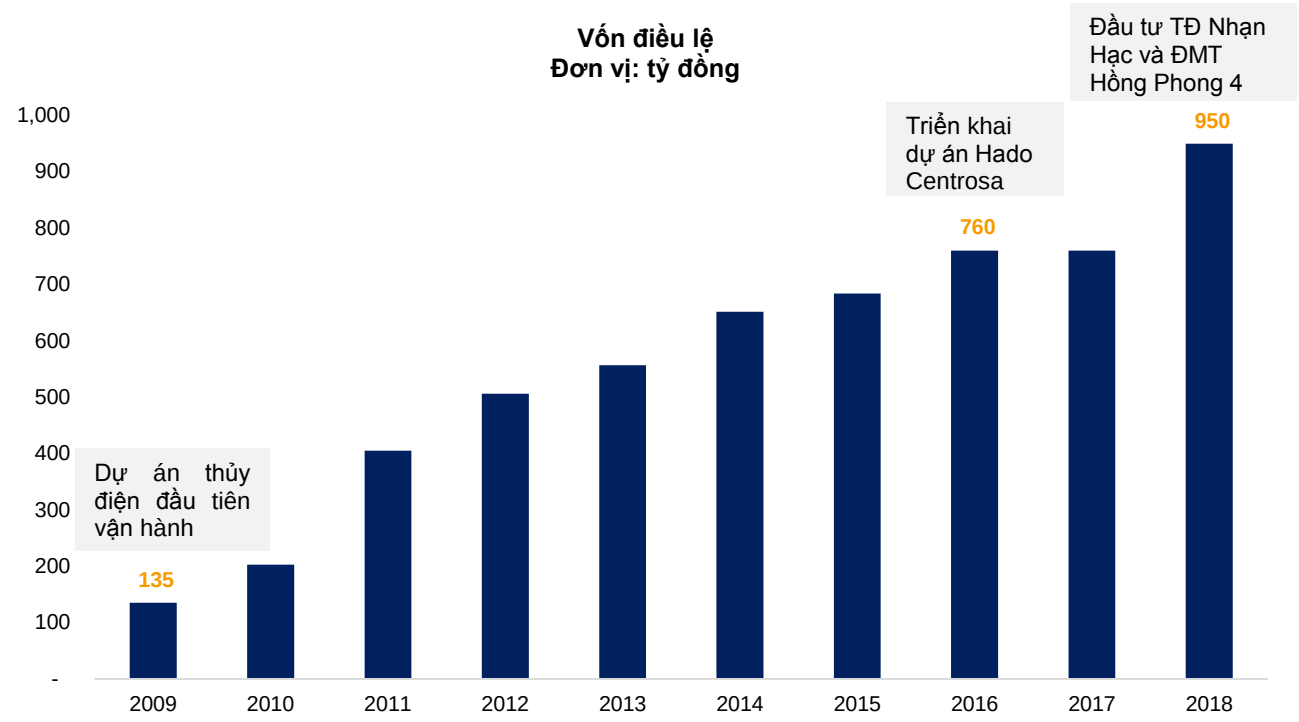
Rủi ro đầu tư

- Các dự án bất động sản sau 2020 không được triển khai đúng tiến độ
- Nhu cầu vốn lớn cho các dự án bất động sản và năng lượng 2019-2023
- Chu kỳ Elnino làm ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của mảng thủy điện

Tổng quan doanh nghiệp

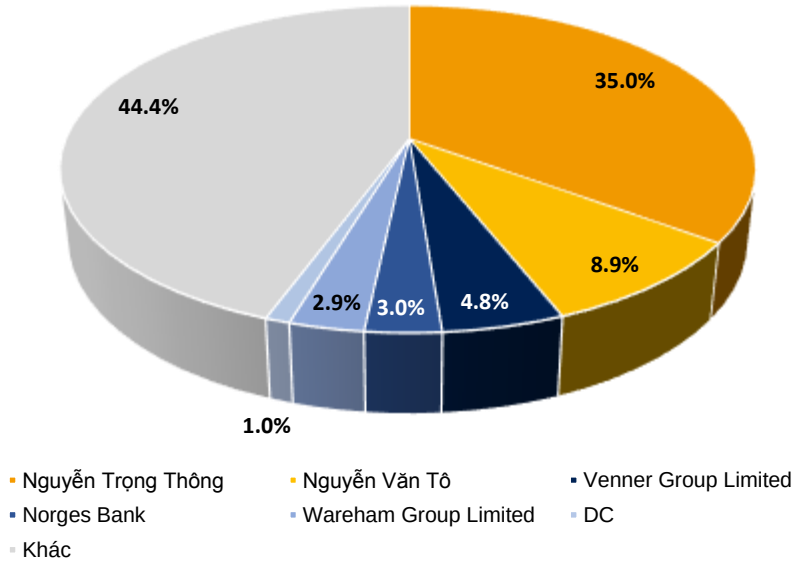
Tập đoàn Hà Đô tiền thân là Công ty xây dựng Hà Đô, hoạt động trong lĩnh vực xây dựng. Trải qua 28 năm phát triển, Hà Đô đã trở thành tập đoàn đầu tư với 3 mảng hoạt động trụ cột là (1) Bất động sản; (2) Xây lắp và (3) Năng lượng.

Lịch sử phát triển và tăng vốn



Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

Cơ cấu cổ đông



Sau khi thoái vốn khỏi HDG năm 2017, nhà nước (đại diện là Bộ Quốc Phòng) hiện không sở hữu cổ phần HDG.

Cổ đông nội bộ và người có liên quan là nhóm cổ đông lớn nhất, nắm giữ 45% công ty. Về phía các cổ đông nước ngoài, nhóm cổ đông liên quan đến Dragon Capital hiện sở hữu khoảng 6.8% cổ phần.

Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

Tổng quan doanh nghiệp

Cấu trúc doanh nghiệp

Xây lắp	Bất động sản	Năng lượng
CTCP Hà Đô 1 (51%)	**Công ty mẹ (100%)** - Hado Charm Villas - Hỗn hợp Dịch Vọng - CC3 - Khách sạn IBIS và các tòa nhà văn phòng	**CTCP Za Hưng (51.75%)** - TĐ Nậm Pông (30 MW) - TĐ Za Hưng (30 MW) - TĐ Nhạn Hạc (59 MW)
CTCP Hà Đô 45 (51%)	**CT Hà Đô 756 Sài Gòn (89%)** - Hado Centrosa Garden	**CTCP Sông Tranh 4 (60%)** - TĐ Sông Tranh 4 (48 MW)
CTCP Hà Đô MEE (51%)	**CT Hà Đô Quốc tế (100%)** - Nongtha Central Park	**Hà Đô Bình Thuận (83%)** - ĐMT Hồng Phong 4.1
	CT Bình An Riverside (99%) - Hado Green Lane *(mua 70% 2017 và 29% 2018)*	**CTCP Agrita Quảng Nam (98%)** - TĐ DawkMi 2 (98 +48 MW) (*44% 2017 và 51% 2019)*
	CT Khánh Hà (70.9%) - Allia Bảo Đại *(tăng thêm 5.9% vào T7/2019)*	**Hà Đô Ninh Thuận (75%)** - ĐMT/ Gió *(75% năm 2019 góp vốn)*
	CT Minh Long (100%) - Kha Vạn Cân *(100% mua mới 2019)*	
	CTCP Thiết bị giáo dục 1 (99%) - Phan Đình Giót - Tạ Quang Bửu - Cát Bi – Hải Phòng - Hưng Yên (*mua 39% 2017 và 59.77% 2019)*	

Tổng quan doanh nghiệp

Hoạt động kinh doanh

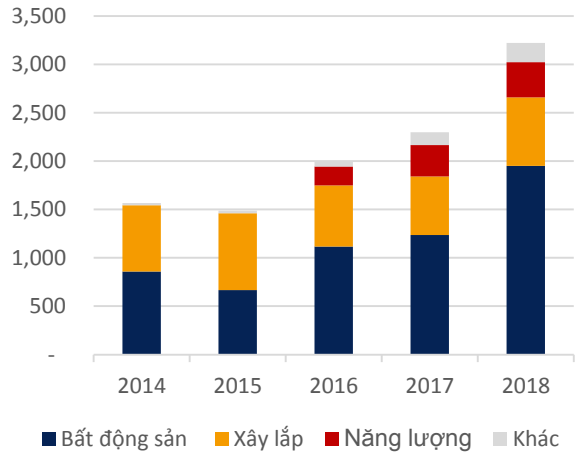
Bất động sản; Xây lắp và Năng lượng là ba mảng hoạt động trụ cột của Hà Đô trong thời gian tới. Chiến lược của HDG là tăng tỷ trọng đóng góp của mảng năng lượng trong cơ cấu doanh thu.

	2014	2015	2016	2017	2018	1H2019
Cơ cấu tài sản theo mảng hoạt động						
Bất động sản	**69.8%**	**58.7%**	**55.9%**	**63.2%**	**61.0%**	**52.5%** ↓
Xây dựng	23.4%	20.9%	9.6%	8.1%	6.2%	4.4%
Thủy điện			**23.9%**	**20.3%**	**24.1%**	**38.7%** ↑
Hoạt động khác	6.9%	20.4%	10.7%	8.5%	8.7%	4.4%
Cơ cấu vốn CSH theo mảng hoạt động						
Bất động sản	**72.0%**	**49.7%**	**33.4%**	**31.4%**	**37.4%**	**45.5%**
Xây dựng	14.6%	10.2%	6.2%	5.7%	5.2%	3.0%
Thủy điện			**31.6%**	**34.5%**	**41.0%**	**44.6%** ↑
Hoạt động khác	13.4%	40.1%	28.9%	28.4%	16.4%	6.8%

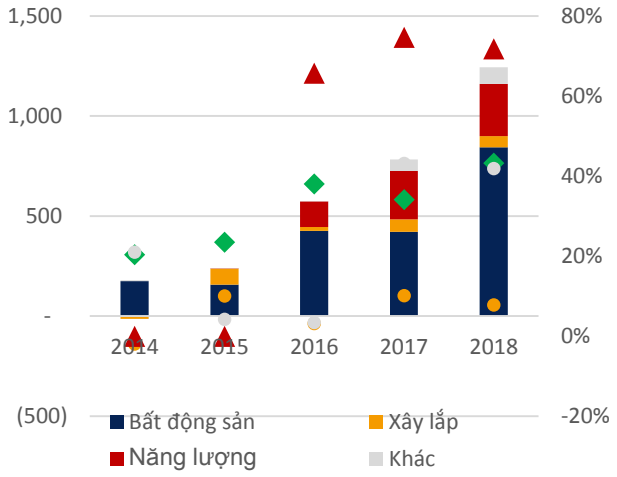
Nguồn: HDG, BSC Research

Bất động sản và năng lượng là 2 mảng đóng góp lợi nhuận chính cho HDG, với tỷ trọng đóng góp trong lợi nhuận gộp năm 2018 lần lượt là 67% và 21%. Biên lợi nhuận gộp mảng năng lượng cao vượt trội so với các mảng hoạt động khác. Mảng BĐS duy trì biên LNG từ 20-40% nhờ lợi thế về quỹ đất giá vốn thấp.

Cơ cấu doanh thu
(Đơn vị: tỷ đồng)



Cơ cấu và biên lợi nhuận gộp các mảng hoạt động



Nguồn: HDG, BSC Research

Mảng bất động sản

Mảng bất động sản phát triển từ nền tảng hoạt động xây lắp, với nhiều dự án được triển khai thành công, tỷ suất lợi nhuận cao.

- Các dự án Hà Đô đã triển khai (ngoại trừ Hado Centrosa Garden) thường có **quy mô vừa phải, vị trí đẹp, phân khúc trung cấp, hướng tới nhu cầu thật** tại các thành phố lớn như Hà Nội và TP Hồ Chí Minh. Do đó, **thời gian bán hàng tương đối ngắn (trong vòng 1 năm)** giúp công ty có thể tận dụng nguồn trả trước của khách hàng và nhanh chóng thu hồi vốn.
- Các dự án triển khai trong giai đoạn trước thường xây dựng trên các khu đất có nguồn gốc quốc phòng và được tích lũy trong giai đoạn dài nên **giá vốn đất thấp**. Đây chính là một yếu tố giúp công ty duy trì được **biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản ở mức cao** (thấp nhất 17%-20% trong giai đoạn 2014-2015, bình quân 31% trong giai đoạn 2013-2018).

Dự án Hado Centrosa là dự án khu đô thị quy mô lớn đầu tiên được HDG triển khai với 115 căn liền kề và 2,187 căn hộ cao tầng trên tổng diện tích dự án 6.85 ha. Bên cạnh yếu tố thời gian triển khai hợp lý (thị trường BĐS trong giai đoạn hồi phục), dự án được hấp thụ tương đối nhanh (mở bán năm 2016 và hoàn tất bán hàng năm 2018) nhờ nhu cầu thực, vị trí đẹp và tiện ích phát triển. Doanh thu từ dự án ước trên 10,000 tỷ, được ghi nhận từ 2017 (phần thấp tầng) đến 2020 (phần căn hộ cao tầng).

Chiến lược mở rộng quỹ đất trong thời gian tới của Hà Đô là thông qua hoạt động M&A, bám sát quy hoạch hạ tầng giao thông tại các thành phố lớn. Năm 2018, HDG mua chi phối 100% CT TNHH mua bán nợ Minh Long Sài Gòn, bổ sung vào quỹ đất 2.7 ha tại Kha Vạn Cân (Thủ Đức, HCMC). Năm 2019, công ty hoàn tất mua thêm, nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Thiết bị giáo dục 1 lên 99% để sở hữu thêm 3.83 ha đất tại các vị trí đắc địa ở Quận Hai Bà Trung (Hà Nội), Cát Bi (Hải phòng) và Hưng Yên.

Mảng năng lượng

Hà Đô bắt đầu hợp nhất mảng năng lượng từ năm 2016 sau khi nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Za Hưng từ 37% lên 52%.

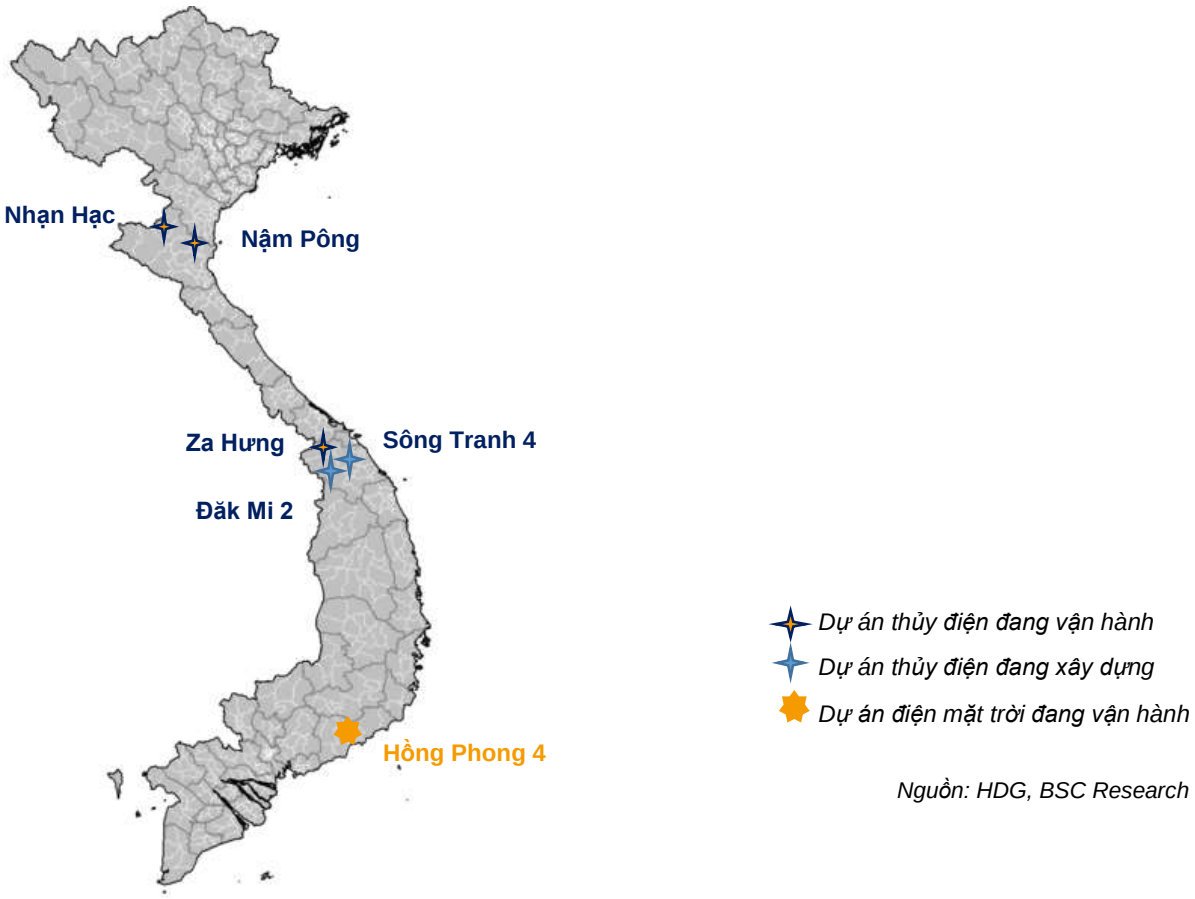
Năm 2019, tổng công suất phát điện của Hà Đô là 159 MW (119 MW thủy điện và 40 MW điện mặt trời) đều được hưởng những chính sách giá tốt. Cả 3 nhà máy thủy điện của Hà Đô hiện đều được hưởng biểu giá chi phí tránh được áp dụng cho các thủy điện nhỏ (công suất dưới 30MW) và cụm thủy điện bậc thang có tổng công suất dưới 60 MW (có nhà máy đầu tiên vận hành công suất dưới 30MW). Giá bán điện bình quân của các nhà máy của Hà Đô tương đối cao, dao động từ 1,030 – 1,600 đồng/ kWh, cao hơn so với bình quân các nhà máy thủy điện khoảng 1,000 đồng/kWh (Theo ước tính của Cục Điện lực và năng lượng tái tạo, Bộ Công Thương). Tương tự,dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 của Hà Đô phát điện thương mại từ 04/06/2019 nên được hưởng giá bán điện cao, ở mức 9.35 cents/ kWh trong suốt vòng đời dự án (20 năm).

Bên cạnh đó, HDG tiếp tục nghiên cứu đánh giá một số dự án năng lượng tái tạo trong giai đoạn 2020-2021, tổng mức đầu tư kế hoạch gần 12,000 tỷ, bao gồm dự án điện mặt trời Bắc Ái (Ninh Thuận) 120 MW; điện gió: Ea H'leo (Đắk Lắk) 57 MW, 7A (Ninh Thuận) 50 MW, Hàm Kiệm (Bình Thuận) 15MW, Tiến Thành (Bình Thuận) 20 MW, Số 13 (Sóc Trăng) 42 MW. Các dự án này đang trong giai đoạn nghiên cứu khảo sát và hoàn tất thủ tục pháp lý nên chúng tôi chưa đưa vào dự báo kết quả kinh doanh cũng như định giá của công ty.

Bảng: Các dự án năng lượng đang hoạt động/ đầu tư

	Năm vận hành	Vị trí	Công suất (MW)	Công suất (triệu kWh/năm)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)
Thủy điện						
Za Hưng	2009	Quảng Nam	30	123	503	17
Nậm Pông	2013	Nghệ An	30	123	796	27
Nhạn Hạc	2018	Nghệ An	59	220	1,881	32
Sông Tranh 4 (*)	2020	Quảng Nam	48	180	1,700	35
Đăk Mi 2 (*)	2020	Quảng Nam	98+48	450	3,100	21
Điện mặt trời						
Hồng Phong 4	2019	Bình Thuận	40	98	1,100	28
Tổng công suất hiện tại			**159**	**564**		
Tổng công suất sau 2020			**353**	**1,194**		

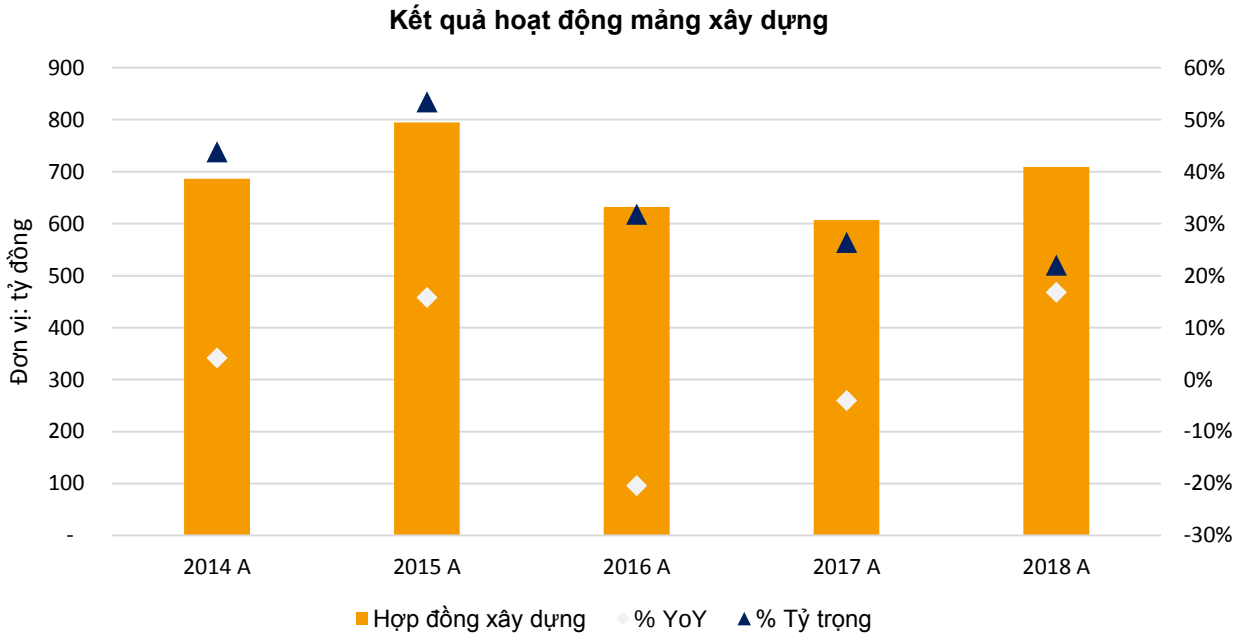
Nguồn: HDG, BSC Research. (*) Đang triển khai: Sông Tranh 4 và Đăk Mi 2 dự kiến phát điện thương mại lần lượt vào Quý 2/2020 và Quý 1/2021.



Nguồn: HDG, BSC Research

Mảng xây dựng

Xây dựng là hoạt động kinh doanh đầu tiên của Tập đoàn Hà Đô. Trải qua 30 năm phát triển, hoạt động xây lắp của tập đoàn được đa dạng với nhiều công nghệ như xây dựng móng hầm, xây nhà cao tầng, hệ thống M&E, đường giao thông, nhà máy điện mặt trời. **Bên cạnh thi công các dự án của tập đoàn (**ước tính khoảng 40-60% tổng thu từ xây dựng hàng năm), **các công ty xây dựng còn thi công các dự án bên ngoài, đóng góp từ 25% đến 40% tổng doanh thu.**



Nguồn: HDG, BSC Research

Mảng cho thuê khách sạn, bất động sản đầu tư

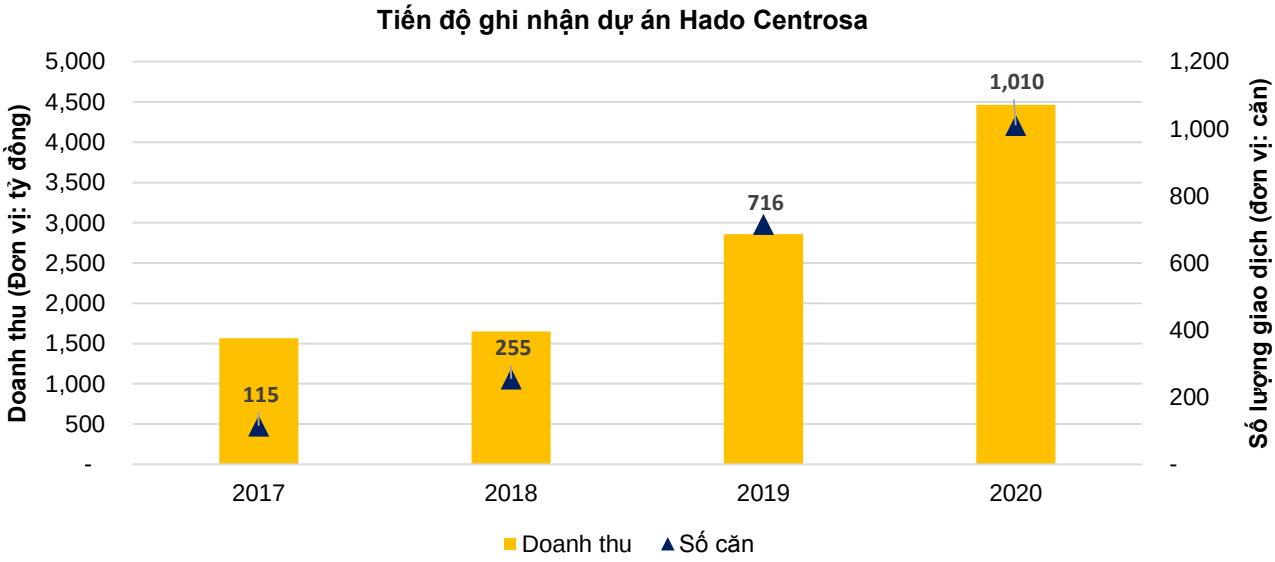
Hoạt động kinh doanh khách sạn nghỉ dưỡng, văn phòng cho thuê và quản lý các dự án BĐS giúp cho tập đoàn khép kín chuỗi cung ứng và kinh doanh, khai thác BĐS, mang lại nguồn doanh thu ổn định khoảng 80-90 tỷ/năm (chiếm 2-3%) và 4-5% lợi nhuận gộp cho toàn công ty. Tỷ lệ lấp đầy bình quân với mảng khách sạn và văn phòng lần lượt là 83% và 100%.

Chúng tôi ước tính diện tích cho thuê trong thời gian tới sẽ tăng lên đáng kể khi các tầng thương mại của Hado Centrosa đi vào khai thác (+12-16%), mang lại lợi nhuận hoạt động (EBIT) 90-120 tỷ /năm (10% EBIT 2019F của HDG).

Luận điểm đầu tư

Điểm nhấn 1: Dự án Hado Centrosa Garden tạo điểm rơi lợi nhuận cho mảng bất động sản vào năm 2020. Quỹ đất 124 ha là tiền đề cho tăng trưởng trong thời gian tới.

Tòa Iris còn lại của dự án Hado Centrosa Garden dự kiến sẽ được hạch toán hết trong năm 2020 với tổng doanh thu ước đạt 4,416 tỷ. Đây là 4 blocks cuối cùng của đại dự án Hado Centrosa Garden, đã bán hết trong năm 2018, chỉ đợi hoàn thiện để bàn giao cho khách hàng. Hiện tại, 4 blocks này đều đã hoàn tất xây thô và đang trong giai đoạn hoàn thiện, nên chúng tôi đánh giá toàn bộ dự án sẽ đủ điều kiện ghi nhận trong 2020.



Nguồn: HDG, BSC Research

Doanh thu và lợi nhuận bất động sản sau năm 2020 chủ yếu đến từ các dự án đang và sẽ được triển khai trong 2020 như Hado Charm Villas (Dragon City), Noongtha Central Park (Lào) và Hado Greenlane. Dựa trên tiến độ triển khai, vị trí dự án và loại sản phẩm, chúng tôi đánh giá chỉ có dự án Charm Villas (An Khánh, Hà Nội) có thể đủ điều kiện ghi nhận một số phần thấp tầng trong 2020, với doanh thu ước tính khoảng 300 tỷ đồng.

- **Dự án Hado Charm Villas – Tiềm năng tiêu thụ khá tốt** *(Chi tiết tham khảo Phụ lục 04)*

Tiềm năng:

- **Kết nối giao thông thuận lợi thông qua** Đại lộ Thăng Long và đường vành đai 3: cách đường vành đai 3, đoạn Khuất Duy Tiến 10km về phía Tây; cách KCN cao Hòa Lạc 20km về phía Đông.
- **Hạ tầng tiện ích (**trường học, trung tâm thương mại, khu vui chơi, chăm sóc sức khỏe…) **đầy đủ:** nội khu và được hưởng lợi từ các KĐT lân cận: Vinhomes Thăng Long (3km) , Vinhomes Sportia Tây Mỗ (8km – hiện đang được triển khai)
- **Mật độ xây dựng thấp 18.1% (Vinhomes Thăng Long 27.3%), không gian sống hài hòa với thiên nhiên** như một khu nghỉ dưỡng thu nhỏ do Surbana International Consultants Pte.Ltd (Singapore) thiết kế quy hoạch.
- **Tiềm năng tăng giá** nhờ (1) giá bán hiện tại tương đối thấp,dự kiến 25-40 triệu/m2. Dự án thuộc địa bàn huyện Hoài Đức (dự kiến sẽ lên Quận năm 2020, khiến cho đất trên địa bàn tăng đáng

kể do nhu cầu nhà ở cũng như đầu cơ tăng. HDG cho biết, giá đất nền khu vực lân cận dự án Charm Villas (An Khánh – An Thượng) đã tăng 25% trong 6T2019.

- **Hiện dự án đã hoàn thiện hạ tầng tiện ích, sẵn sàng mở bán trong Q4/2019.**

Bảng: So sánh giá bán dự án Hado Charm Villas

STT	Dự án/ Loại hình căn hộ	Diện tích đất (m2)	Giá bán (triệu/m2)
1	**Đất nền KĐT Nam An Khánh**	540 m2	22-25 triệu/m2
	Biệt thự		
2	Hado Charm Villas	200 - 350 m2	Tối thiểu 40 triệu/m2
3	Vinhomes Thăng Long	150 - 400 m2	60 - 70 triệu/m2
4	Sudico Nam An Khánh	Đơn lập: 400 - 900 m2 Song lập: 300 - 400 m2	Từ 22 triệu/m2 Từ 20 triệu/m2
	Liền kề		
5	Hado Charm Villas	80 - 120m2	Tối thiểu 30 triệu/m2
6	Sudico Nam An Khánh	129 – 260 m2	Từ 17 triệu/m2
	Nhà phố		
8	Sudico Nam An Khánh	188 m2	33 -38 triệu/m2

Nguồn: HDG, batdongsan.com, BSC Research tổng hợp

❖ **Dự án Hado Green Lane – Tiềm năng tiêu thụ tốt** *(Chi tiết tham khảo Phụ lục 04)*

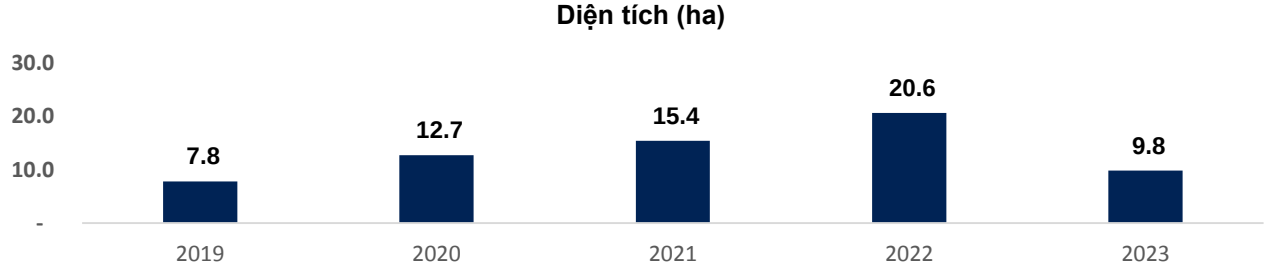
Tiềm năng:

- **Nguồn cung khan hiếm của các dự án BĐS tại TP Hồ Chí Minh dự báo sẽ còn tiếp diễn trong năm 2020** (Chi tiết tham khảo báo cáo Triển vọng ngành Q3.2019 – BSC) giúp **các dự án đã xong pháp lý, đủ điều kiện triển khai được hưởng lợi** do nhu cầu thực của người dân cao.
- **Vị trí trung tâm quận 8, kết nối tốt với các quận trung tâm quận 1, quận 4, 5, và 7,** quy hoạch hạ tầng giao thông và cảnh quan đô thị có nhiều cải thiện
- **Giá bán bình quân 27-30 triệu/m2 cho căn hộ trung cấp, view sông, mật độ xây dựng thấp (27.96%)** được chào bán trong bối cảnh nguồn cung đang khan hiếm là mức giá hấp dẫn.
- **Hiện tại, dự án đang trong quá trình thi công móng, dự kiến mở bán trong Q1/2020.**

Hình: Vị trí đắc địa của dự án Hado Green Lane, Quận 8, HCM

Nguồn: HDG, BSC Research

Quỹ đất tính đến thời điểm hiện tại là 124 ha, tạo tiền đề tăng trưởng mảng bất động sản trong thời gian tới *(Tham khảo phụ lục 04,05).* HDG đặt kế hoạch triển khai quỹ đất trên trong giai đoạn 2019-2023, trung bình 13 ha/năm. Ngoại trừ 2 dự án là Hado Charm Villas và Nongtha Central Park với diện tích lớn, các dự án còn lại của HDG khá phân tán nên không thể triển khai các dự án quy mô. Bên cạnh đó, lợi thế quỹ đất giá vốn rẻ cũng sẽ suy giảm dần khi chi phí phát triển trong giai đoạn gần đây cao hơn nhiều s với trước.



Nguồn: HDG, BSC Research

Điểm nhấn 2: Mảng năng lượng đóng góp ngày càng lớn trong cơ cấu lợi nhuận, hỗ trợ cho mảng bất động sản.

Chúng tôi đánh giá việc đầu tư sang mảng năng lượng của HDG là hướng đi đúng đắn vì đây là mảng sinh lời cao và có dòng tiền ổn định.

Mảng năng lượng của Hà Đô duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức 65-75% trong giai đoạn 2016-2018, cao hơn so với mức trung bình các DN thủy điện (60-65%) và vượt trội hơn mảng bất động sản và xây dựng. Tỷ trọng đóng góp của mảng này trong tổng lợi nhuận gộp là 20-30%. Biên lợi nhuận gộp cao của mảng thủy điện là nhờ:

- Giá bán điện bình quân từ 2014 đến nay dao động trong khoảng 1,030 – 1,600 đồng/ kWh, cao hơn so với mức bình quân 1,000 đồng/ kWh của các công ty thủy điện do các nhà máy của HDG đều được hưởng biểu giá chi phí tránh được.
- Lịch sử vận hành của các nhà máy (trừ Nhạn Hạc) tương đối dài (Za Hưng: 10 năm; Nậm Pông: 5 năm), giúp các nhà máy có thể tăng hiệu quả điều tiết và vận hành nhờ kinh nghiệm quản trị.

Biên lợi nhuận gộp được dự báo tăng dần lên mức 75-80% nhờ:

(1) Mảng thủy điện sẽ dần cải thiện lợi nhuận khi các nhà máy dần khấu hao (bình quân 25 năm) và trả hết nợ vay (Za Hưng: 2020; Nậm Pông: 2025) trong khi giá đầu ra vẫn theo biểu giá chi phí tránh được có xu hướng tăng dần theo thời gian.

Bảng: Tổng hợp biểu giá chi phí tránh được giai đoạn 2014-2019

Đơn vị: VND/ kWh	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
Giờ bình thường mùa mưa	566	613	612	612	622	619	1.8%
Giờ bình thương mùa khô	611	624	607	607	617	664	1.7%
Giờ cao điểm mùa khô	2,422	2,783	2,848	2,848	2,921	2,969	4.2%

Nguồn: EVN, BSC Research tổng hợp

(2) Biên LNG của dự án Hồng Phong 4 được ước tính xấp xỉ 70% nhờ có giá bán điện FIT 9,35 cents và suất đầu tư ở mức trung bình thấp so với trung bình các dự án điện mặt trời đang được triển khai (1.0 với 1.047 triệu USD/ 1 MW).

Bảng: So sánh suất đầu tư 1MW điện mặt trời của các dự án

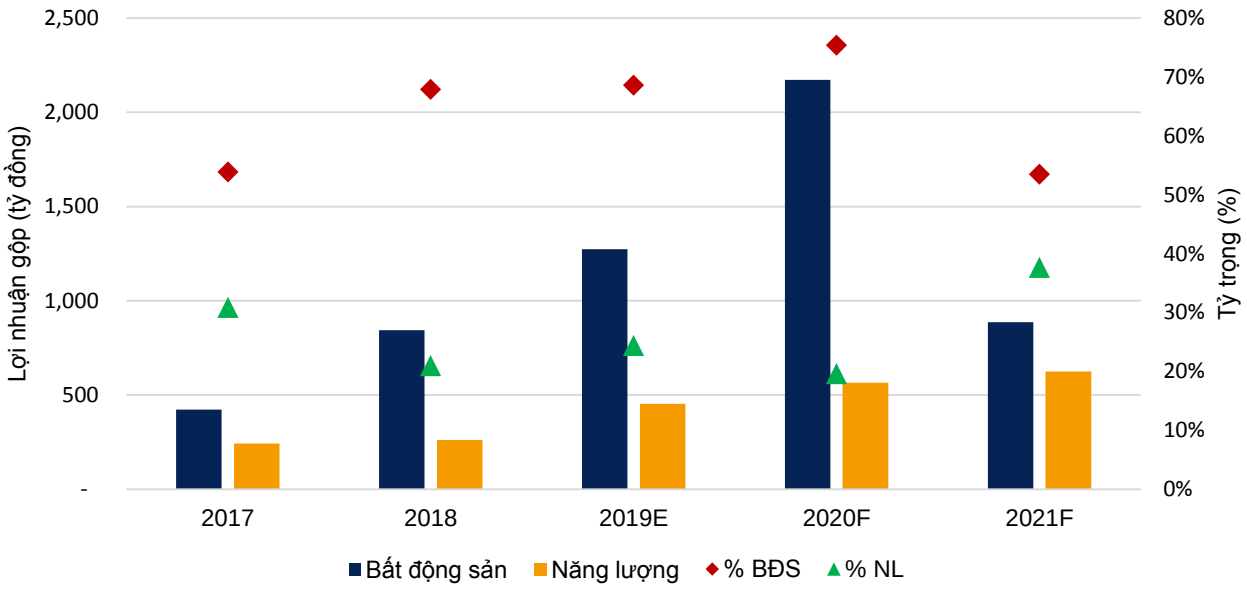
Doanh nghiệp	Dự án	Vị trí	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	Suất đầu tư (triệu USD/1 MW)
Bamboo Capital	Phú Ninh	Quảng Nam	200.0	208.0	1.0
	Khê Tân	Quảng Nam	200.0	208.0	1.0
	Thanh Hoa BCG1	Long An	100.0	104.0	1.0
	Thanh Hoa BCG2	Long An	40.0	41.0	1.0
	Tân Thanh	Long An	100.0	104.0	1.0
Sao Mai	Tịnh Biên 2	An Giang	58.0	58.0	1.0
	Tịnh Biên 3	An Giang	44.0	44.0	1.0
	Tịnh Biên 4	An Giang	62.0	62.0	1.0
	Hàm Phú 1	Bình Thuận	49.0	46.0	0.9
	Hàm Phú 2	Bình Thuận	49.0	46.0	0.9
Điện Gia Lai	Đức Huệ 1	Bình Thuận	49.0	43.0	0.9
	Phong Điền	Huế	35.0	30.0	0.9
	Mỹ Sơn	Ninh Thuận	30.0	30.0	1.0
Genco 3	Vĩnh Tân 2	Bình Thuận	43.0	50.0	1.2

Doanh nghiệp	Dự án	Vị trí	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	Suất đầu tư (triệu USD/1 MW)
Fecon	Vĩnh Hảo 6	Bình Thuận	50.0	59.0	1.2
Licogi	LIG Quảng Trị	Quảng Trị	50.0	53.0	1.1
Vneco	Vneco	Vĩnh Long	49.0	51.0	1.0
CHP	Cư Jut	Đăk Nông	50.0	68.0	1.4
TV2	Sơn Mỹ 3.1	Bình Thuận	50.0	65.0	1.3
Hà Đô	Hồng Phong 4	Bình Thuận	48.0	48.0	1.0
Trung bình					**1.05**

Nguồn: HDG

Tổng công suất phát điện hiện tại 159 MW dự kiến sẽ tăng lên 353 MW (+122%) sau khi dự án Sông Tranh 4 và Đăk Mi 2 đi vào hoạt động ổn định từ 2021. Mặc dù chỉ đóng góp 700-800 tỷ doanh thu/năm (chỉ bao gồm các dự án hiện đang hoạt động) nhưng nhờ biên lợi nhuận gộp cao trên 75% nên lợi nhuận gộp của mảng này vượt trội hơn so với bất động sản. **BSC ước tính mảng năng lượng sẽ vươn lên đóng góp lợi nhuận chính cho HDG từ 2021 (tỷ trọng tối thiểu 40% do chúng tôi chưa bao gồm trong dự báo 2 dự án đang trong quá trình xây dựng).**

Tỷ trọng lợi nhuận gộp 2017-2021F



Nguồn: BSC dự báo

(chưa bao gồm các dự án BĐS chưa được phê duyệt quy hoạch 1/500 và 2 thủy điện Sông Tranh 4 và Đăk Mi 2 đang trong quá trình xây dựng)

Hai dự án thủy điện đang xây dựng dự báo sẽ sinh lời tốt, đóng góp vào tăng trưởng cho HDG sau khi đi vào vận hành do (1) chi phí thấp nên được ưu tiên huy động trên thị trường phát điện cạnh tranh (suất đầu tư 32-35 triệu/MW) và (2) giá mua điện được dự báo tăng do tăng tỷ trọng của các nguồn có giá cao nhiệt điện than và khí (lần lượt tăng từ 49.3% và 16.6% năm 2020 lên 55% và 19.1% năm 2025) và tình trạng thiếu hụt điện trong giai đoạn 2021-2025.

Điểm nhấn 3: Định giá hấp dẫn

Định giá P/E T12M ở mức 3.7 lần (tính trên giá đóng cửa ngày 12/11/2019) là hấp dẫn xét trong tương quan với tiềm năng tăng trưởng của công ty trong dài hạn. Mức định giá này của HDG thấp hơn đáng kể so với các DN có hoạt động sản xuất kinh doanh tương tự (DPG, REE và PC1) là 7.6 lần

Bảng: Tổng hợp chỉ tiêu tài chính và định giá các doanh nghiệp so sánh

Mã CK	Vốn hóa (tỷ)	Tài sản 2018 (tỷ)	Doanh thu T12M (tỷ)	LNST T12M (tỷ)	Hệ số Nợ 2018	ROA	ROE	P/E	P/B	EV/EBITDA
Hoạt động xây lắp - bất động sản - điện										
HDG VN Equity	**4,070**	**11,087**	**4,452**	**989**	**75.7%**	**8.6%**	**60.4%**	**4.0**	**2.0**	**5.1**
DPG VN Equity	1,948	4,647	1,573	138	77.7%	3.2%	19.7%	14.3	2.7	9.9
REE VN Equity	11,828	15,500	5,167	1,632	35.9%	10.1%	18.1%	7.2	1.2	10.9
PC1 VN Equity	3,186	6,597	5,660	412	50.3%	5.6%	13.2%	7.9	1.0	7.1
Trung bình	5,258	9,458	4,213	793	59.9%	6.9%	27.8%	**8.4**	**1.7**	**8.3**
Trung vị								**7.6**	**1.6**	**8.5**
Bất động sản										
KDH VN Equity	13,801	10,228	3,238	804	32.5%	7.9%	11.9%	16.9	2.0	N/A
DXG VN Equity	8,842	13,729	5,039	1,096	54.8%	9.2%	27.0%	5.7	1.4	5.6
NLG VN Equity	6,894	9,574	3,005	809	44.8%	8.7%	19.2%	7.9	1.5	8.2
PDR VN Equity	8,585	11,057	3,673	644	68.2%	5.7%	19.2%	13.3	2.3	14.9
SCR VN Equity	2,205	10,895	1,506	179	58.8%	1.7%	4.3%	12.2	0.5	19.7
DIG VN Equity	4,425	6,832	2,039	191	52.9%	4.2%	9.0%	13.2	1.2	17.1
VPI VN Equity	6,656	6,722	258	422	63.4%	8.1%	20.6%	15.7	3.0	26.5
HPX VN Equity	5,400	7,554	2,020	437	65.9%	6.4%	19.3%	11.7	2.0	19.3
Trung bình	7,101	9,574	2,597	573	55.2%	6.5%	16.3%	**12.1**	**1.7**	**15.9**
Trung vị								**12.7**	**1.8**	**17.1**
Xây lắp										
VNE VN Equity	285	1,505	791	(24)	35.3%	-1.4%	-2.4%	0.0	0.3	27.8
CTD VN Equity	7,386	16,823	25,986	1,101	52.7%	7.1%	13.4%	7.3	0.9	3.5
HBC VN Equity	3,255	15,901	19,251	509	81.6%	3.4%	16.2%	6.2	1.0	6.4
PHC VN Equity	298	2,448	3,300	62	83.1%	2.7%	19.7%	4.6	0.8	8.9
LCG VN Equity	915	4,230	2,798	186	65.2%	5.0%	14.5%	4.4	0.6	N/A
VCG VN Equity	11,661	20,085	9,516	653	60.2%	3.2%	9.9%	19.5	1.8	13.6
Trung bình	3,967	10,165	10,273	414	63.0%	3.4%	11.9%	**7.0**	**0.9**	**12.0**
Trung vị								**5.4**	**0.9**	**8.9**
Thủy điện										
S4A VN Equity	1,182	1,123	283	116	57.3%	10.4%	24.9%	10.3	2.6	8.1
VSH VN Equity	4,011	7,960	398	156	62.4%	2.0%	5.2%	25.6	1.3	34.0
CHP VN Equity	2,841	2,849	584	172	38.2%	5.2%	9.9%	16.5	1.6	10.6
SJD VN Equity	1,387	1,459	429	141	33.2%	9.8%	16.7%	9.9	1.7	5.9
TBC VN Equity	1,588	1,006	384	201	12.0%	21.1%	22.0%	8.0	1.7	4.5
SHP VN Equity	2,080	2,312	598	175	46.6%	7.7%	15.7%	12.5	2.0	N/A
SEB VN Equity	957	842	205	83	40.4%	9.6%	19.4%	12.1	2.4	9.4
Trung bình	2,007	2,507	412	149	41.4%	9.4%	16.3%	**13.6**	**1.9**	**12.1**
Trung vị								**12.1**	**1.7**	**8.7**

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phân tích chỉ tiêu tài chính

	2015	2016	2017	2018	9T2019	
1. Khả năng thanh toán						
KNTT NH	2.10	2.04	3.38	3.00	1.11	- Khả năng thanh toán ở mức an toàn.
KNTT nhanh	1.14	0.83	1.24	1.28	0.45	
KNTT lãi vay	13.08	2.86	3.68	9.5	5.22	
2. Cơ cấu vốn						
TSNH/ TTS	0.73	0.62	0.58	0.62	0.47	- Tỷ trọng TSDH tăng lên đáng kể khi HDG đầu tư sang mảng năng lượng. - Tỷ lệ Nợ duy trì ở mức 75-80% từ sau 2016 khi hợp nhất mảng năng lượng và bắt đầu triển khai Centrosa, chủ yếu là nợ dài hạn (người mua trả tiền trước và vay dài hạn)
TSDH/ TTS	0.27	0.38	0.42	0.38	0.53	
Nợ/ TTS	0.57	0.73	0.75	0.76	0.75	
Nợ/ VCSH	1.34	2.65	3.03	3.15	3.05	
Nợ NH/ TTS	0.35	0.30	0.17	0.21	0.43	
Nợ DH/ TTS	0.22	0.42	0.58	0.55	0.33	
3. Năng lực hoạt động						
Vquay HTK	1.3	0.8	0.6	0.6	0.8	- Số ngày HTK cao do thời gian triển khai dự án Centrosa tương đối dài. 90% HTK nằm tại 4 dự án: Centrosa, Bình An Riverside, Noongtha và Charm Villas, đảm bảo doanh thu của HDG đến năm 2020 và dự kiến sẽ giảm mạnh khi ghi nhận hết dự án Centrosa. - Số ngày phải thu giảm đáng kể trong 9T2019 nhờ phải thu KH giảm 450 tỷ.
Vquay Pthu	5.5	5.4	5.6	5.0	8.7	
Vquay Ptrả	4.6	9.0	6.0	6.4	5.7	
Số ngày HTK	273.6	435.4	642.8	614.3	456	
Số ngày Pthu	66.8	67.7	65.7	73.2	42	
Số ngày Ptrả	79.0	40.7	60.5	56.6	64.0	
CCC	261.5	462.4	648.1	630.9	434	
4. Khả năng sinh lời						
ROS	9.4%	12.7%	12.5%	23.5%	22.5%	- Khả năng sinh lời tăng, thể hiện hiệu quả đầu tư vào các dự án bất động sản và quyết định đúng đắn khi mở rộng sang mảng năng lượng
ROE	11.8%	16.1%	14.5%	31.9%	44.6%	
ROA	5.2%	5.2%	3.8%	7.8%	10.5%	
Biên EBIT	12.4%	12.1%	14.1%	27.1%	34.5%	
5 . Mô hình DuPont (5 nhân tố)						
TTS/VCSH	2.27	3.11	3.86	4.10	4.41	- ROE cải thiện chủ yếu nhờ tăng hiệu quả sử dụng tài sản (DTT/TTS) và quản lý chi phí hoạt động (EBIT/DTT) trong khi đòn bẩy tài chính chỉ tăng nhẹ.
DT/TTS	0.55	0.41	0.30	0.33	0.37	
EBIT/DT	0.13	0.21	0.20	0.32	0.37	
EBT/EBIT	0.94	0.72	0.76	0.90	0.91	
LNST/LNTT	0.75	0.86	0.85	0.83	0.81	
6. Định giá						
PE	15.8	9.0	12.2	5.9	3.7	- Mức định của HDG tương đối hấp dẫn xét trên triển vọng tăng trưởng của DN
PB	1.9	1.8	1.7	2.0	1.4	
EPS	1,805	3,101	2,348	6,671	9,309	
BVPS	14,316	15,523	16,760	19,320	26,200	

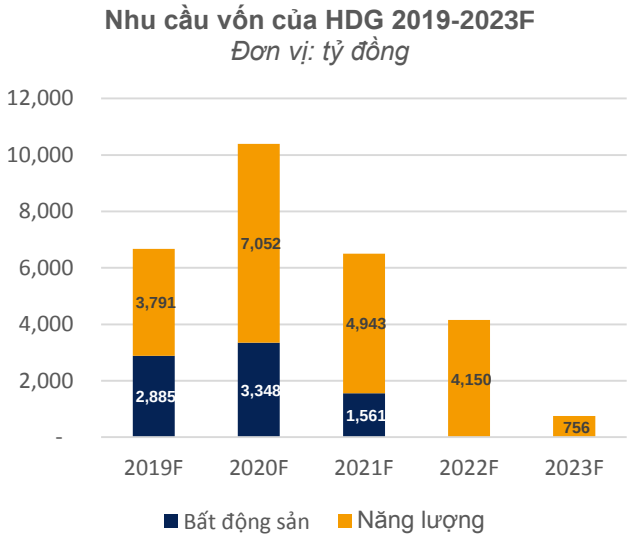
Rủi ro

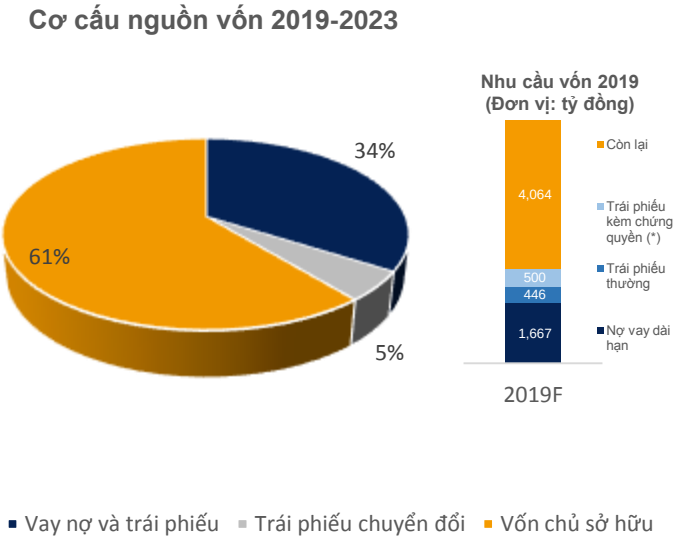
Kết quả kinh doanh giảm do các dự án bất động sản sau 2020 không được triển khai đúng tiến độ

Doanh thu bất động sản của Hà Đô sau năm 2020 sẽ phụ thuộc vào các dự án quy mô lớn như Hado Charm Villas, Hado Green Lane và Nongtha Central Park. Trong số 3 dự án này, chúng tôi đánh giá Hado Green Lane sẽ có khả năng triển khai xây dựng và bán hàng đúng tiến độ nhất do (i) tình trạng pháp lý sạch và đã triển khai; (ii) nhu cầu đối với sản phẩm BĐS trung cấp ở TP. Hồ Chí Minh. Dự án Hado Charm Villas cũng cơ bản hoàn tất các nghĩa vụ pháp lý về thuế nên BSC lạc quan với dự án này sẽ được triển khai đúng tiến độ. Với dự án nước ngoài đầu tư của Hà Đô là Nongtha Central Park (Viêng Chăn, Lào), chúng tôi không đánh giá cao khả năng bán hàng của dự án do (1) thị trường bất động sản ở Lào còn sơ khai và có nhiều khác biệt với thị trường Việt Nam; (2) quy mô dự án khá lớn so với khả năng hấp thụ của thị trường.

Áp lực về nguồn vốn lớn và chi phí vốn tăng cho các dự án bất động sản và năng lượng 2019-2023

HDG ước tính nhu cầu đầu tư giai đoạn 2019-2023 là 28,486 tỷ VND, gấp 2.5 lần quy mô vốn năm 2018, đặt công ty trước áp lực về huy động vốn cho các dự án mới.





Nguồn: HDG

Tuy nhiên, BSC cho rằng nhu cầu đầu tư phát sinh từng năm sẽ thấp hơn do phụ thuộc vào tiến độ pháp lý của các dự án điện gió và điện mặt trời đang được khảo sát. Ước tính dựa trên đánh giá tiến độ và tính khả thi của các dự án HDG có kế hoạch triển khai, BSC ước tính nhu cầu vay dài hạn mới giai đoạn 2019-2020 cho các dự án năng lượng (tập trung ở Sông Tranh 4, Đăk Mi 2) và bất động sản (Greenlane, Charm Villas) khoảng 4,500 tỷ (gấp đôi dư nợ dài hạn cuối 2018).

	Dư nợ 30/06/2019(tỷ đồng)	Lãi suất
Vay vốn lưu động	367	7.5%
Nợ dài hạn đến hạn trả	930	
2 năm	978	9.0%
3-5 năm	373	9.6%
Trên 5 năm	3,247	9.8%
Trái phiếu thường mới phát hành 2019	445.7	10-10.5%

Nguồn: BCTC HDG, BSC Research

BSC đánh giá HDG sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc huy động vốn cho các dự án nhờ tỷ lệ nợ vay vừa phải (dưới 30%), nhưng công ty sẽ phải chấp nhận một mặt bằng lãi suất cao hơn. Trong 1H2019, HDG đã phát hành gần 450 tỷ trái phiếu thường, thời hạn 1-2 năm với mức lãi suất 10-10.5%/năm, cao hơn so với mặt bằng lãi suất các khoản vay dài hạn của HDG. Với dư nợ ước tính cho năm 2019, 1% tăng lên của lãi suất, HDG sẽ phải ghi nhận thêm 30-40 tỷ chi phí (~3.5% LNST 2019E).

Chu kỳ Elnino làm ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của mảng thủy điện

Sau giai đoạn 2017-2018 thời tiết diễn biến có lợi cho hoạt động của thủy điện, xác suất xảy ra hiện tượng El Nino trong năm 2019 là trên 70% sẽ ảnh hưởng đến lưu lượng nước và sản lượng phát điện của các nhà máy. Do đóng góp của mảng năng lượng ngày càng lớn trong lợi nhuận của HDG, nên mức độ ảnh hưởng của El Nino lên lợi nhuận của HDG sẽ ngày càng tăng.

Dự báo KQKD và Định giá

Dự báo kết quả kinh doanh

Năm 2019

Chúng tôi dự báo năm năm 2019, doanh thu thuần của HDG đạt 4,422 tỷ đồng (+37.3% YoY), biên lợi nhuận gộp được tăng từ 38.6% lên 42% dựa trên các ước tính và giả định sau:

Mảng bất động sản

- Ghi nhận 2,858 tỷ doanh thu còn lại từ 2 tòa Orchid và 2 tòa Jasmine (725 căn); 16 tỷ từ dự án Nongtha Central Park (5 căn)
- Biên lợi nhuận gộp của dự án Hado Centrosa Garden phần cao tầng ước tương đương 9T2019 ở mức 43%

Mảng năng lượng

- Sản lượng phát của các thủy điện đạt 330 triệu kWh (+45% YoY) nhờ thủy điện Nhạn Hạc hoạt động full năm (giả định sản lượng phát điện cả năm là 180 triệu kWh (hiệu suất 80%), giá bán bình quân năm +2%.
- Sản lượng phát điện mặt trời của dự án Hồng Phong 4 (vận hành thương mại từ 04/06/2019) đạt 50 triệu kWh, giá bán điện 9.35 cents, tỷ giá bình quân năm 23,478 VND/USD.

Mảng xây dựng: Doanh thu giả định ở mức 680 tỷ (-4% YoY).

Dư nợ vay (ngắn hạn và dài hạn) của HDG cuối năm 2019F dự báo đạt 5,159 tỷ (tăng gấp đôi so với đầu năm) khiến chi phí tài chính của công ty tăng gấp 2.5 lần, đạt 273.4 tỷ đồng.

LNST dành cho cổ đông công ty mẹ dự báo đạt 845 tỷ (+33.4% YoY), EPS 2019F = 7,030 đồng/CP.

Kết quả kinh doanh 9T2019, HDG ghi nhận 3,118 tỷ doanh thu và 645 tỷ LNST dành cho cổ đông mẹ, tương đương với 70.5% và 76.4% dự báo của chúng tôi cho năm 2019.

Giai đoạn sau 2020

Dự báo của chúng tôi dựa trên một số giả định chính như sau:

Mảng bất động sản: Tiến độ ghi nhận các dự án đang triển khai

Dự án	Loại hình	Doanh thu (tỷ đ)	Biên LNG	2019	2020	2021	2022	2023
Hado Centrosa Garden	Cao tầng	7,323	43%					
Hado Charm Villas	Thấp tầng	3,357	50%					
Hado Green Lane	Cao tầng	2,200	20%					

Nguồn: HDG, BSC dự báo

Mảng năng lượng:

- Các nhà máy thủy điện duy trì hiệu suất hiện tại (NM Nhạn Hạc sẽ hoạt động ổn định ở hiệu suất 95%) mức giá bán điện bình quân hàng năm tăng 2%, chi phí SXKD tăng 1-2%/năm.
- Điện mặt trời Hồng Phong 4 sau khi hoạt động ở mức 95% công suất thì tỷ lệ sản lượng suy giảm hàng năm là 0.6% tính bình quân cả vòng đời dự án.
- Dự báo doanh thu và lợi nhuận **chưa bao gồm** sản lượng từ nhà máy Sông Tranh 4 và Đăk Mi 2.

Bảng: **dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp theo mảng 2019-2020**

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
Tổng doanh thu	**1,990**	**2,300**	**3,222**	**4,423**	**6,534**
% YoY	*33.7%*	*15.6%*	*40.1%*	*37.3%*	*47.7%*
% Biên LNG	*28.9%*	*34.1%*	*38.6%*	*42.0%*	*44.1%*
Bất động sản	**1,074**	**1,158**	**1,863**	**2,858**	**4,801**
% YoY	*74%*	*8%*	*61%*	*53%*	*68%*
% Biên LNG	*37%*	*34%*	*43%*	*43%*	*44%*
Năng lượng	**194**	**324**	**363**	**572**	**715**
% YoY		*67%*	*12%*	*48%*	*25%*
% Biên LNG	*66%*	*75%*	*72%*	*79%*	*79%*
Xây lắp	**632**	**607**	**709**	**681**	**685**
% YoY	*-20%*	*-4%*	*17%*	*-4%*	*1%*
% Biên LNG	*3%*	*10%*	*8%*	*7%*	*7%*
Khác	**90**	**212**	**287**	**312**	**333**
% YoY		*134%*	*36%*	*9%*	*7%*
% Biên LNG	*33%*	*43%*	*45%*	*41%*	*44%*

Nguồn: BSC dự báo

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu HDG cho năm 2019 là 42,300 đồng/CP (+21.5% so với giá đóng cửa ngày 12/11/2019). Giá trị hợp lý chúng tôi ước tính cho HDG tương đương với P/E fw 2019 = 6.02 lần.

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị cơ bản	Số nhân mục tiêu	Giá trị hợp lý	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về HDG
Mảng bất động sản						**2,659**
Hado Centrosa Garden	RNAV			690	89.0%	614
Hado Charm Villas	RNAV			1,040	100.0%	1,040
Hado Green Lane	RNAV			179	99.0%	177
Nongtha Central Park	BV	273.8	1	274	100.0%	274
Bảo Đại Resort	BV	156.9	1	157	70.0%	110
Garden Villas	BV	35.8	1	36	0.0%	0
62 Phan Đình Giót	BV	132.0	1	132	100.0%	132
30 Tạ Quang Bửu	BV	4.9	1	5	100.0%	5
CC3	BV	11.6	1	12	100.0%	12
Khác	BV	589.6	1	295	100.0%	295
BĐS, VP cho thuê				994	100%	**994**
KS Ibis	DCF				100.0%	
Hado Airport Building	DCF				100.0%	
Hado South Building	DCF				100.0%	
Năng lượng						**4,409**
Thủy điện Nậm Pong	DCF			727	51.8%	376
Thủy điện Za Hưng	DCF			806	51.8%	417
Thủy điện Nhạn Hạc	DCF			1,884	51.8%	975
Thủy điện Sông Tranh	BV	492	1	492	60.4%	297
Thủy điện ĐakMi 2	BV	1,421	1	1,421	96.0%	1,364
ĐMT Hồng Phong 4.1	DCF			1,181	83.0%	980
Xây lắp				-		**78**
Hado 1,45, MEE	P/E	30	5	152.00	51.0%	78
Giá trị doanh nghiệp						**8,139**
+ Tiền và đầu tư NH						1,286
- Nợ vay (*)						(4,406)
Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ VND					**5,019**
Số lượng CP lưu hành						118,648,662
Giá trị hợp lý 1 CP	VND					**42,300**

Nguồn: BSC research, (*) tại 30/06/3019, đã điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu khoản vay

Một số giả định định giá

	Tỷ lệ chiết khấu
Mảng bất động sản	13-15.5%
Mảng năng lượng	10-13%
Mảng cho thuê văn phòng, khách sạn	13%

Cập nhật doanh nghiệp

Kết quả kinh doanh 9T2019

Tổng doanh thu 3,118 tỷ (+132% YoY), đóng góp chính đến từ mảng bất động sản và năng lượng (lần lượt đóng góp 66% và 14% doanh thu). Lợi nhuận sau thuế 795 tỷ (gấp 3.5 lần cùng kỳ). Lũy kế 9T, HDG hoàn thành lần lượt 64% và 100% kế hoạch doanh thu và LN năm 2019.

Mảng bất động sản

- 9T2019 ghi nhận 2,062 tỷ (+342% YoY), chủ yếu đến từ ghi nhận 1,043 căn hộ tại 4 tòa Orchid và Jasmine, và phần còn lại từ dự án Hado Revierside Q12 và Noongtha (Lào).
- Trong Q4/2019 sẽ ghi nhận doanh thu từ phần còn lại của 2 tháp Jasmine, ước tính khoảng 800 tỷ.
- **Cập nhật tiến độ hiện tại của một số dự án**: **(1) Charm Villas** (điều chỉnh lại giá bán, doanh thu dự án ước tính 3,357 tỷ (+235 tỷ so với KH trước đây), hiện đang đầu tư thêm hạ tầng phần chung, dự kiến mở bán trong Q4/2019; LNG dự kiến 2,100 tỷ (GPM >60%); **(2) Nghiên cứu đầu tư KĐT sinh thái kết hợp du lịch nghỉ dưỡng ven biển tại bãi vịnh Thuận Yến** (Hà Tiên) (TMĐT: 3,100 tỷ, đã được chấp thuận chủ trương đầu tư).
- BSC dự báo doanh thu mảng BĐS năm 2019 đạt 2,858 tỷ (+53.4% YoY) ghi nhận từ 2 tòa Orchid và 2 tòa Jasmine (725 căn); 16 tỷ từ dự án Noongtha (5 căn). Biên LNG khoảng 40%.

Mảng năng lượng

- **Doanh thu 9T2019 là 424 tỷ (+108% YoY),** nhờ đóng góp của 2 nhà máy mới Nhạn Hạc (50% doanh thu) và Hồng Phong 4.1 (28.9 triệu kWh trong 4 tháng, ~30% công suất, đóng góp 8% doanh thu)
- **Sản lượng phát điện đạt 265.8 triệu kWh** (tương đương với 47% tổng công suất hiện tại), trong đó sản lượng phát của thủy điện Za Hưng và Nậm Pông chỉ đạt 94.3 triệu kWh (tương đương 40% và 37% công suất) do thủy văn năm 2019 không thuận lợi.
- **Trong Q4/2019,** chúng tôi đánh giá sản lượng các thủy điện sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng của El Nino, tuy nhiên bù lại giá phát điện sẽ cao hơn khi vào mùa khô.
- BSC dự báo cả năm 2019, mảng điện sẽ đóng góp 539 tỷ doanh thu (+50% YoY), biên LNG 77%.
- **Công suất mảng năng lượng dự kiến tăng lên 335 MW (gấp 2 lần) vào năm 2020 sau khi đưa vào hoạt động thủy điện Sông Tranh 4 và ĐMT Bắc Ái 14.** Tiến độ một số dự án đang triển khai:
  + Thủy điện Sông Tranh 4 (48MW) và Đắc Mi 2 (98+48MW): đang thực hiện đầu tư đúng tiến độ, dự kiến vận hành thương mại lần lượt vào Q4/2020 và Q1/2021.
  + ĐMT Bắc Ái 14 (120 MW, TMĐT 2,594 tỷ): đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý, khảo sát và thiết kế; dự kiến sẽ hoàn tất PPA và hợp đồng tín dụng trong 2019.
  + Điện gió Tiến Thành (20 MW, TMĐT 772 tỷ) và điện gió 7A Thuận Nam (50 MW, TMĐT 1,875 tỷ) đã có hồ sơ bổ sung quy hoạch, đang trong quá trình khảo sát, thiết kế.

HDG cho biết rủi ro giải tỏa công suất đối với các dự án năng lượng tái tạo không ảnh hưởng nhiều tới công ty do các dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 và Bắc Ái 14 theo các tuyến đường dây chưa quá tải; các dự án điện gió nằm rải rác ở các tỉnh nên ít khả năng gặp vấn đề về quá tải công suất.

Cập nhật khác

- Phát hành 500 tỷ trái phiếu (tương đương 12% dư nợ vay dài hạn tại 30/06/2019) kèm chứng quyền (lãi suất 6%, kỳ hạn 36 tháng, giá chuyển đổi 44,000 đồng/CP) dự kiến hoàn thành trong Q4/2019
- Thực hiện tạm ứng 10% cổ tức 2019 bằng tiền mặt (tổng mức cổ tức dự kiến 2019 là 30%).

Phân tích kỹ thuật

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá dài hạn, tích lũy ngắn hạn.
- Chỉ báo xu hướng MACD: đường MACD nằm dưới đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Duy trì trên giá trị 50.
- Đường MA: EMA12 nằm trên EMA26.

Nhận định:

HDG đang nằm trong trạng thái tích lũy ngắn hạn trong khu vực 34-37.5 suốt bốn tháng gần đây. Dù vậy xu hướng tăng giá dài hạn của cổ phiếu này vẫn còn tiếp diễn khi đường EMA12 vẫn đang nằm trên đường EMA26 và tạo thành dải hỗ trợ mềm giúp HDG tránh việc xuất hiện sự điều chỉnh sâu hơn. Bên cạnh đó, chỉ báo động lượng RSI cũng duy trì trên giá trị 50, củng cố thêm cho đà tăng vững chắc của cổ phiếu. Mặt khác, đường MACD vẫn đang nằm dưới đường tín hiệu cho thấy HDG có thể sẽ tích lũy trong một thời gian nữa. Thanh khoản cổ phiếu trong những tuần gần đây có chiều hướng giảm dần, phản ánh lượng cung trên thị trường đang hạn hẹp dần. Trong trường hợp tích cực và xuất hiện sự bung nén với thanh khoản tăng trở lại, HDG có thể bứt phá khỏi vùng tích lũy và hướng đến thiết lập các mức giá lịch sử mới.

Khuyến nghị:

Nhà đầu tư có thể mua khi cổ phiếu vẫn đang vận động tích lũy với vùng mua hợp lý nằm xung quanh mốc 35. Mục tiêu chốt lãi của HDG nằm tại vùng giá 42, cân nhắc cắt lỗ nếu ngưỡng 33 bị xuyên thủng.

Nguồn: BSC, PTKT iBoard

Phụ lục 01: Báo cáo kết quả kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng	2016 A	2017 A	2018 A	2019 F	2020 F
Doanh thu thuần	**1,988**	**2,297**	**3,221**	**4,390**	**6,533**
Giá vốn hàng bán	1,415	1,516	1,979	2,655	3,786
Lợi nhuận gộp	**573**	**781**	**1,243**	**1,735**	**2,746**
Chi phí bán hàng	146	234	68	88	131
Chi phí quản lý doanh nghiệp	95	136	197	263	392
LN từ hoạt động kinh doanh	**332**	**412**	**978**	**1,384**	**2,224**
Doanh thu tài chính	19	40	55	78	146
Chi phí tài chính	118	123	116	273	547
Lãi/(lỗ) khác	60	(5)	38	-	-
Lợi nhuận trước thuế	**293**	**323**	**954**	**1,188**	**1,822**
Thuế TNDN	41	50	167	238	364
Lợi nhuận sau thuế	**236**	**178**	**633**	**741**	**1,137**
EPS cơ bản (đồng)	**3,109**	**1,936**	**6,873**	**6,159**	**9,295**

Phụ lục 02: Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: tỷ đồng	2016 A	2017 A	2018 A	2019 F	2020 F
Tài sản ngắn hạn	**4,147**	**4,911**	**6,743**	**7,788**	**10,110**
Tiền và tương đương tiền	682	736	499	2,090	2,765
Các khoản phải thu	1,009	1,087	2,300	2,146	2,629
Hàng tồn kho	2,391	3,018	3,835	3,402	4,493
Tài sản ngắn hạn khác	64	70	110	150	223
Tài sản dài hạn	**2,554**	**3,505**	**4,343**	**7,913**	**12,015**
Tài sản cố định	1,169	1,154	2,290	3,674	5,603
Xây dựng dở dang	1,025	1,055	659	2,752	4,702
Tài sản dài hạn khác	66	105	128	175	260
TỔNG TÀI SẢN	**6,700**	**8,416**	**11,087**	**15,701**	**22,125**
Nợ phải trả	**4,866**	**6,331**	**8,396**	**12,317**	**17,316**
Phải trả ngắn hạn	336	405	485	680	949
Vay ngắn hạn	349	278	583	1,040	919
Phải trả ngắn hạn khác	3	5	9	20	54
Vay và thuê tài chính DH	2,250	1,592	2,059	4,118	4,265
Phải trả dài hạn khác	580	3,286	2,516	3,895	6,616
Vốn chủ sở hữu	**1,834**	**2,084**	**2,691**	**3,385**	**4,808**
TỔNG NGUỒN VỐN	**6,701**	**8,416**	**11,087**	**15,701**	**22,125**

Phụ lục 03: Phân tích tài chính 2016-9T2019

	2015	2016	2017	2018	9T2019
Doanh thu	**1,480**	**1,988**	**2,268**	**3,203**	**3,118**
LN gộp	**230**	**573**	**743**	**1,201**	**1,366**
DT tài chính	12	19	41	58	38
CP tài chính	(13)	(118)	(114)	(118)	(209)
Lãi vay	(12)	(116)	(107)	(106)	(178)
CP bán hàng	(2)	(146)	(234)	(68)	(38)
CP QLDN	(71)	(95)	(118)	(204)	(162)
Lãi/lỗ HĐKD	184	241	319	868	995
TN khác (ròng)	2	52	16	43	(2)
LN trước thuế	185	293	335	911	993
LN sau thuế	**139**	**252**	**284**	**751**	**796**
LN CĐ thiểu số	16	17	86	144	151
LN Cty mẹ	123	236	198	608	645

- HDG duy trì được **tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao, CAGR 2013-28 lần lượt là 27% và 39%.**
- **Biên lợi nhuận được cải thiện** mạnh từ sau năm 2016 nhờ công ty nắm bắt được sự phục hồi của thị trường bất động sản, và mở rộng đầu tư sang mảng năng lượng có biên lợi nhuận cao. Biên LNG trong 9T2019 tăng lên 44%.
- Tỷ lệ CPBH và CPQLDN giảm từ mức 13% doanh thu về 6.4% doanh thu trong 9T2019 do công ty đã hoàn tất việc bán hàng dự án Centrosa và chưa mở bán mới các dự án lớn.
- CP tài chính (chủ yếu là lãi vay) tăng gấp 3 trong 9T2019.

TS ngắn hạn	**2,240**	**4,147**	**4,878**	**6,759**	**6,168**
Tiền & ĐTNH	757	682	736	763	426
Phải thu NH	462	1,009	1,059	2,129	2,041
Tồn kho	985	2,391	2,980	3,758	3,394
TSNH khác	37	64	104	109	253
TS dài hạn	**815**	**2,554**	**3,548**	**4,142**	**6,886**
Phải thu DH	117	122	260	250	110
TSCĐ	117	1,169	1,170	2,297	3,205
TSDD dài hạn	167	1,025	1,043	540	2,639
TSDH khác	6	66	121	142	190
Tổng TS	**3,055**	**6,700**	**8,427**	**10,902**	**13,055**
Nợ phải trả	**1,748**	**4,866**	**6,338**	**8,275**	**9,831**
Nợ ngắn hạn	1,066	2,036	1,445	2,256	5,562
Vay ngắn hạn	126	349	274	943	904
Nợ dài hạn	682	2,830	4,893	6,019	4,267
Vay dài hạn	675	2,250	1,596	1,697	4,202
Vốn CSH	**1,307**	**1,834**	**2,089**	**2,626**	**3,223**
Vốn góp	684	760	760	950	1186
LNST giữ lại	262	385	496	735	926
Tổng NV	**3,055**	**6,700**	**8,427**	**10,902**	**13,055**

- PTNH chủ yếu là phải thu khách hàng ở dự án Centrosa (5-10% TS). HDG cũng có khoảng 450 tỷ phải thu về cho vay đối với các bên liên quan.
- 90% hàng tồn kho nằm tại 4 dự án lớn: Centrosa, Bình An Riverside, Noongtha và Charm Villas, đảm bảo doanh thu của HDG đến năm 2020 và dự kiến sẽ giảm mạnh khi ghi nhận hết dự án Centrosa.
- TSCĐ và TSDD dài hạn +3,007 tỷ trong 9T2019 sau khi công ty đưa dự án ĐMT Hồng Phong 4 vào hoạt động (T6/2019) và đang tích cực triển khai DA Thủy điện Đăk Mi (+1,587 tỷ) và Sông Tranh 4 (+300 tỷ).
- Dư nợ vay dài hạn tăng 2,500 tỷ so với đầu năm do nợ vay tăng lên từ việc đầu tư các dự án năng lượng (bao gồm cả 445 tỷ trái phiếu thường đã phát hành trong 1H2019). Từ năm 2019, nghĩa vụ trả nợ gốc của HDG hàng năm sẽ tăng lên đáng kể so với giai đoạn trước do những khoản nợ đã phát hành để đầu tư vào mảng năng lượng (Nhạn Hạc, Hồng Phong 4), ước tính 700-900 tỷ/năm.

Phụ lục 04: Tổng hợp các dự án Hado đang triển khai (Trở về mục chính)

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất (m2)	Tổng mức đầu tư (tỷ)	Doanh thu dự kiến (tỷ)	Lợi nhuận dự kiến (tỷ)	Thời gian ghi nhận (*)	Tiến độ đến tháng 6/2019
Hado Centrosa Garden	Quận 10, HCMC	115 liền kề 2187 căn hộ	89%	68,514	6,986	10,000		2017-2020	Đã bàn giao toàn bộ thấp tầng, 2 blocks Orchid và 1 phần Jasmine. Đã hoàn thiện xây thô 4 blocks Iris
Hado Charm Villas	An Khánh, Hoài Đức, Hà Nội	528 căn biệt thự và liền kề	100%	302,810	1,688	3,100 (**)	2,100	2020-2023	Đã hoàn thiện hạ tầng, tiện ích công viên, sân chơi, trường học, bể bơi.
Nongtha Central Park	Vientiane, Lào	241 liền kề, 586 villa	100%	743,351	5,400	N/A	N/A	Từ 2020	Đã giao dịch được 5 căn Đầu tư tiếp cơ sở hạ tầng, mở bán đợt 2 từ Q4/2019
Hado Green Lane	Quận 8, HCMC	1,231 căn hộ chung cư	99%	23,237	1,707	2,200	400	2021-2022	Đất sạch, đang ép cọc móng

Nguồn: HDG, BSC Research tổng hợp

Phụ lục 05: Tổng hợp các dự án Hado đang triển khai (Trở về mục chính)

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất (m2)	Tổng mức đầu tư (tỷ)	Tiến độ đến tháng 6/2019
Kha Vạn Cân	Thủ Đức, HCMC	3 tòa chung cư 100 căn liền kề	100%	27,126	2,267	Hiện trạng: Đất sạch Lộ trình: T9/2019 điều chỉnh xong 1/2000; mở bán Q4/2020
62 Phan Đình Giót	Thanh Xuân, HN	Chung cư, văn phòng cho thuê	100%	22,399	2,070	Lộ trình: Q2/2020 có 1/500; mở bán Q4/2020
30 Tạ Quang Bửu	Hai Bà Trưng, HN	Văn phòng cho thuê	100%	1,036	160	Hiện trạng: đang làm VP và CH của CT TBGD1 Lộ trình: Lập dự án, thi công trong 2020
Hỗn hợp Dịch Vọng	Cầu Giấy, HN	Văn phòng, Khách sạn, Chung cư	100%	9,861	2,351	Hiện trạng: Đất sạch Lộ trình: T9/2019 điều chỉnh xong 1/2000; mở bán Q4/2020
CC3 Cầu Giấy	Cầu Giấy, HN	Văn phòng, Chung cư	100%	89,227	1,027	Đất sạch, đang cho thuê
Khu đất TBGD1	Cát Bi, Hải Phòng		100%	8,621		Đất sạch, đang cho thuê
Khu đất TBGD1	Hưng Yên		100%	6,636		Đất sạch, đang cho thuê

Nguồn: HDG, BSC Research tổng hợp

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel:+84439352722
Fax:+84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận1,Tp.Hồ Chí Minh
Tel:+84838218885
Fax:+84838218510

https://www.bsc.com.vn
https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>