

CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HDG) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND23.200

Giá mục tiêu

VND29.600

Tỷ suất cổ tức

4,3%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 02/11/2020

Triển vọng ngắn hạn:

Tích cực

Triển vọng dài hạn:

Trung bình

Định giá:

Tích cực

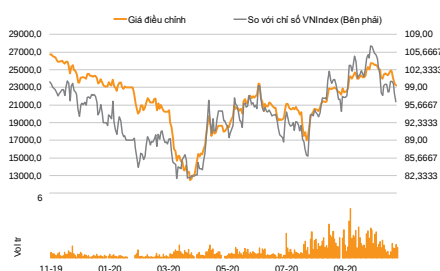
Consensus*: KQ:3 TL:2 KQ:0

Giá mục tiêu/Consensus: +19,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> NA

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	26.744
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.462
GTGD BQ 3 tháng (tr VND)	39.115
Thị giá vốn (tỷ VND)	3.617
Free float (%)	55
P/E trượt (x)	3,84
P/B hiện tại (x)	1,48

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Trọng Thông	35,1%
Nguyễn Văn Tô	8,9%
Khác	56,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

Đầu tư cho tương lai

- Chúng tôi cho HDG đang có sự xoay trục kinh doanh hợp lý với việc đầu tư mạnh mẽ vào mảng năng lượng nhằm tận dụng các ưu đãi chính sách.
- Mảng năng lượng duy trì động lực cho HDG sau khi đại dự án bất động sản (BDS) HaDo Centrosa hoàn tất và bàn giao trong giai đoạn 2020-21.
- Phát hành báo cáo lần đầu với đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 29.600 đồng/cp.

Bước chuyển từ một nhà phát triển BĐS sang mảng phát điện

Khởi đầu bằng các dự án thủy điện nhỏ từ năm 2009, HDG bước những bước đầu tiên vào lĩnh vực phát điện với kỳ vọng rằng những dự án này giúp công ty duy trì dòng tiền ổn định. Một vài năm trở lại đây, sự chuyển dịch đã trở nên rõ ràng hơn khi HDG đầu tư mạnh vào dự án điện mặt trời và điện gió, nhằm tận dụng hàng loạt chính sách ưu đãi của Chính phủ.

Mảng năng lượng đóng góp ngày càng lớn vào KQKD của công ty

Chúng tôi kỳ vọng công suất mảng năng lượng của HDG sẽ đạt mức tăng trưởng kép 29,3%/năm trong giai đoạn 2020-22 nhờ: (1) 2 nhà máy thủy điện mới là Sông Tranh 4 - 48MW, Đắk Mi 2 - 147MW dự kiến sẽ đi vào hoạt động lần lượt trong Q4/20 và Q1/21 và (2) Nhà máy điện mặt trời Infra 1 (50MWp) – đã phát điện từ 04/09/2020 và điện gió 7A (50MW) dự kiến sẽ vận hành trong Q2/21. Công suất tăng thêm sẽ hỗ trợ doanh thu mảng năng lượng tăng trưởng kép 44,5%/năm đến năm 2022 và đóng góp 45,9% vào tổng doanh thu HDG, tăng mạnh so với mức chỉ 14,0% trong năm 2019.

Dự án BĐS HaDo Centrosa sẽ dẫn dắt KQKD giai đoạn 2020-21

4 tháp cao tầng cuối cùng trong đại dự án HaDo Centrosa sẽ được bàn giao trong giai đoạn 2020-21. Hiện tại dự án đã bán gần như toàn bộ 1.010 căn hộ và đang hoàn thiện những khâu thi công cuối cùng. HaDo Centrosa được kỳ vọng đem lại 3.983 tỷ đồng doanh thu và 1.124 tỷ đồng LNST, đóng góp lần lượt 41,9%/48,1% vào tổng doanh thu và LNST của HDG trong giai đoạn 2020-21.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu VND29.600 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với HDG và giá mục tiêu là 29.600 đồng/cp, dựa trên phương pháp định giá tổng giá trị từng phần (SOTP). Chúng tôi cho rằng rằng việc công ty hiện tập trung đầu tư vào các dự án năng lượng là hợp lý khi tận dụng được nhiều chính sách ưu đãi của Chính phủ. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) Biến động giữa mùa mưa và mùa khô ở Việt Nam gây ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện và năng lượng mặt trời và (2) rủi ro thay đổi chính sách liên quan đến thuế quan, thuế suất và quyền sử dụng đất có thể ảnh hưởng đến hiệu quả dự án.

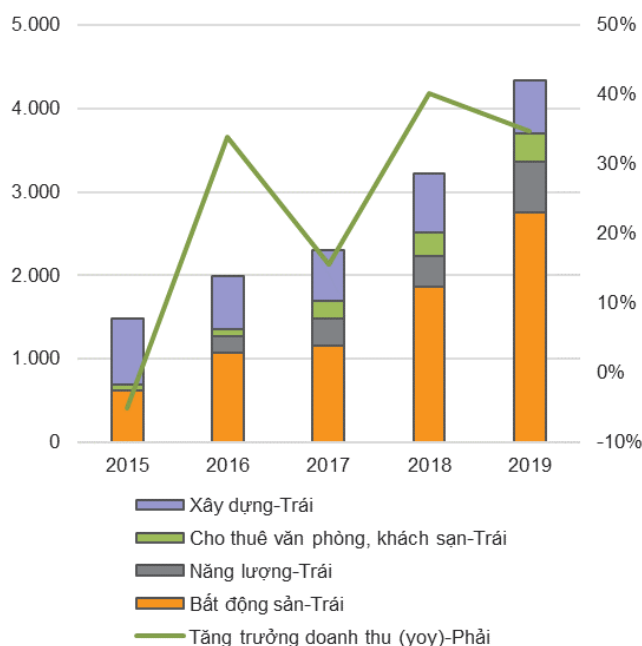
Tổng quan tài chính (VND)	12-18A	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.221	4.343	5.035	4.478
Tăng trưởng DT thuần	40,2%	34,8%	15,9%	(11,1%)
Biên lợi nhuận gộp	38,6%	42,1%	41,9%	48,1%
Biên EBITDA	34,8%	40,4%	45,8%	57,0%
LN ròng (tỷ)	633	932	1.034	897
Tăng trưởng LN ròng	255,1%	47,1%	11,0%	(13,2%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	188,4%	41,8%	13,7%	(16,1%)
EPS cơ bản	4.318	6.039	6.701	5.814
EPS điều chỉnh	4.255	5.849	6.496	5.650
BVPS	12.502	15.695	23.495	28.233
ROAE	40,8%	43,8%	34,2%	22,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

MỘT TRONG NHỮNG NHÀ PHÁT TRIỂN BĐS LỚN NHẤT TẠI HÀ NỘI

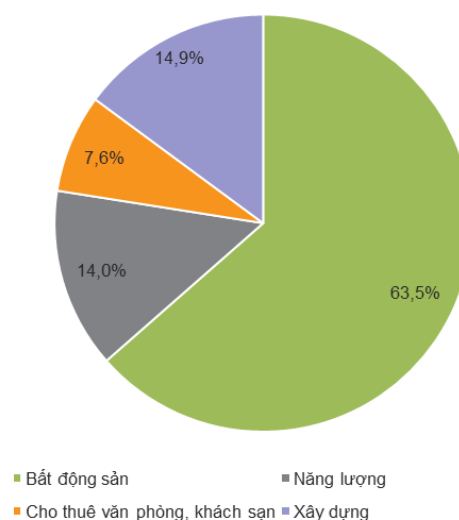
Thành lập từ năm 1992 với tư cách là công ty xây dựng trực thuộc Viện Khoa học và Công nghệ Quân sự - Bộ Quốc phòng, HDG đã thực hiện cổ phần hóa vào năm 2004 và chính thức niêm yết tại Sở GDCK TP.HCM (HOSE) từ năm 2010. Công ty đã xây dựng thương hiệu trên thị trường BĐS với hàng loạt dự án BĐS nhà ở như: Dự án 183 Hoàng Văn Thái (2009), Dự án Nguyễn Văn Công (2010), dự án CC1 (2014), trước khi gây tiếng vang lớn với dự án HaDo Centrosa (2016).

Hình 1: Doanh thu của HDG đạt mức tăng trưởng kép 45,4%/năm trong giai đoạn 2015-19 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Mảng BĐS đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của HDG năm 2019



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

LẤN SÂNG MẢNG NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO

Sở hữu hàng loạt dự án năng lượng tái tạo khắp cả nước với tổng công suất thiết kế lên tới 444MW

Từ năm 2019, HDG đã dần chuyển hướng kinh doanh sang mảng năng lượng tái tạo nhằm đón đầu xu hướng tăng trưởng nhanh của ngành điện Việt Nam. Chúng tôi cho rằng, chiến lược mới của HDG là phù hợp bởi những lý do sau:

- Theo nghiên cứu của Viện Năng lượng Việt Nam, nhu cầu điện tại Việt Nam dự báo sẽ tăng 8,5%/năm trong giai đoạn 2021-25 nhờ tốc độ tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ. Tuy nhiên, tình trạng thiếu điện sẽ kéo dài đến năm 2026 do nguồn cung đang tăng trưởng chậm hơn nhiều so với nhu cầu.
- Giá điện tại Việt Nam đang thấp hơn khoảng 50% so với mức trung bình của các nước Châu Á – Thái Bình Dương, do đó tiềm năng tăng giá điện vẫn còn rất lớn.
- Chính phủ đang tự do hóa ngành điện giúp lợi nhuận của hầu hết các nhà máy điện được cải thiện, đặc biệt là các nhà máy thủy điện với mức chi phí sản xuất thấp.
- Chính phủ đang ưu tiên phát triển năng lượng tái tạo với hàng loạt chính sách thu hút đầu tư hấp dẫn như ưu đãi thuế TNDN, ưu đãi cho vay tín dụng, miễn tiền thuế đất và thực hiện thu mua điện với giá hấp dẫn hơn các nguồn điện tạo ra từ nhiên liệu hóa thạch. Bên cạnh đó, việc tập trung vào phát triển mảng năng lượng sẽ tạo ra nguồn thu nhập ổn định hàng năm và là nền tảng vững chắc giúp HDG tránh những rủi ro thị trường BĐS suy thoái trong tương lai.

Ban đầu, công ty chỉ đầu tư vào các nhà máy thủy điện nhỏ (công suất thiết kế dưới 30MW), sau đó dần mở rộng danh mục đầu tư sang các dự án điện gió

và điện mặt trời nhằm nắm bắt cơ hội từ các ưu đãi chính sách. Tới cuối tháng 9/2020, HDG đang sở hữu 3 nhà máy thủy điện với tổng công suất 119MW và 2 nhà máy điện mặt trời với tổng công suất 98MWp. Ngoài ra, công ty đang tiến hành đầu tư 3 nhà máy điện khác với tổng công suất 245MW. Theo ước tính của chúng tôi, tổng công suất thiết kế của HDG sẽ đạt 444MW, lọt top 5 công ty niêm yết có công suất năng lượng tái tạo lớn nhất vào năm 2021.

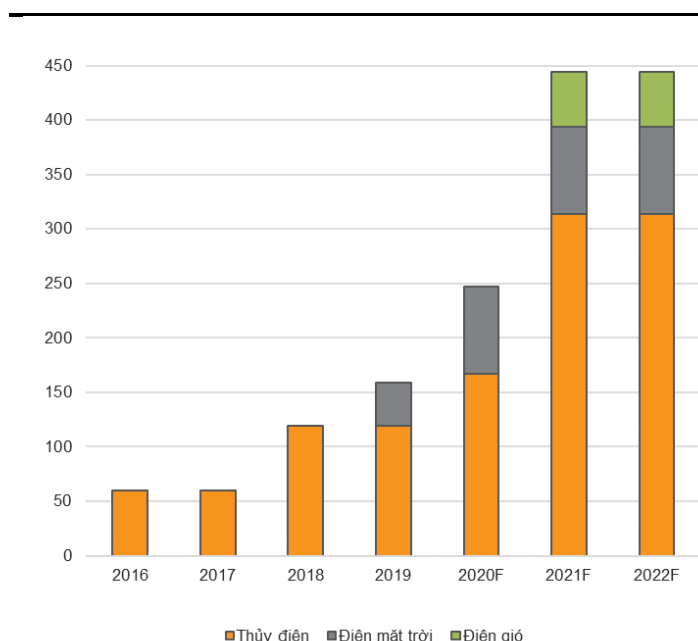
Trong dài hạn, HDG vẫn tiếp tục tìm kiếm các cơ hội đầu tư với mục tiêu nâng công suất phát điện lên 1.000MW. Công ty đang tiến hành nghiên cứu đầu tư 8 nhà máy điện mặt trời và điện gió với tổng công suất khoảng 500MW.

Hình 3: Danh mục các nhà máy điện của HDG (tại tháng 9/2020)

Dự án	Loại dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Thời điểm xây dựng	Thời điểm đầu vận hành	Công suất thiết kế	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)
Đang vận hành							
Za Hưng	Thủy điện	Quảng Nam	52%	NA	2009	30 MW	503
Nậm Pông	Thủy điện	Nghệ An	52%	NA	2014	30 MW	796
Nhạn Hạc	Thủy điện	Nghệ An	52%	05/2015	08/2018	59 MW	1.299
Hồng Phong 4	Điện mặt trời	Bình Thuận	83%	03/2019	06/2019	40 MW	932
Infra 1	Điện mặt trời	Ninh Thuận	80%	03/2020	09/2020	40 MW	1.066
Đang xây dựng							
Sông Tranh 4	Thủy điện	Quảng Nam	60%	06/2018	11/2020	48 MW	1.285
Đăk Mi 2	Thủy điện	Quảng Nam	98%	Quý 4/2018	03/2021	147 MW	3.750
7A	Điện gió	Ninh Thuận	100%	03/2020	08/2021	50 MW	1.210
Tổng						444 MW	10.841

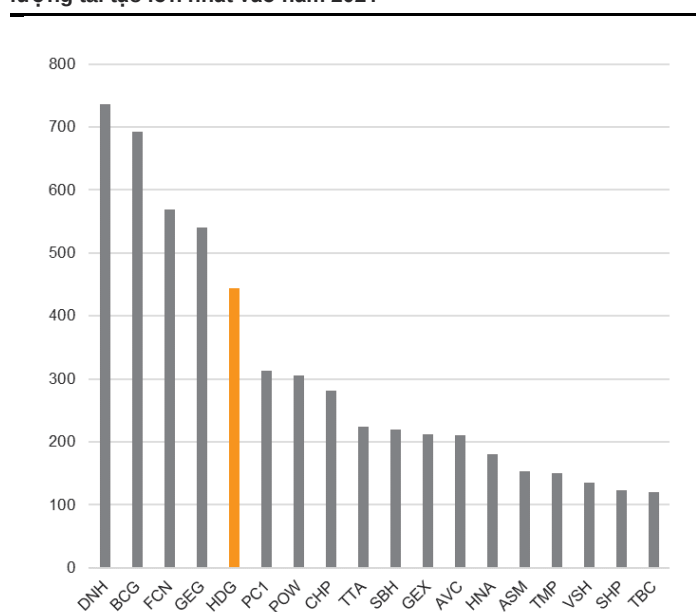
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Công suất thiết kế các nhà máy điện của HDG (MW)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: HDG sẽ lọt top 5 công ty niêm yết có tổng công suất năng lượng tái tạo lớn nhất vào năm 2021



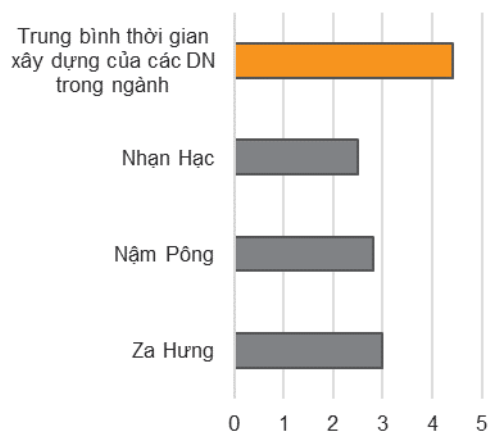
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

HDG là nhà phát triển các dự án năng lượng với tốc độ xây dựng nhanh chóng với chi phí hợp lý

Chúng tôi ước tính chi phí đầu tư của HDG vào một nhà máy thủy điện khoảng 31-33 tỷ đồng/MW (đã điều chỉnh theo lạm phát năm 2019). Mặc dù mức chi phí xây dựng này tương đương với các nhà máy thủy điện có cùng quy mô và

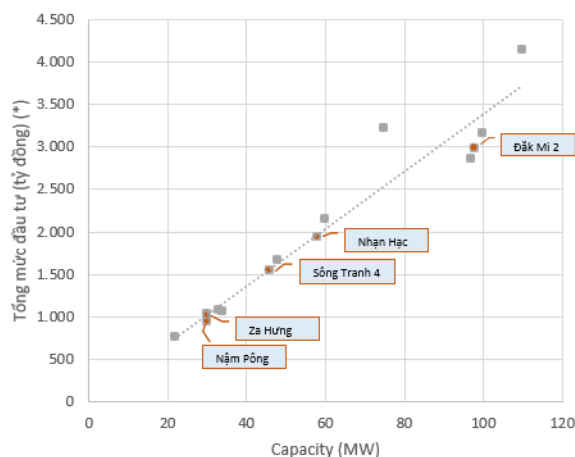
được xây dựng gần đây, nhưng quá trình xây dựng của các nhà máy thủy điện HDG lại nhanh hơn đáng kể so với các nhà máy khác.

Hình 6: Thời gian xây dựng của nhà máy thủy điện HDG so với các công ty trong ngành (năm)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Tổng mức đầu tư và công suất thiết kế các nhà máy thủy điện của HDG so với các công ty trong ngành



(*) Tổng mức đầu tư đã điều chỉnh theo lạm phát năm 2019

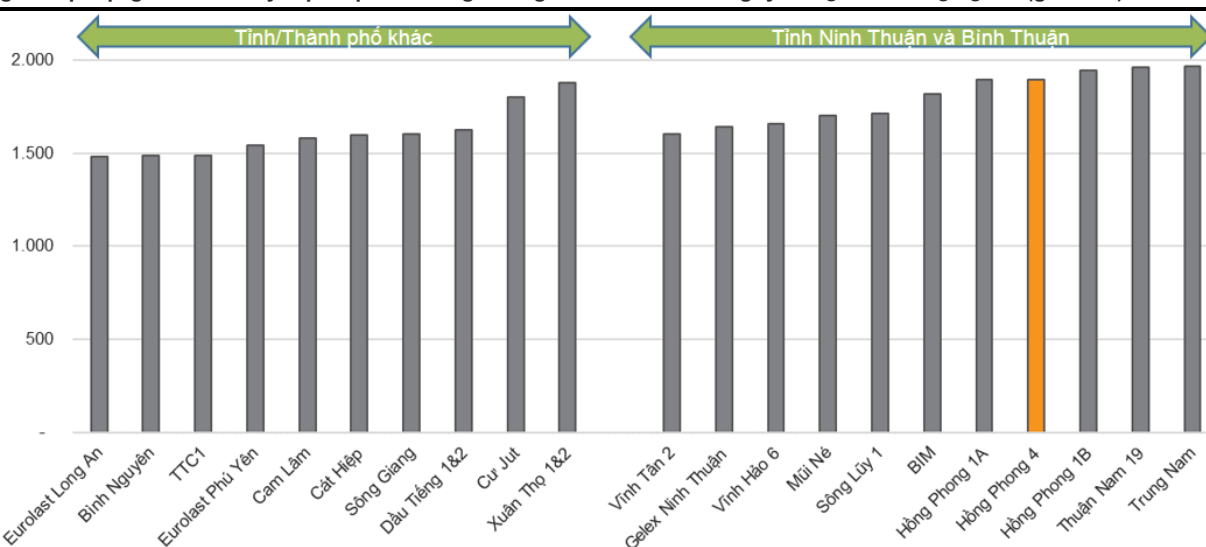
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhà máy điện mặt trời đầu tiên của HDG đang vận hành với hiệu suất lên tới 108,5%

Hồng Phong 4 – Dự án điện mặt trời đầu tiên của HDG đã chính thức phát điện từ tháng 6/2019 và được hưởng mức giá bán điện theo hợp đồng thu mua trong 20 năm là 9,35 cent/kWh. Theo tính toán của chúng tôi, số giờ nắng tại dự án Hồng Phong 4 lên tới 1.896 giờ/năm, cao hơn hẳn so với mức trung bình của các công ty cùng ngành với khoảng 1.500-1.650 giờ/năm.

Chúng tôi cho rằng hiệu suất hoạt động cao tại nhà máy Hồng Phong 4 nhờ ứng dụng công nghệ tiên tiến và sở hữu vị trí đắc địa. Bên cạnh đó, việc nằm gần đường dây truyền tải cũng giúp dự án dễ dàng hòa lưới điện, qua đó tránh được rủi ro quá tải tốt hơn so với các nhà máy điện mặt trời khác trên địa bàn tỉnh Bình Thuận.

Hình 8: Số giờ hoạt động của nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 cao hơn các công ty trong khác cùng ngành (giờ/năm)



(*) Dựa vào số liệu của 87 dự án điện mặt trời được vận hành trước 30/06/2019

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, EVN

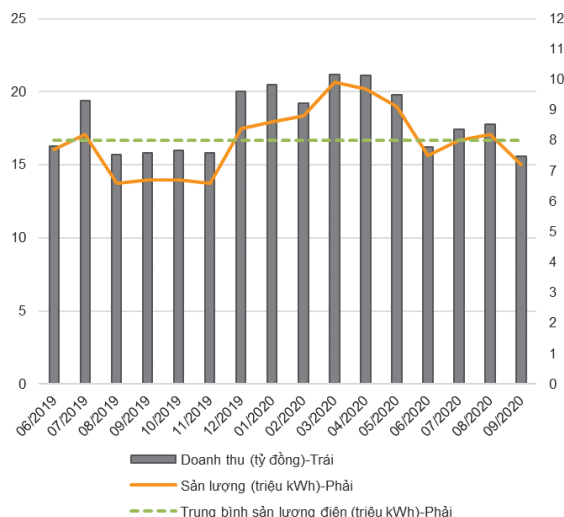
Trong 12 tháng hoạt động gần đây, nhà máy Hồng Phong 4 đang đạt hiệu suất vận hành ấn tượng, khoảng 108,5% công suất thiết kế, cung cấp trung bình 8,2 triệu kWh/tháng. Trong năm 2019, sản lượng điện tại Hồng Phong 4 chiếm 13,7% tổng lượng điện cung cấp ra thị trường của HDG. Chúng tôi ước tính doanh thu nhà máy sẽ đạt khoảng 17 tỷ đồng/tháng trong năm 2020.

Hình 9: Nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Hiệu suất vận hành ấn tượng tại dự án điện mặt trời Hồng Phong 4



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

MÀNG BẤT ĐỘNG SẢN: THIẾU HỤT DỰ ÁN TIỀM NĂNG SAU HADO CENTROSA

Nhà phát triển BĐS uy tín với nhiều dấu ấn tại phân khúc trung cấp

HDG là nhà phát triển BĐS thành công với các dự án nhà ở quy mô vừa và nhỏ (căn hộ, biệt thự, nhà liền kề) với thị trường mục tiêu là phân khúc trung cấp. Các dự án BĐS của công ty đã ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao ngay cả trong thời điểm thị trường suy thoái vào giai đoạn 2009–12 nhờ: (1) các dự án tọa lạc tại vị trí đắc địa với mật độ dân cư cao như quận Cầu Giấy, Thanh Xuân (Hà Nội), quận Gò Vấp, quận 10 (TP. HCM); (2) tập trung phát triển dự án có nhu cầu ở thực và (3) đảm bảo chất lượng thi công tốt và giao nhà đúng hạn.

Theo HDG, các dự án BĐS của công ty thường được bán hết chỉ vòng 1 năm sau khi ra mắt, cho phép công ty duy trì dòng tiền hoạt động ổn định và hạn chế áp lực vay vốn từ ngân hàng.

Hình 11: Các dự án nhà ở tiêu biểu của HDG

Dự án	Vị trí	Diện tích (m2)	Sản phẩm	Tình trạng
Z751B	Gò Vấp, TP.HCM	2.771	30 villas	Đã bàn giao năm 2008
Hoàng Sâm	Cầu Giấy, Hà Nội	1.000	64 căn hộ	Đã bàn giao năm 2009
Z751	Gò Vấp, TP.HCM	4.211	203 căn hộ	Đã bàn giao năm 2009
N04B2	Cầu Giấy, Hà Nội	5.262	341 căn hộ	Đã bàn giao năm 2009
183 Hoàng Văn Thái	Thanh Xuân, Hà Nội	21.136	504 căn hộ, 66 liền kề	Đã bàn giao năm 2010-2012
Hado Garden Villas	Quận 10, TP.HCM	7.174	19 biệt thự	Đã bán 12 căn, 7 căn còn lại cho thuê
CC1	Cầu Giấy, Hà Nội	2.206	135 căn hộ	Đã bàn giao
Nguyễn Văn Công	Gò Vấp, TP.HCM	4.600	431 căn hộ	Đã bàn giao năm 2014
Hado Park View	Cầu Giấy, Hà Nội	5.262	341 căn hộ	Đã bàn giao năm 2014
Khu đô thị Thới An	Quận 12, TP.HCM	20.748	124 biệt thự, liền kề	Đã hoàn thiện hạ tầng và bàn giao xây thô
Bình An Riverside	Quận 8, TP.HCM	23.237	759 căn hộ	Đã bàn giao
Khu đô thị Thạch Mỹ Lợi	Quận 2, TP.HCM	26.000	112 biệt thự song lập, đơn lập	Đã hoàn thành xây thô và bàn giao khách hàng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việc bàn giao dự án HaDo Centrosa sẽ đảm bảo lợi nhuận năm 2020

Tọa lạc tại trung tâm Quận 10, TP. HCM, HaDo Centrosa là dự án quy mô lớn đầu tiên của công ty, bao gồm 115 biệt thự liền kề, 8 tòa chung cư với tất cả 2.187 căn hộ. Dự án đã được bán hết trong nửa đầu năm 2018 và mang lại tổng giá trị ký bán đạt khoảng 10.700 tỷ đồng vào cuối tháng 6/2018.

Các căn hộ thấp tầng và 4 tháp cao tầng đã bàn giao trong giai đoạn 2017-19 trong khi 4 tháp còn lại được dự kiến sẽ bàn giao trong năm 2020-21. Chúng tôi ước tính HDG sẽ hạch toán 3.983 tỷ đồng trong năm 2020, tương đương 80-85% tổng doanh thu từ 4 tòa tháp này, phần còn lại sẽ được ghi nhận trong nửa đầu năm 2021.

Hình 12: Dự án HaDo Centrosa sẽ đảm bảo lợi nhuận năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: Ước tính doanh số ký bán tại 4 tháp Iris của dự án HaDo Centrosa

Block	Số lượng căn hộ	Giá bán (triệu VND/m ²)	Ước tính doanh thu (tỷ đồng)
Iris 1	144	47,3	603
Iris 2	224	50,8	1.060
Iris 3	283	43,0	1.027
Iris 4	359	44,1	1.292
Tổng	1.010	45,7	3.983

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi nhận thấy mảng BĐS sẽ không có dự án lớn trong ngắn hạn

Hiện tại, HDG đang sở hữu danh mục đầu tư gồm 7 dự án với gần 250.000 m² diện tích sàn (NFA). Các dự án dự kiến sẽ được phát triển trong giai đoạn 2020-23. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy HDG sẽ không có dự án lớn nào sẵn sàng bàn giao trong 2 năm tới.

Trong danh mục này, dự án được phát triển từ năm 2008 là Charm Villas sở hữu quy mô lớn nhất, với 528 căn nhà phố và biệt thự liền kề. Trong đó, 152 căn hộ đã được bán thành công nhưng dự án đã bị trì hoãn do thủ tục pháp lý kéo dài cũng như nhu cầu ngành BĐS giảm mạnh từ năm 2009. Sau khi điều chỉnh quy hoạch tổng thể dự án, HDG đặt mục tiêu tung ra thị trường 376 căn còn lại để bán trong nửa cuối năm 2020. Theo khảo sát của chúng tôi, giá bán tại dự án bình quân rơi vào khoảng 7-9 tỷ đồng/căn và dự kiến sẽ đem lại 3.300 tỷ đồng doanh số ký bán trong giai đoạn 2020-22. Mặc dù vậy, quy mô của Charm Villas tương đối nhỏ so với HaDo Centrosa (khoảng 10.700 tỷ đồng doanh số ký bán).

Mặc dù sở hữu quỹ đất lớn nhưng chúng tôi nhận thấy quỹ đất sạch và sẵn sàng triển khai của HDG đang gặp khá nhiều hạn chế. Hai dự án đáng chú ý còn lại là Noong Tha và Alilla Bảo Đại vẫn đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục pháp lý và chưa có quy hoạch tổng thể chi tiết. Do đó, chúng tôi chỉ ghi nhận theo giá trị sổ sách (BV) cho 2 dự án này trong việc định giá HDG.

Hình 14: Kế hoạch phát triển các dự án BĐS của HDG

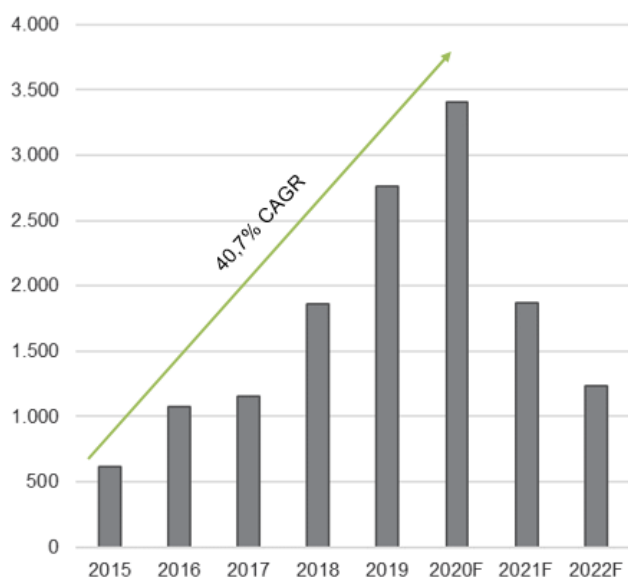
Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất (m2)	Diện tích sàn (m2)	Ước tính doanh thu còn lại (tỷ đồng) (**)	Thời gian triển khai dự án (*)						
							2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Hado Centrosa	Quận 10, TP.HCM	Chung cư/Nhà phố	89%	68.500	202.166	4.000							
Nongtha Central Park	Vientiane, Lào	Biệt thự	100%	745.000	N/A	2.400							
Charm Villas	An Khánh, Hà Nội	Biệt thự/Shophouse	100%	300.250	63.162	3.300							
Green Lane	Quận 8, TP.HCM	Chung cư	99%	23.237	71.500	2.150							
Allia Bảo Đại	Nha Trang, Khánh Hòa	Biệt thự/Khách sạn	65%	89.200	4.125	1.000							
Dịch Vọng Complex	Thủ Đức, TP.HCM	Chung cư/Văn phòng	100%	9.865	75.000	1.500							
Kha Vạn Cân	Thủ Đức, TP.HCM	Chung cư/Nhà phố	100%	27.125	N/A	2.700							
CC3	Cầu Giấy, Hà Nội	Chung cư/Văn phòng	100%	4.506	N/A	500							
Total				1.267.683	415.953	17.550							

(*) Thời gian triển khai dự án (được tính từ thời điểm mở bán đầu tiên đến khi hoàn thành dự án) được tô màu xám. Trường hợp không tô màu do DN không thông báo về khung thời gian chi tiết của dự án.

(**) Nguồn: HDG ước tính

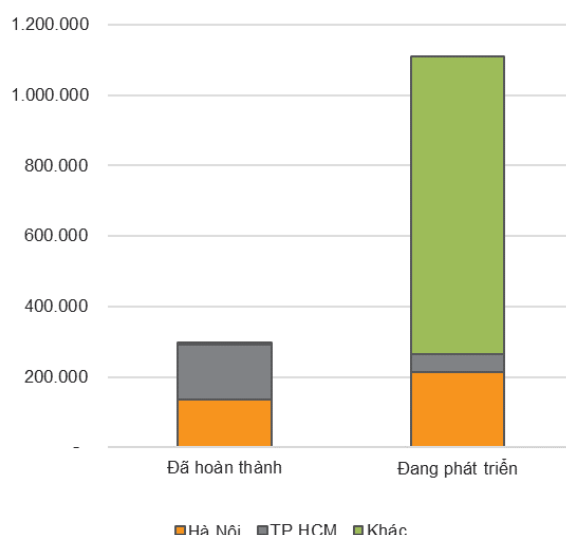
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Doanh thu mảng BĐS sẽ giảm từ năm 2021 do thiếu vắng dự án lớn được bàn giao (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: Quỹ đất BĐS của HDG (m2)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: Dự án Charm Villas



- Vị trí: huyện Hoài Đức, Hà Nội
- Hiện trạng: đất sạch, đã phát triển hệ thống giao thông, đường nội bộ, công viên, sân chơi, hồ nước, khu vui chơi, đã xây dựng 20 biệt thự, một trường học. Hiện tại đang làm đường vành đai liên vùng (ngân sách nhà nước); đã hoàn thiện thủ tục pháp lý và sẵn sàng để bán.
- Sản phẩm: 528 căn nhà phố và biệt thự liền kề, đã bán được 152 căn.
- NFA: 106.139 m2
- Mở bán trong Q3 và Q4/2020
- Doanh thu dự kiến: 3.300 tỷ đồng
- Giá bán của các dự án lân cận:
 - Nam An Khánh, Splendora: 60 triệu đồng/m2
 - Geleximco An Khánh: 45-50 triệu đồng/m2
 - Vinhomes Thăng Long: 70-80 triệu đồng/m2

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

MẢNG KHÁCH SẠN & CHO THUÊ VĂN PHÒNG: DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH TRONG 5 NĂM TỚI

Tính đến cuối tháng 6/2020, HDG đang quản lý 41.000 m2 sàn thương mại, văn phòng cho thuê và một khách sạn (Ibis Hotel) được khánh thành từ đầu năm 2016. Nhờ tọa lạc gần sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất, khách sạn đã đạt tỷ lệ lấp đầy hơn 90% giai đoạn 2018-19. Trong năm 2019, Ibis Hotel ghi nhận 125,7 tỷ đồng doanh thu, đóng góp 40% vào tổng doanh thu mảng khách sạn và văn phòng cho thuê của HDG.

Dịch bệnh ảnh hưởng nặng nề đến hoạt động kinh doanh khách sạn của HDG, kết quả tỷ lệ lấp đầy trong 9 tháng đầu năm 2020 giảm xuống 38% so với mức 92% cùng kỳ năm ngoái. Đặc biệt trong tháng 4-5/2020, tỷ lệ lấp đầy tại khách sạn chỉ dưới 10%. Chúng tôi kỳ vọng tình hình hoạt động tại khách sạn sẽ được cải thiện từ quý 4/2020 giúp tỷ lệ lấp đầy cả năm 2020 đạt 50% và năm 2021 là 60%.

Diện tích văn phòng cho thuê dự kiến sẽ tăng gấp đôi trong 5 năm tới, phụ thuộc vào tiến độ các dự án BĐS của HDG.

Hình 18: Danh mục khách sạn và văn phòng cho thuê của HDG

Dự án	Vị trí	Diện tích (m2)	Chú thích
Văn phòng cho thuê			
Đang vận hành		40.722	
NO10 Dịch Vọng	Cầu Giấy, Hà Nội	1.624	
CC1 Dịch Vọng	Cầu Giấy, Hà Nội	1.146	
K800	Cầu Giấy, Hà Nội	2.047	
183 Hoàng Văn Thái	Thanh Xuân, Hà Nội	1.738	
Hoàng Sâm	Cầu Giấy, Hà Nội	543	
Z751A	Gò Vấp, TP.HCM	1.033	
Nguyễn Văn Công Apartment	Gò Vấp, TP.HCM	800	
Bãi đỗ xe 183 Hoàng Văn Thái	Thanh Xuân, Hà Nội	700	
CC3	Cầu Giấy, Hà Nội	4.044	21 tầng nổi, 3 tầng hầm
Airport Building	Tân Bình, TP.HCM	10.247	
South Building	Tân Bình, TP.HCM	6.715	
Khu vực cho thuê tại Centrosa	Quận 10, TP.HCM	9.049	
Tạ Quang Bửu	Hai Bà Trưng, Hà Nội	1.036	7 tầng cho thuê văn phòng
Dự kiến triển khai			
		33.467	
Khu vực cho thuê tại D8 Greenlane	Quận 8, TP.HCM	2.705	
Khu vực cho thuê tại Kha Vạn Cân	Thủ Đức, TP.HCM	3.500	
Khu vực cho thuê của CTCP Thiết bị Giao dục 1	Thanh Xuân, Hà Nội	2.700	
Khu vực cho thuê tại Dịch Vọng	Cầu Giấy, Hà Nội	9.305	
Đất tại Hưng Yên	Hưng Yên	6.636	Mới mua lại
Đất tại Hải Phòng	Cát Bi, Hải Phòng	8.621	Mới mua lại
Khách sạn			
IBIS Hotel	Tân Bình, TP.HCM		274 phòng
Bảo Đại Imperial Hotel	Nha Trang, Khánh Hòa		Khách sạn 5 sao, dự kiến vận hành trong năm 2022

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

TRIỂN VỌNG 2020-22: ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN ĐẾN TỪ MẢNG NĂNG LƯỢNG

Doanh thu và LN gộp mảng năng lượng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2021

Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng năng lượng sẽ đạt mức tăng trưởng kép 44,5%/năm trong giai đoạn 2020-22 nhờ công suất các nhà máy điện tăng 29,3% trong kỳ.

Chúng tôi kỳ vọng nhà máy thủy điện Sông Tranh 4 sẽ đi vào hoạt động trong Q4/20, trong khi nhà máy điện mặt trời Infra 1 và Hồng Phong 4 sẽ vận hành với công suất lần lượt là 25% và 95% trong năm nay. Doanh thu mảng năng lượng được dự báo sẽ tăng 27,4% svck trong năm 2020.

Trong năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu mảng năng lượng sẽ tăng trưởng gấp đôi svck dựa trên các giả định:

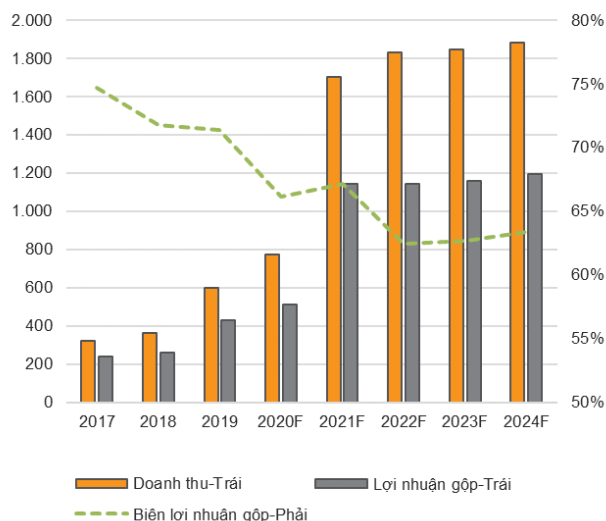
- Nhà máy thủy điện Đăk Mi 2 và điện gió 7A sẽ đi vào hoạt động lần lượt trong Q1/21 và Q2/21, đem lại khoảng 600 tỷ đồng doanh thu năm 2021.
- Nhà máy điện mặt trời Infra 1 sẽ hoạt động với hiệu suất cao 80% do nhà máy này được áp dụng công nghệ tương tự như nhà máy Hồng Phong 4, thậm chí còn sở hữu hiệu suất chuyển đổi năng lượng cao hơn.
- Chúng tôi cũng đánh giá tích cực về 2 nhà máy thủy điện Za Hưng và Nậm Pông do nguy cơ thiếu nguồn nước sẽ giảm bớt vào năm 2021 dưới tác động của hiện tượng La Nina sắp xảy ra. Công suất hoạt động của 2 nhà máy dự kiến sẽ đạt lần lượt 80% và 60% trong năm 2021, cao hơn mức 65% và 48% trong năm 2019.
- Biên LN gộp mảng điện sẽ giảm dần xuống mức 62,4% vào năm 2022 từ mức 71,7% trong năm 2019, do 1) đóng góp nhiều hơn nhà máy điện mặt trời và điện gió vào tổng doanh thu trong khi biên LN gộp lại thấp hơn (49,7% so với mức 68,4% của nhà máy thủy điện vào năm 2022) và 2) chi phí khấu hao cao của các nhà máy mới.

Hình 19: Ước tính hiệu suất vận hành của các nhà máy điện của HDG

Dự án	Sản lượng thiết kế (kWh/năm)	Thời điểm vận hành	Hiệu suất vận hành		
			2019	2020F	2021F
Thủy điện					
Za Hưng	122,7	2009	65,4%	70,0%	80,0%
Nậm Pông	123,3	2014	48,0%	50,0%	60,0%
Nhậm Hạc	206,0	Q3/18	87,4%	85,0%	85,0%
Sông Tranh 4	178,2	Q4/20		10,0%	70,0%
Đăk Mi 2	560,3	Q1/21			50,0%
Điện mặt trời					
Hồng Phong 4	91,0	Q2/19	55,8%	95,0%	95,0%
Infra1	92,0	Q3/20		25,0%	80,0%
Điện gió					
7A	170,0	Q1/21			50,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 20: Doanh thu và LN gộp mảng năng lượng sẽ bứt phá trong giai đoạn 2020-21 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Dự án HaDo Centrosa đóng góp chính vào kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2020

Hình 21: Kết quả kinh doanh 9T/2020 của HDG

tỷ đồng	Quý 3/2020	Quý 3/2019	% svck	9T/2020	9T/2019	% svck Nhận xét
Doanh thu	839,5	1.245,2	-32,6%	3.829,9	3.117,9	22,8%
Bất động sản	474,3	832,6	-43,0%	2.606,0	2.061,8	26,4%
Năng lượng	170,0	113,8	49,3%	511,0	424,4	20,4%
Cho thuê văn phòng, khách sạn	86,4	80,1	7,9%	204,0	231,6	-11,9%
Xây dựng	189,8	212,3	-10,6%	511,0	400,3	27,7%
Lợi nhuận gộp	355,3	489,5	-27,4%	1.558,5	1.365,9	14,1%
CPBH&QLDN	57,8	77,8	-25,7%	146,3	199,8	-26,8%
EBIT	297,5	411,7	-27,7%	1.412,2	1.166,1	21,1%
Lãi vay	58,7	81,7	-28,2%	239,4	178,2	34,4%
Lợi nhuận trước thuế	248,1	348,9	-28,9%	1.211,6	992,8	22,0%
Lợi nhuận sau thuế	187,4	273,6	-31,5%	962,4	795,9	20,9%
Lợi nhuận ròng	128,4	235,4	-45,4%	764,4	644,9	18,5%
Biên lợi nhuận gộp	42,3%	39,3%	3,0 đ %	40,7%	43,8%	-3,1 đ %
% CPBH&QLDN/DT	6,9%	6,2%	0,6 đ %	3,8%	6,4%	-2,6 đ %
Biên EBIT	35,4%	33,1%	2,4 đ %	36,9%	37,4%	-0,5 đ %
Biên lợi nhuận ròng	22,3%	22,0%	0,4 đ %	20,0%	20,7%	-0,7 đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của HDG sẽ đạt mức cao kỷ lục trong năm 2020 nhờ hạch toán những căn cuối cùng tại dự án BĐS HaDo Centrosa

Chúng tôi dự báo doanh thu và LN ròng của HDG sẽ tăng lần lượt 15,9% và 11,0% svck trong năm 2020 nhờ: 1) doanh thu mảng điện tăng 27,4% svck; 2) doanh thu mảng BĐS tăng 23,6% svck nhờ bàn giao dự án HaDo Centrosa; trong khi 3) doanh thu mảng khách sạn và văn phòng cho thuê giảm 41,8% svck do bị ảnh hưởng nặng nề từ Covid-19.

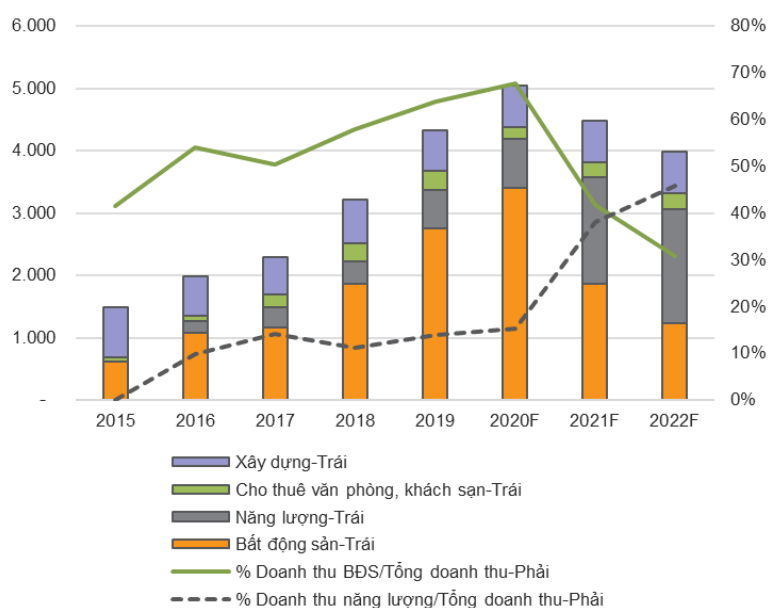
Trong năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu mảng BĐS sẽ giảm 45,1% svck do thiếu các dự án lớn, đóng góp chính đến KQKD mảng này vẫn là phần còn lại của dự án HaDo Centrosa và 37,5% doanh thu ước tính tại dự án Charm Villas. Về mặt tích cực, nhà máy thủy điện Đắk Mi 2 và nhà máy điện gió 7A đi vào hoạt động sẽ giúp nâng doanh thu từ mảng năng lượng tăng 120,8% svck vào năm 2021, nâng tỷ trọng đóng góp của mảng này lên 38,1% trong năm 2021 từ mức 14,0% trong năm 2019.

Hình 22: Dự phóng kết quả kinh doanh của HDG trong giai đoạn 2020-21

tỷ đồng	2019A	2020F	% svck	2021F	% svck
Doanh thu	4.342,5	5.034,7	15,9%	4.477,5	-11,1%
Bất động sản	2.759,0	3.410,8	23,6%	1.872,4	-45,1%
Năng lượng	606,5	772,8	27,4%	1.706,0	120,8%
Cho thuê văn phòng, khách sạn	330,8	192,4	-41,8%	230,8	19,9%
Xây dựng	646,7	658,7	1,9%	668,3	1,5%
Lợi nhuận gộp	1.827,6	2.108,7	15,4%	2.154,8	2,2%
Bất động sản	1.197,5	1.467,5	22,6%	849,0	-42,1%
Năng lượng	434,9	511,2	17,5%	1.146,4	124,3%
Cho thuê văn phòng, khách sạn	158,0	86,4	-45,3%	115,1	33,3%
Xây dựng	10,1	43,7	330,9%	44,3	1,5%
CPBH&QLDN	281,9	220,0	-21,9%	254,3	15,6%
EBIT	1.537,8	1.879,6	22,2%	1.892,4	0,7%
Lãi vay	228,0	321,9	41,2%	662,4	105,8%
Lợi nhuận trước thuế	1.389,8	1.577,1	13,5%	1.248,2	-20,9%
Lợi nhuận sau thuế	1.117,0	1.269,6	13,7%	1.065,6	-16,1%
Lợi nhuận ròng	931,7	1.033,8	11,0%	897,0	-13,2%
Biên lợi nhuận gộp	42,1%	41,9%	-0,2 đ %	48,1%	6,2 đ %
Bất động sản	43,4%	43,0%	-0,4 đ %	45,3%	2,3 đ %
Năng lượng	71,7%	66,1%	-5,6 đ %	67,2%	1,1 đ %
Cho thuê văn phòng, khách sạn	47,8%	44,9%	-2,9 đ %	49,9%	5,0 đ %
Xây dựng	1,6%	6,6%	5,1 đ %	6,6%	0,0 đ %
% CPBH&QLDN/DT	6,5%	4,4%	-2,1 đ %	5,7%	1,3 đ %
Biên EBIT	35,4%	37,3%	1,9 đ %	42,3%	4,9 đ %
Biên lợi nhuận ròng	21,5%	20,5%	-0,9 đ %	20,0%	-1,2 đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Theo ước tính của chúng tôi, mảng năng lượng sẽ đóng góp vào tổng doanh thu với tỷ trọng cao hơn, tăng lên mức 38-46% vào giai đoạn 2021-2022 từ mức chỉ 11-14% trong năm 2017-2019.

Hình 23: Mảng năng lượng sẽ đóng góp nhiều hơn trong tổng doanh thu HDG (tỷ đồng)


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

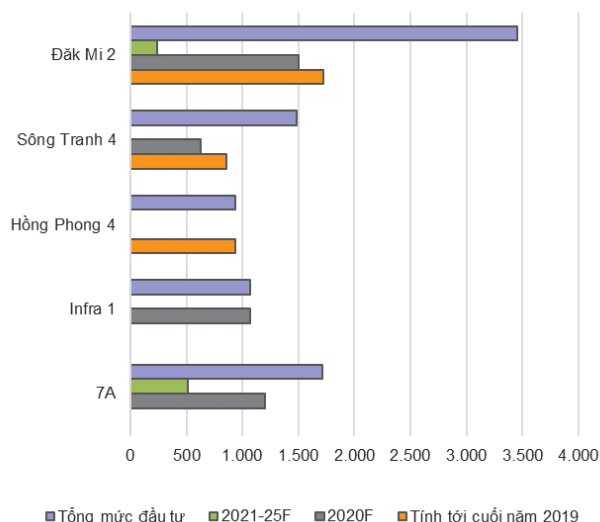
Nhu cầu vốn gia tăng đột biến trong năm 2020 sau đó giảm dần

Năm 2020 là cột mốc quan trọng trong chiến lược kinh doanh của HDG, khi công ty dần chuyển qua mảng năng lượng tái tạo với việc xây dựng đồng thời 4 nhà máy điện có tổng mức đầu tư lên tới 4.392 tỷ đồng. Cụ thể, công ty sẽ giải ngân để hoàn thành thủy điện Sông Tranh 4 trong Q4/20 và khoảng 90–95% khối lượng thi công tại thủy điện Đắk Mi 2 trong năm nay. Trong khi đó, HDG cũng đang chịu áp lực phải hoàn thành các dự án năng lượng tái tạo mới (bao gồm điện mặt trời Infra 1 và điện gió 7A) trước thời hạn để được hưởng giá bán điện ưu đãi.

Theo kế hoạch đầu tư của HDG, nhu cầu vốn sẽ giảm đáng kể trong năm 2021 khi công ty chỉ tập trung hoàn thành những hạng mục xây dựng cuối cùng tại thủy điện Đắk Mi 2 và điện gió 7A.

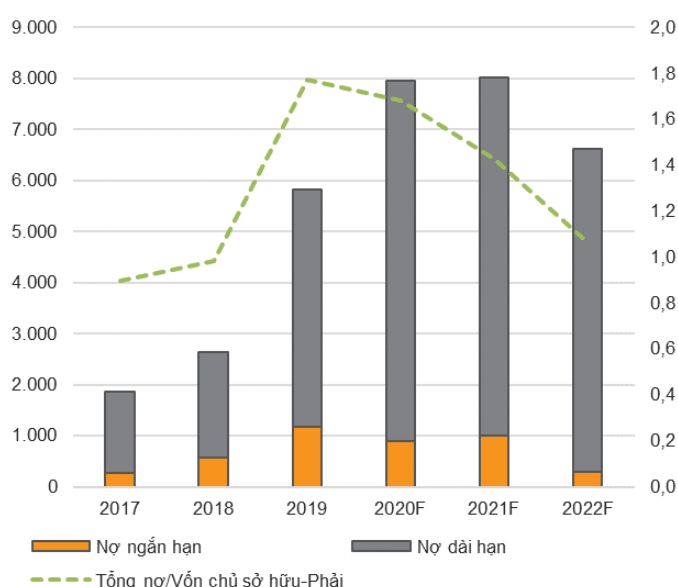
Chúng tôi ước tính tỷ lệ Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu của HDG trong giai đoạn 2020-21 sẽ lần lượt là 1,7 lần và 1,4 lần. Như vậy, những lo ngại về tỷ lệ đòn bẩy cao trong cơ cấu tài chính của công ty sẽ giảm đáng kể từ năm 2021.

Hình 24: Kế hoạch đầu tư các nhà máy điện của HDG (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

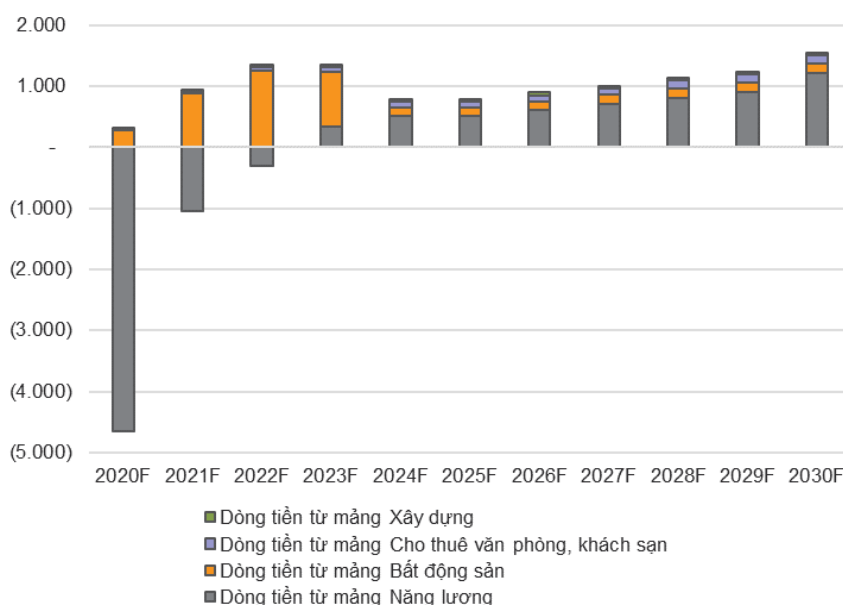
Hình 25: Tỷ lệ Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu sẽ giảm từ năm 2021, theo ước tính của chúng tôi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Dòng tiền kinh doanh sẽ quay trở lại mức dương kể từ năm 2022

Theo dự phóng của chúng tôi, dòng tiền của HDG sẽ yếu cho đến năm 2021 và phụ thuộc lớn vào tiến độ bán tại dự án BĐS Charm Villas. Sau đó, khi tất cả các nhà máy điện đi vào hoạt động từ năm 2021 sẽ giúp dòng tiền từ hoạt động kinh doanh quay trở lại mức dương trong năm 2022.

Hình 26: Doanh tiền kinh doanh của HDG vẫn sẽ yếu cho đến năm 2022 (tỷ đồng)


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

RỦI RO

Rủi ro thời tiết

Kết quả kinh doanh của các nhà máy thủy điện phụ thuộc lớn vào điều kiện thời tiết, cụ thể lợi nhuận có thể sẽ thấp bất thường trong những năm El Nino và cao trong những năm La Nina.

Rủi ro chính sách

Rủi ro thay đổi chính sách liên quan đến giá mua điện, thuế thu nhập doanh nghiệp hoặc thuế suất quyền sử dụng đất có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của các nhà máy năng lượng tái tạo. Nhà máy điện mặt trời và điện gió có vốn đầu tư cao hơn và tỷ lệ được huy động thấp hơn so với nhiệt điện; do đó, sự thay đổi trong chính sách giá thu mua điện có thể tác động đáng kể đến lợi nhuận các nhà máy điện hiện có của HDG.

ĐỊNH GIÁ

Phát hành báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 29.600 đồng/cp

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để đánh giá giá trị riêng của từng mảng kinh doanh, từ đó tính tổng giá trị vốn chủ sở hữu của công ty và đưa ra mức giá mục tiêu là 29.600 đồng/cp.

Chúng tôi định giá mảng BĐS theo phương pháp NAV dựa trên khả năng triển khai và bán hàng tại các dự án đang sẵn sàng để bán hiện nay (bao gồm HaDo Centrosa và Charm Villas), trong khi các dự án khác được định giá theo giá trị sổ sách.

Đối với mảng khách sạn và văn phòng cho thuê, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF cho các dự án đang hoạt động, bên cạnh triển vọng cải thiện tỷ lệ lấp đầy tại khách sạn Ibis Hotel sau khi đại dịch kết thúc.

Đối với mảng năng lượng, chúng tôi cũng áp dụng phương pháp định giá DCF dựa trên hiệu quả hoạt động tại các nhà máy và tiến độ đưa các nhà máy mới vào vận hành theo thông tin từ doanh nghiệp.

Đối với mảng xây dựng, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá so sánh P/E với P/E mục tiêu là 5,0 lần, tương đương mức trung bình các doanh nghiệp trong ngành.

Hình 27: Định giá từng phần (SOTP)

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Tỷ trọng
	tỷ đồng	VND/cp
Định giá từng phần		
Bất động sản, NPV	2.910	
Thủy điện, DCF 10 năm	8.921	
Cho thuê văn phòng, khách sạn, DCF 10 năm	950	
Xây dựng, P/E	69	5,0x
Đầu tư vào cty liên kết, giá trị sổ sách	39	
(+) Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn	720	
(-) Nợ vay	7.948	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số, giá trị sổ sách	1.095	
Giá trị doanh nghiệp	4.567	
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	154	
Giá trị mỗi cp		29.600
Giá trị mỗi cp (làm tròn)		29.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH DỰ PHỎNG

Chúng tôi cho rằng việc HDG thực hiện thay đổi chiến lược kinh doanh sang tập trung vào mảng năng lượng là hợp lý khi tận dụng được nhiều chính sách ưu đãi của chính phủ. Mảng năng lượng hứa hẹn sẽ mang lại dòng tiền ổn định cho công ty, bên cạnh việc duy trì mảng BĐS để tận dụng cơ hội khi chu kỳ ngành chuyển biến tích cực hơn.

Theo dự phóng của chúng tôi, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của HDG sẽ duy trì mức yếu cho đến năm 2022, phụ thuộc lớn vào tiến độ mở bán tại dự án BĐS Charm Villas. Sau đó, từ năm 2023, dòng tiền dương từ mảng năng lượng được kỳ vọng sẽ giúp cải thiện dòng tiền công ty.

Tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) hiệu suất vận hành tốt hơn kỳ vọng của các nhà máy điện và 2) tiến độ triển khai các dự án BĐS mới sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) thời tiết xấu ảnh hưởng đến hoạt động của các nhà máy điện và 2) khả năng bán hàng yếu của dự án Charm Villas.

Hình 28: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (số liệu tại ngày 30/10/2020)

Công ty	Mã CK	Giá	Giá	Vốn	P/E (x)	EPS 3			EV /		ROE	D/E (x)	
		hiện tại	mục										
		nội tệ	nội tệ	tỷ đồng	TTM	20F	CAGR	hiện tại	20F	TTM	TTM	20F	hiện tại
Bất động sản													
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	11.500	N/A	5.960	N/A	13,3	19,1	0,9	N/A	6,1	-1,3	N/A	47,7
CTCP ĐT KD nhà Khang Điền	KDH VN	25.000	29.100	13.970	12,1	11,8	18,7	1,8	1,7	11,6	15,7	14,7	10,2
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	27.200	36.100	7.487	10,4	5,4	32,3	1,4	1,1	10,6	14,6	22,3	14,0
CTCP PT BĐS Phát Đạt	PDR VN	41.000	N/A	15.180	13,7	N/A	54,7	3,5	N/A	9,2	28,2	N/A	49,7
CTCP Địa Ốc Sài Gòn Thương Tín	SCR VN	5.890	N/A	2.158	10,2	N/A	18,7	0,5	N/A	18,3	4,7	N/A	47,7
Tổng CTCP ĐT PT Xây dựng	DIG VN	19.150	N/A	5.873	14,2	N/A	108,6	1,5	N/A	11,8	11,3	N/A	31,9
CTCP Đầu tư Văn Phú - Invest	VPI VN	33.300	N/A	6.660	12,1	N/A	170,4	2,6	N/A	14,7	24,0	N/A	158,4
CTCP Đầu tư Hải Phát	HPX VN	26.650	N/A	7.049	17,3	N/A	17,7	2,4	N/A	22,0	14,5	N/A	67,2
Trung bình				8.042	12,8	10,2	55,0	1,8	1,4	13,0	14,0	18,5	53,3
Năng lượng													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	14.000	N/A	3.796	17,0	15,1	14,8	1,5	1,1	11,6	9,4	8,6	151,1
CTCP Cơ điện lạnh	REE VN	41.900	N/A	12.991	8,8	8,3	15,8	1,2	N/A	14,6	14,8	N/A	50,7
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	19.300	N/A	3.980	90,0	N/A	-10,2	1,3	N/A	38,2	1,4	N/A	170,6
CTCP Thủy điện miền Trung	CHP VN	19.450	N/A	2.857	13,2	N/A	38,6	1,7	N/A	7,7	13,3	N/A	91,3
CTCP Thủy điện miền Nam	SHP VN	24.050	N/A	2.254	27,8	N/A	35,0	2,1	N/A	5,5	7,3	N/A	62,2
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC VN	24.500	N/A	1.556	10,9	N/A	12,1	1,6	N/A	10,4	14,6	N/A	36,4
CTCP ĐT PT Điện miền Trung	SEB VN	36.500	N/A	1.168	13,2	N/A	24,2	3,0	N/A	9,0	22,6	N/A	55,5
CTCP Thủy điện Sê San 4A	S4A VN	27.850	N/A	1.175	16,4	N/A	25,8	2,5	N/A	8,9	15,2	N/A	105,3
Trung bình				3.722	24,6	11,7	19,5	1,9	1,1	13,2	12,3	8,6	90,4
Xây dựng													
CTCP Xây dựng Cotecons	CTD VN	56.400	N/A	4.303	6,7	6,9	-21,4	0,5	N/A	N/A	7,9	N/A	0,0
CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	HBC VN	10.050	N/A	2.320	9,3	60,2	-4,6	0,6	0,6	7,8	7,1	1,3	125,3
CTCP Đầu tư Cầu đường CII	LGC VN	63.000	N/A	12.150	42,5	N/A	16,6	4,2	N/A	24,8	9,9	N/A	146,9
CTCP Licogi 16	LCG VN	9.690	N/A	1.117	5,6	N/A	27,4	0,7	N/A	4,5	12,9	N/A	60,8
Trung bình				4.972	16,0	33,5	4,5	1,5	0,6	12,4	9,5	1,3	83,2
Đa ngành													
CTCP Đạt Phương	DPG VN	25.400	N/A	1.105	4,5	N/A	16,8	1,2	N/A	6,5	31,8	N/A	199,3
CTCP Xây lắp điện 1	PC1 VN	21.700	17.200	3.457	10,0	5,0	5,5	0,9	0,8	7,1	9,9	10,8	82,5
Trung bình				2.281	7,2	5,0	11,1	1,1	0,8	6,8	20,8	10,8	140,9
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	23.200	29.600	3.617	3,8	4,6	96,4	1,5	1,3	5,6	48,0	34,2	177,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH DỰ PHỎNG, BLOOMBERG

KẾ HOẠCH TRIỂN KHAI CÁC DỰ ÁN NĂNG LƯỢNG

Hình 29: Nhà máy thủy điện Sông Tranh 4



- Vị trí: huyện Hiệp Đức, tỉnh Quảng Nam
- Capex năm 2019: 676 tỷ đồng
- Tiến độ xây dựng: Đã hoàn thành đắp hồ chứa, móng, dọn sạch lòng hồ; xây dựng bắt đầu tăng tốc 9 tháng qua.
- Tổng mức đầu tư: 1.485 tỷ đồng
- Công suất: 48MW
- Thời điểm phát điện thương mại: Quý 4/2020
- Sản lượng: 180 triệu kWh/năm.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 30: Nhà máy thủy điện Đắk Mi 2



- Vị trí: huyện Phước Sơn, tỉnh Quảng Nam
- Capex năm 2019: 698 tỷ đồng
- Tiến độ xây dựng: Đã hoàn thành cầu, đường, đập và móng; đào 5,5/7km đường hầm dẫn nước; đàm phán xong tuabin thứ 3 (nâng công suất thiết kế thêm 48MW).
- Tổng mức đầu tư: 3.454 tỷ đồng
- Công suất: 147MW
- Thời điểm phát điện thương mại: Quý 1/2021
- Sản lượng: 450 triệu kWh/năm.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 31: Nhà máy điện mặt trời Infra 1



- Vị trí: huyện Ninh Phước, tỉnh Ninh Thuận
- Tiến độ xây dựng: Đã lắp đặt xong và phát điện thương mại từ ngày 04/09/2020.
- Tổng mức đầu tư: 1.066 tỷ đồng
- Công suất: 50MWp
- Sản lượng: 92 triệu kWh/năm.
- Giá mua điện: 9,35 cent/kWh – 20 năm.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 32: Nhà máy điện gió 7A



- Vị trí: huyện Ninh Phước, tỉnh Ninh Thuận
- Tiến độ xây dựng: Đã hoàn thành giải phóng mặt bằng, thiết kế, lựa chọn nhà thầu xây dựng đường giao thông, móng, tuabin, trạm biến áp và đường dây truyền tải.
- Tổng mức đầu tư: 1.710 tỷ đồng
- Công suất: 50MW
- Thời điểm phát điện thương mại: Quý 1/2021
- Sản lượng: 152 triệu kWh/năm
- Giá mua điện: 8,5 cent/kWh – 20 năm.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

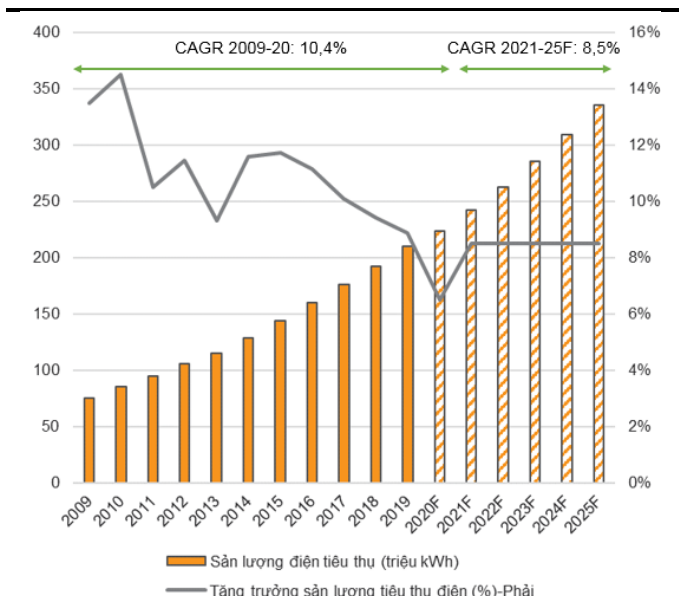
TÌNH TRẠNG THIẾU HỤT ĐIỆN CÓ THỂ KÉO DÀI TRONG THẬP KỶ TỚI

Nhu cầu điện được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh

Lượng tiêu thụ điện tăng nhanh trong bối cảnh Việt Nam thực hiện công nghiệp hóa và hội nhập vào nền kinh tế toàn cầu. Trong 10 năm qua, lượng điện tiêu thụ đã tăng gấp đôi từ 74,8 TWh trong 2009 lên 209,4 TWh trong 2019 (Nguồn: Tổng cục Thống kê) tương ứng với mức tăng trưởng kép 10,8%, gần gấp đôi tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam.

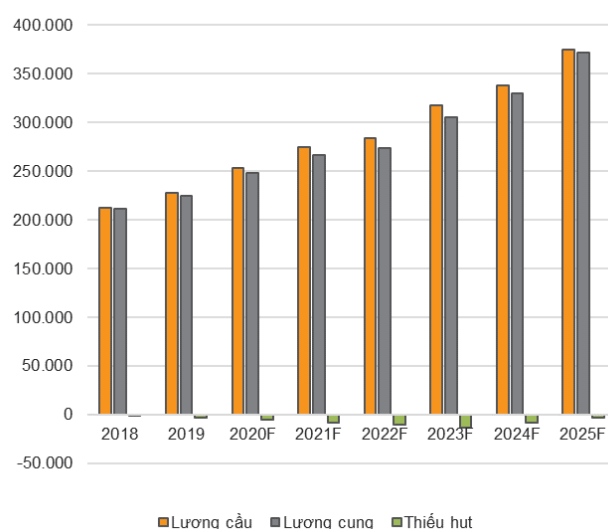
Chúng tôi kỳ vọng ngành điện sẽ tăng trưởng nhanh trong thập kỷ tới, cả về sản lượng tiêu thụ và công suất thiết kế. Việt Nam cần nhanh chóng xây dựng và cải thiện công suất phát điện để đáp ứng nhu cầu điện tăng nhanh trong bối cảnh lĩnh vực sản xuất tiếp tục mở rộng và tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ.

Hình 33: Lượng tiêu thụ điện ở Việt Nam tăng nhanh (2009-25)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO, VIỆN NĂNG LƯỢNG VIỆT NAM ƯỚC TÍNH

Hình 34: Việt Nam dự kiến vẫn sẽ thiếu điện cho đến năm 2025 (triệu kWh)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EVN

Nguồn cung tăng trưởng chậm hơn nhu cầu

EVN đã dự báo tốc độ tăng mức tiêu thụ điện cả nước sẽ tăng trưởng ở mức 9,5–10,8%/năm trong giai đoạn 2019-25. Để đáp ứng nhu cầu, theo quy hoạch phát triển điện lực quốc gia đã sửa đổi (PDP VII đã sửa đổi), Việt Nam cần công suất điện 60.000MW vào năm 2020 và 96.500MW vào năm 2025. Đến cuối năm 2019, tổng công suất lắp đặt đạt 55.939MW (+13,3% svck) chủ yếu nhờ công suất bổ sung 5.398MW từ các lĩnh vực năng lượng tái tạo (Nguồn: EVN). Theo quy hoạch điện VII, tổng công suất của các nguồn điện sẽ đạt 10.800 MW trong giai đoạn 2019 – 2020 và 36.500 MW trong giai đoạn 2021–25, trong đó các nhà máy nhiệt điện than dự kiến đã chiếm tới 29.200 MW trong 7 năm tới.

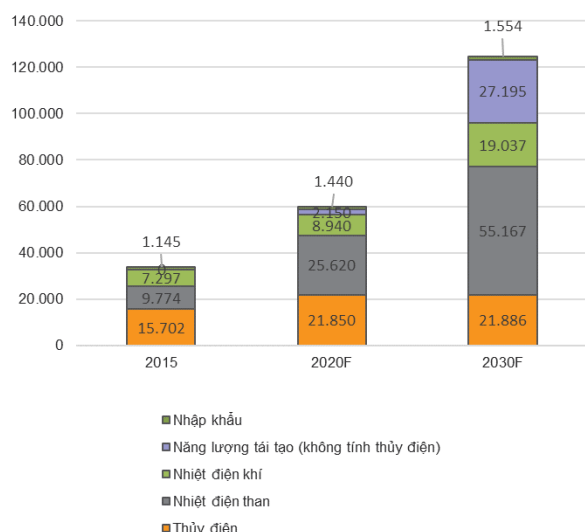
Chúng tôi cho rằng chính phủ sẽ không đạt được mục tiêu xây dựng cơ sở hạ tầng cho công suất phát điện năm 2020 do việc xây dựng các nhà máy bị trì hoãn, đặc biệt là các nhà máy nhiệt điện than (máy máy Sông Hậu I, Thái Bình II, Long Phú I với tổng công suất 3.600 MW). Dựa trên kế hoạch triển khai hiện tại, chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng nguồn cung điện đang chậm hơn so với cầu, với tốc độ CAGR 3,4% so với 9,0% trong giai đoạn 2019–21. Theo quan điểm của chúng tôi, sự chậm trễ trong lắp đặt thêm công suất điện mới có thể dẫn đến tình trạng thiếu điện, từ đó các nhà sản xuất điện hiện tại sẽ có lợi thế gia tăng sản lượng và giá bán điện sẽ cao hơn trên thị trường điện cạnh tranh.

Sự phát triển của năng lượng tái tạo (NLTT) tại Việt Nam là điều tất yếu trong dài hạn do nhu cầu tiêu thụ điện tăng nhanh và gia tăng các lo ngại về môi trường khi ngày càng phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu cho nhiệt điện.

Quy hoạch điện mới nhất xem NLTT là một phần quan trọng trong cơ cấu nguồn điện quốc gia với NLTT đóng góp 26% tổng công suất lắp đặt được bổ sung giai đoạn 2016-2030 và đóng góp 21% vào tổng công suất lắp đặt vào cuối năm 2030. Điều này là do (1) tiềm năng thủy điện của Việt Nam gần như đã được khai thác hết, và (2) sự phụ thuộc vào nhiệt điện khí và than có tác động tiêu cực đến môi trường trong khi việc ngày càng phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu có ảnh hưởng không tốt tới ổn định kinh tế vĩ mô và an ninh năng lượng quốc gia.

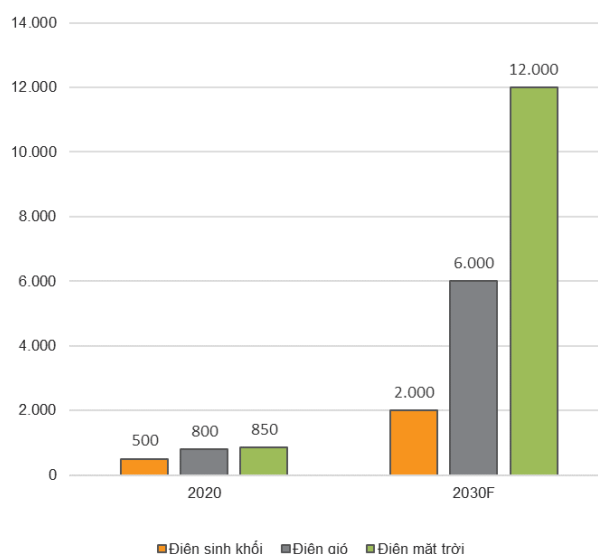
Việt Nam cần thúc đẩy NLTT vì lý do môi trường. Chính phủ đã cam kết tăng cường bảo vệ môi trường thông qua việc cắt giảm lượng khí thải carbon. Cam kết sẽ khó đạt được nếu nước ta tiếp tục bổ sung thêm nhiều nhà máy điện sử dụng nhiên liệu hóa thạch. Đối với thủy điện, vốn đang chiếm phần lớn tổng công suất lắp đặt, đang gần như không còn khả năng gia tăng nguồn khai thác. Đồng thời, ý kiến dư luận về năng lượng hạt nhân vẫn tiêu cực sau sự cố Fukushima ở Nhật Bản. Do đó, NLTT đã trở thành một giải pháp thay thế duy nhất khả thi cho dài hạn.

Hình 35: Quy hoạch nguồn điện quốc gia (MW)



Nguồn: PDP 7

Hình 36: Kế hoạch công suất NLTT giai đoạn 2020-2030 (MW)



Nguồn: PDP 7

Khí hậu nhiệt đới và đường bờ biển dài của Việt Nam thuận lợi cho việc phát triển cả điện gió và điện mặt trời

Điện gió tại Việt Nam có tiềm năng lên tới 24GW do cả nước có hơn 3.260km đường bờ biển. Gió ở Biển Đông khá mạnh so với các khu vực xung quanh và thay đổi theo mùa. Theo Ngân hàng Thế giới, Việt Nam có tiềm năng lớn nhất về điện gió, so với các nước Đông Nam Á khác như Thái Lan, Lào và Campuchia. Tuy nhiên, điện gió vẫn còn phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết và mùa.

Việt Nam cũng có tiềm năng điện mặt trời khá lớn nhờ vị trí thuận lợi gần đường xích đạo. **Độ chiếu xạ trực tiếp trung bình (DNI) ước tính là 4-5 kWh/m² mỗi ngày.** Việt Nam có tổng số giờ ánh sáng mặt trời là 1.600-2.700 giờ/năm, với tiềm năng lớn nhất nằm ở miền Nam và miền Trung do số ngày nắng trung bình ở hai khu vực này vào khoảng 300 ngày/năm. Tỷ lệ bức xạ mặt trời ở Việt Nam ngang bằng với các thị trường năng lượng mặt

trời đang phát triển khác trong khu vực như Trung Quốc, Thái Lan và Philippines, cũng như các thị trường đã phát triển bao gồm Ý và Tây Ban Nha.

Hình 37: Số liệu bức xạ mặt trời

Vùng/miền	Số giờ nắng/năm	Bức xạ mặt trời (kWh/m ² /ngày)	Đánh giá
Đông Bắc	1.600-1.750	3,3-4,1	Trung bình
Tây Bắc	1.750-1.800	4,1-4,9	Trung bình
Bắc Trung Bộ	1.700-2.000	4,6-5,2	Tốt
Tây Nguyên và Nam Trung Bộ	2.000-2.600	4,9-5,7	Rất tốt
Nam Bộ	2.200-2.500	4,3-4,9	Rất tốt
Trung bình cả nước	1.700-2.500	4,6	Tốt

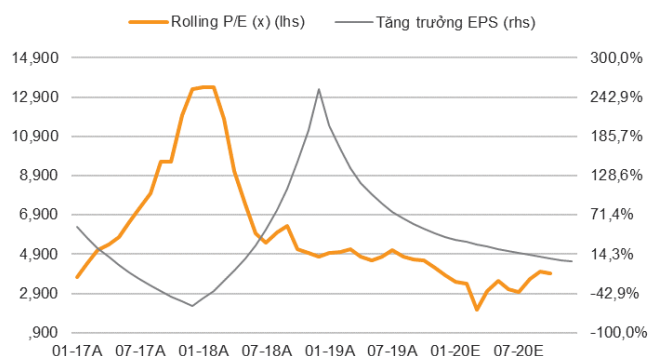
Nguồn: EVN

Tiến bộ công nghệ đã làm giảm đáng kể chi phí phát triển NLTT và sẽ giúp cải thiện các chỉ số kinh tế của dự án

Chi phí thiết bị chiếm 70%-80% tổng chi phí đầu tư cho các dự án điện gió. Vì vậy, việc giảm chi phí thiết bị là bước cần thiết để giúp các dự án NLTT trở nên khả thi hơn.

Tại Việt Nam, chi phí đầu tư cho mỗi kW điện gió trên bờ đã giảm từ 3,5–4,9 triệu USD xuống còn 2,0–2,5 triệu USD. Chi phí này được kỳ vọng sẽ giảm thêm xuống còn 1,5 triệu USD/MW giai đoạn 2023 – 2025.

Định giá

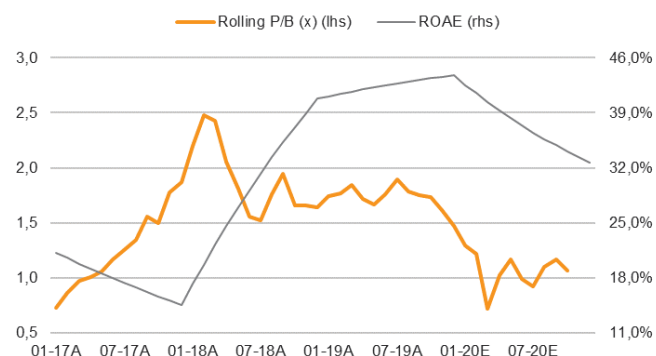


Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần	4.343	5.035	4.478
Giá vốn hàng bán	(2.515)	(2.926)	(2.323)
Chi phí quản lý DN	(229)	(113)	(150)
Chi phí bán hàng	(52)	(107)	(104)
LN hoạt động thuần	1.546	1.889	1.900
EBITDA thuần	1.681	2.297	2.543
Chi phí khấu hao	(135)	(408)	(642)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.546	1.889	1.900
Thu nhập lãi	87	21	19
Chi phí tài chính	(259)	(350)	(688)
Thu nhập ròng khác	16	18	16
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.390	1.577	1.248
Thuế	(273)	(308)	(183)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(185)	(236)	(169)
LN ròng	932	1.034	897
Thu nhập trên vốn	932	1.034	897
Cổ tức phổ thông	(207)	(154)	(154)
LN giữ lại	725	880	743

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
Tiền và tương đương tiền	401	470	386
Đầu tư ngắn hạn	249	249	249
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.716	1.793	1.840
Hàng tồn kho	3.498	1.652	1.091
Các tài sản ngắn hạn khác	199	169	150
Tổng tài sản ngắn hạn	6.064	4.334	3.717
Tài sản cố định	7.599	11.447	11.911
Tổng đầu tư	39	39	39
Tài sản dài hạn khác	164	190	169
Tổng tài sản	13.866	16.011	15.836
Vay & nợ ngắn hạn	1.183	889	998
Phải trả người bán	710	802	596
Nợ ngắn hạn khác	3.982	2.416	1.503
Tổng nợ ngắn hạn	5.876	4.106	3.097
Vay & nợ dài hạn	4.637	7.059	7.026
Các khoản phải trả khác	73	126	93
Vốn điều lệ và	1.187	1.543	1.543
LN giữ lại	1.096	1.975	2.718
Vốn chủ sở hữu	2.421	3.625	4.356
Lợi ích cổ đông thiểu số	859	1.095	1.263
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	13.866	16.011	15.836



Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-19A	12-20E	12-21E
LN trước thuế	1.390	1.577	1.248
Khấu hao	205	414	648
Thuế đã nộp	(279)	(108)	(119)
Các khoản điều chỉnh khác	(58)	1.427	(181)
Thay đổi VLĐ	(499)	322	(568)
LC tiền thuần HĐKD	758	3.632	1.029
Đầu tư TSCĐ	(2.179)	(5.554)	(1.051)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	18	16
Các khoản khác	5	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(459)	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(2.633)	(5.536)	(1.035)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	6	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	2.088	2.128	76
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(207)	(154)	(154)
LC tiền thuần HĐTC	1.888	1.973	(79)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	388	401	470
LC tiền thuần trong năm	13	69	(84)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	401	470	386

Các chỉ số cơ bản

	12-19A	12-20E	12-21E
Dupont			
Biên LN ròng	21,5%	20,5%	20,0%
Vòng quay TS	0,35	0,34	0,28
ROAA	7,5%	6,9%	5,6%
Đòn bẩy tài chính	5,86	4,94	3,99
ROAE	43,8%	34,2%	22,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	144,2	130,4	150,0
Số ngày nắm giữ HTK	507,7	206,7	171,5
Số ngày phải trả tiền bán	103,1	100,3	93,7
Vòng quay TSCĐ	0,77	0,53	0,38
ROIC	10,2%	8,2%	6,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,0	1,1	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	0,4	0,7	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2
Vòng quay tiền	548,8	236,8	227,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	34,8%	15,9%	(11,1%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	58,1%	22,2%	0,6%
Tăng trưởng LN ròng	47,1%	11,0%	(13,2%)
Tăng trưởng EPS	39,9%	11,0%	(13,2%)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuang.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích

Email: trung.tranba@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>