

NGÀNH: ĐIỆN & BẤT ĐỘNG SẢN
Ngày 26 tháng 07 năm 2024
CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HSX: HDG)
Đầu Đức Nam

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản
Email: namdd@fpts.com.vn
Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4304

Giá hiện tại: **28.500**
Giá mục tiêu: **32.700**
Tăng/giảm: **+15%**

KHUYẾN NGHỊ
MUA

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi
Giám đốc Khối phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu HDG và VNIndex

Thông tin giao dịch (25/07/2024)

Giá hiện tại (đồng/cp)	28.500
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	32.400
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	21.968
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	336
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	336
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	6.271.973
% sở hữu nước ngoài	37.51%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	8.592
P/E trailing 12 tháng (lần)	13,62x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	2.092

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Tập đoàn Hà Đô
Địa chỉ	Số 8 Láng Hạ, P.Thành Công, Q.Ba Đình, Tp.Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất điện, kinh doanh bất động sản
Chi phí chính	Chi phí khấu hao, chi phí phát triển BĐS, chi phí lãi vay
Rủi ro chính	Rủi ro thời tiết, rủi ro pháp lý, rủi ro biến động lãi suất

VƯỢT QUA GIAI ĐOẠN KHÓ KHĂN NHẤT

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu HDG – CTCP Tập đoàn Hà Đô, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP), chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu HDG là **32.700 đồng/cp**, cao hơn 15% so với giá đóng cửa ngày 25/07/2024 ([chi tiết](#)). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG cho mục tiêu trung và dài hạn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

► **La Nina quay trở lại trong nửa cuối 2024 giúp mảng thủy điện phục hồi.** Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện của HDG sẽ phục hồi nhờ La Nina, giúp cho doanh thu mảng điện (67% doanh thu 2023) tăng trưởng lần lượt 8% và 15% năm 2024, 2025. ([chi tiết](#))

► **Doanh thu kinh doanh BĐS phục hồi nhờ mở bán Charm Villas đợt 3 vào cuối năm 2024.** Thị trường BĐS đang có sự hồi phục và giá bán phân khúc biệt thự cũng đang có xu hướng tăng lên. Chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ mở bán đợt 3 dự án Charm Villas vào cuối 2024 và ghi nhận 2.300 tỷ VND doanh thu trong giai đoạn 2024 – 2026. ([chi tiết](#))

► **Kỳ vọng sớm tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án mới.** HDG đang còn quỹ đất lớn và có kế hoạch triển khai nhiều dự án nhưng đều đang gặp vướng mắc pháp lý. Nhà nước hiện đang có nhiều động thái để tháo gỡ khó khăn cho các dự án BĐS, do đó chúng tôi kỳ vọng HDG có thể khởi công các dự án mới từ 2026. ([chi tiết](#))

► **Triển vọng dài hạn nhờ đầu tư mới các dự án điện gió và mở rộng sang lĩnh vực BĐS KCN.** HDG đang nghiên cứu và khảo sát để đầu tư với danh mục 7 dự án điện gió. Ngoài ra, HDG cũng đang nghiên cứu để triển khai các dự án BĐS công nghiệp tại các tỉnh Ninh Thuận, Hưng Yên và Long An.

► **Tình hình tài chính lành mạnh.** Các mảng kinh doanh của HDG đều đem lại biên lợi nhuận gộp cao. HDG thường duy động ít nợ vay cho các dự án BĐS, nợ vay hiện tại của HDG chủ yếu đến từ mảng điện. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mảng điện khá đều và ổn định giúp đảm bảo khả năng chi trả nợ vay. ([chi tiết](#))

RỦI RO ĐẦU TƯ:

► **Rủi ro pháp lý:** HDG cũng đang đối mặt với rủi ro lớn liên quan đến pháp lý của 2 nhà máy điện mặt trời. ([chi tiết](#))

► **Rủi ro thời tiết:** Sản lượng các nhà máy điện của HDG gần như phụ thuộc hoàn toàn vào các yếu tố thời tiết. ([chi tiết](#))

► **Rủi ro biến động lãi suất, tỷ giá.** HDG còn hơn 5.400 tỷ dư nợ với lãi suất thả nổi, trong đó có cả nợ ngoại tệ. Chi phí tài chính năm 2023 vẫn đang khá lớn tương đương 66% LNST 2023. ([chi tiết](#))

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



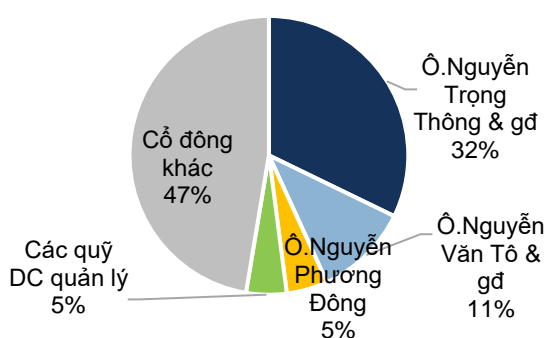
HDG tiền thân là Xí nghiệp xây dựng trực thuộc Viện Kỹ thuật Quân sự - Bộ Quốc Phòng. Năm 1992, Xí nghiệp xây dựng được chuyển sang đơn vị hạch toán độc lập và đổi tên thành Công ty Xây dựng Hà Đô. Năm 2004, Công ty Hà Đô được chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Hà Đô và năm 2010, chính thức niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM.

Doanh nghiệp ban đầu hoạt động trong lĩnh vực xây dựng sau đó mở rộng sang lĩnh vực bất động sản và cuối cùng là sản xuất điện. Hiện tại bất động sản và điện cũng là hai mảng kinh doanh quan trọng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của HDG.

Lịch sử hình thành và một số dấu mốc phát triển quan trọng

1990	•Thành lập Xí nghiệp Xây dựng trực thuộc Viện Kỹ thuật Quân sự - Bộ Quốc Phòng.
1994	•Chính thức tham gia lĩnh vực đầu tư, kinh doanh bất động sản
2004	•Cổ phần hóa và chuyển đổi thành CTCP Hà Đô
2009	•Đẩy mạnh đầu tư vào các Khu đô thị mới và vận hành nhà máy thủy điện đầu tiên (Za Hưng)
2010	•Chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM (HSX)
2016	•Khởi công dự án Hado Centrosa Garden
2017	•Bộ Quốc Phòng thoái toàn bộ vốn khỏi HDG
2019	•Mở rộng quỹ đất nhờ các thương vụ M&A : Minh Long, Bình An Riverside, Thiết bị giáo dục 1
2020	•Mở bán dự án Hado Charm Villas giai đoạn 2
2021	•Vận hành 2 nhà máy thủy điện lớn Sông Tranh 4 và Đắk Mi 2.

Cơ cấu cổ đông tại ngày 24/07/2024



Nguồn: FPTS tổng hợp

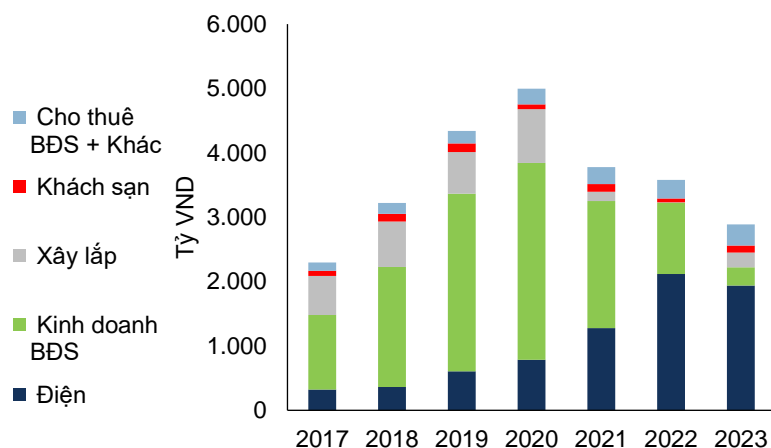
Sau khi Bộ Quốc Phòng thoái vốn, các cổ đông lớn của HDG chủ yếu là các thành viên ban lãnh đạo và các quỹ đầu tư. Trong đó, gia đình các thành viên ban lãnh đạo lâu năm như ông Nguyễn Trọng Thông, Nguyễn Văn Tô nắm giữ khoảng 43% cổ phần.

Cơ cấu cổ đông của HDG không bị cô đặc, do đó cổ phiếu HDG được giao dịch khá sôi động trên thị trường với thanh khoản cao và HDG cũng thường xuyên nằm trong danh mục đầu tư của các nhà đầu tư tổ chức lớn.

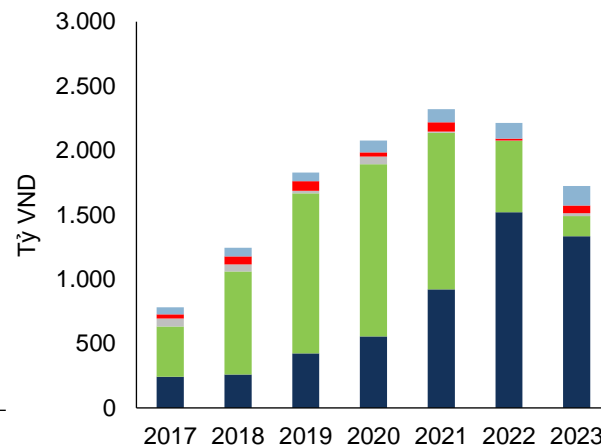
Các hoạt động kinh doanh chính của HDG

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) hoạt động trong 2 mảng kinh doanh chính bao gồm: (1) Sản xuất điện và (2) Bất động sản. Đối với mảng điện, HDG đầu tư xây dựng và vận hành các nhà máy thủy điện và điện năng lượng tái tạo (NLTT). Đối với mảng bất động sản (BDS), doanh thu và lợi nhuận của HDG chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản (bán các sản phẩm BDS nhà ở), ngoài ra HDG còn thực hiện một số hoạt động liên quan bao gồm: xây dựng, kinh doanh khách sạn, cho thuê và quản lý vận hành các BDS, ...

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: BCTC HDG, FPTS tổng hợp

Chiến lược phát triển của HDG xoay quanh hai mảng điện và bất động sản. Hai ngành điện và bất động sản ở Việt Nam có đặc điểm đặc thù và có sự khác biệt cơ bản bao gồm:

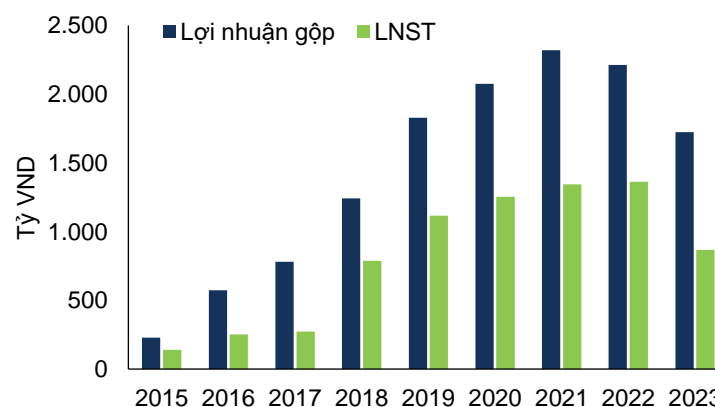
- + Ngành điện đem lại lợi nhuận và dòng tiền tương đối ổn định và có thể duy trì trong một thời gian dài.
- + Ngành BDS (ngoại trừ hoạt động cho thuê BDS và khách sạn) đem lại các khoản doanh thu, lợi nhuận có tính đột biến, chỉ ghi nhận một lần, do đó có sự biến động lớn hàng năm tùy thuộc vào quy mô và tiến độ của các dự án mà công ty đang triển khai.
- + Cả ngành điện và ngành BDS tại Việt Nam đều có những yếu tố mang tính chu kỳ, tuy nhiên chu kỳ tăng trưởng của hai ngành không đồng pha với nhau.

Việc đầu tư vào đa ngành đem lại những lợi ích đáng kể cho HDG như: (1) tận dụng được chu kỳ tăng trưởng của cả 2 ngành; (2) có thể đa dạng hóa rủi ro và (3) có thể dùng dòng tiền của hai lĩnh vực để hỗ trợ cho nhau. Nguồn thu đột biến từ mảng BDS có thể được chuyển hóa thành dòng tiền ổn định hơn khi đầu tư vào mảng điện và dòng tiền này được tích lũy qua thời gian và tái đầu tư trở lại vào lĩnh vực BDS khi HDG có kế hoạch phát triển các dự án BDS mới.

Chiến lược kinh doanh của HDG đã đem lại thành công trong giai đoạn 2015 – 2022. Cụ thể, lợi nhuận gộp và LNST tăng trưởng với CAGR lần lượt là 38% và 39%/năm trong giai đoạn 2015 – 2022.

Giai đoạn 2015 – 2019, HDG tận dụng chu kỳ tăng trưởng mạnh của ngành BDS để triển khai nhiều dự án BDS lớn và đã tăng trưởng nhanh chóng. Giai đoạn 2020 – 2022, ngành BDS bước vào chu kỳ suy giảm và HDG chuyển hướng đẩy mạnh đầu tư vào mảng điện – lúc này đang được hưởng lợi nhờ xu hướng đầu tư mạnh mẽ vào mảng thủy điện và năng lượng tái tạo.

Tăng trưởng lợi nhuận của HDG giai đoạn 2015 - 2023



Nguồn: BCTC HDG, FPTS tổng hợp

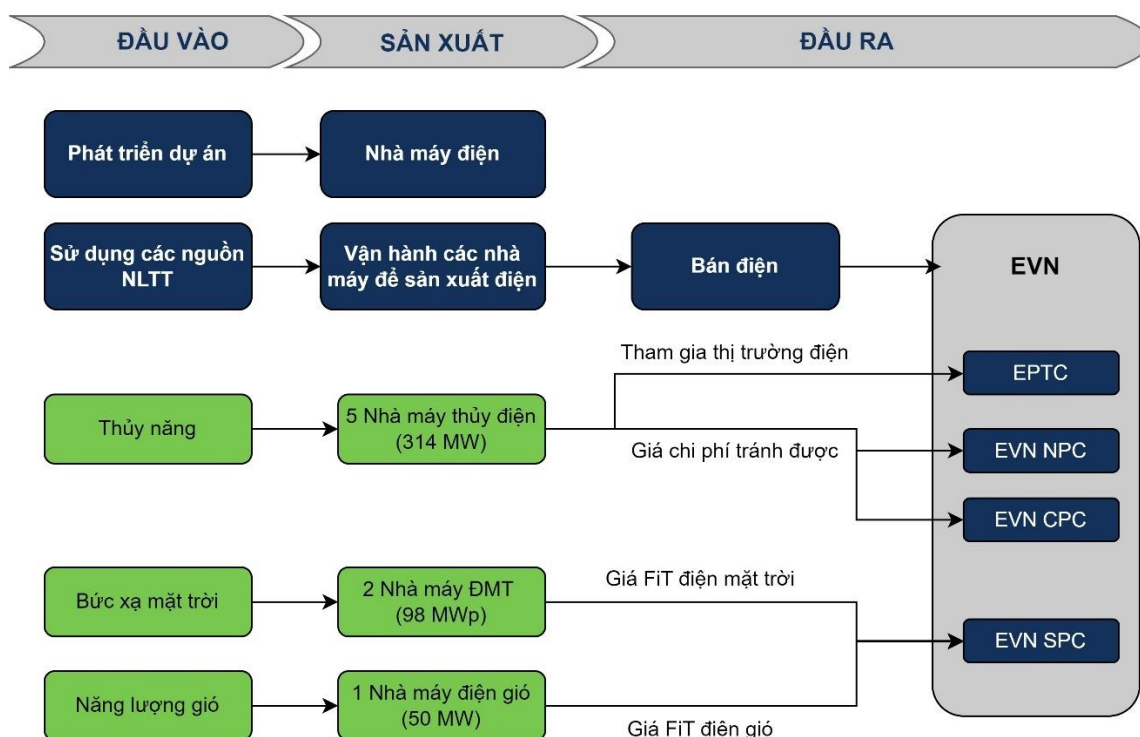
II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH MẢNG SẢN XUẤT ĐIỆN

1. Chuỗi giá trị lĩnh vực sản xuất điện của HDG: Sản lượng điện phụ thuộc vào điều kiện thời tiết, đầu ra được đảm bảo với giá bán điện hấp dẫn

HDG hiện đang vận hành tổng cộng 8 nhà máy điện, bao gồm: 5 nhà máy thủy điện (314 MW), 2 nhà máy điện mặt trời (98 MWp) và 1 nhà máy điện gió (50 MW). Các loại hình phát điện mà HDG sử dụng đều có chuỗi giá trị tương đối giống nhau.

Đầu tiên HDG đầu tư, phát triển dự án để xây dựng các nhà máy điện. Các nhà máy điện sau khi hoàn thành sẽ được đưa vào vận hành để sản xuất điện. Các nhà máy điện của HDG đều sử dụng đầu vào là các nguồn năng lượng tái tạo (thủy năng, bức xạ, năng lượng gió) được lấy trực tiếp từ tự nhiên. Các nhà máy chuyển hóa các nguồn năng lượng này thành điện năng thông qua các cách thức khác nhau tùy thuộc vào công nghệ mà nhà máy sử dụng. Điện năng được tạo ra bởi các nhà máy của HDG sau đó đều sẽ được phát lên hệ thống điện quốc gia và được bán cho các đơn vị trực thuộc EVN.

Chuỗi giá trị mảng sản xuất điện của HDG



Nguồn: FPTS tổng hợp

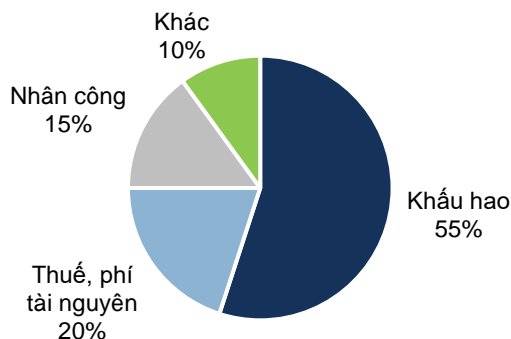
Các nhà máy của HDG sử dụng các công nghệ phát điện khác nhau nhưng về cơ bản đều có những đặc điểm tương đồng với nhau, bao gồm:

- Suất đầu tư và sản lượng thiết kế là thông số đầu vào quan trọng ảnh hưởng tới tính kinh tế của nhà máy.
- Sản lượng điện hàng năm biến động tương đối mạnh vào điều kiện thời tiết, bao gồm tính chu kỳ theo chu kỳ El Nino/La Nina và tính mùa vụ.
- Sản lượng tiêu thụ đầu ra không chịu nhiều áp lực cạnh tranh, được tiêu thụ hết với giá bán điện hấp dẫn nhưng lại chịu rủi ro phụ thuộc rất lớn.

1.1. Hai nhà máy điện mặt trời có hiệu suất vượt trội, thủy điện tương đương trung bình ngành còn nhà máy điện gió đang hoạt động dưới mức thiết kế

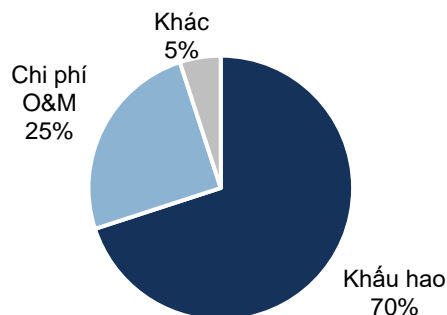
Suất đầu tư và sản lượng thiết kế là hai thông số đầu vào quan trọng nhất đối với thủy điện, điện mặt trời và điện gió. Các loại hình nguồn điện này có cơ cấu chi phí khá tương đồng với nhau với hầu hết các chi phí là các chi phí cố định. Trong đó, chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 55 – 70% tổng chi phí. Ngoài trừ các khoản thuế, phí tài nguyên (đối với thủy điện) được tính dựa theo sản lượng điện, các chi phí còn lại đều không thay đổi nhiều qua các năm.

Cơ cấu chi phí điển hình thủy điện



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Cơ cấu chi phí điển hình điện mặt trời, điện gió



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Với cấu trúc chi phí đa phần là chi phí cố định, hiệu quả kinh tế của các nhà máy thủy điện, điện mặt trời và điện gió được quyết định bởi 2 yếu tố đầu vào quan trọng nhất là:

- (1) **suất đầu tư**: quyết định chi phí khấu hao hàng năm của nhà máy (chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất);
- (2) **sản lượng điện theo thiết kế**: sản lượng điện càng cao thì càng làm tăng hiệu quả của nhà máy nhờ việc gia tăng doanh thu trong khi chi phí sản xuất đã cố định và không thay đổi nhiều. **Vị trí địa lý và công nghệ** là 2 yếu tố quan trọng nhất quyết định sản lượng thiết kế của các nhà máy điện sử dụng NLTT.

Suất đầu tư các nhà máy điện của HDG đều ở mức trung bình ngành. Suất đầu tư các nhà máy điện của HDG không có nhiều sự khác biệt so với các nhà máy điện khác. Các công nghệ điện mặt trời, điện gió và thủy điện quy mô nhỏ đều là những công nghệ phổ biến, trong đó, các thiết bị máy móc điện mặt trời, điện gió đều được sản xuất hàng loạt với các mẫu mã gần như tương đồng nhau. Suất đầu tư của các nhà máy sử dụng các công nghệ này thường tương đương nhau và phụ thuộc nhiều hơn diễn biến chung của giá thiết bị, máy móc.

	Nhà máy	Năm COD	Công suất	TMĐT	Suất đầu tư	Hệ số công suất thiết kế ¹	Vị trí
	Đơn vị		MW	Tỷ đồng	Tỷ đồng/MW		
Thủy điện	Za Hưng	2009	30	503	17	47%	Quảng Nam
	Nậm Pông	2013	30	796	27	47%	Nghệ An
	Nhạn Hạc	2018	59	1.881	32	43%	Nghệ An
	Sông Tranh 4	2021	48	1.700	35	43%	Quảng Nam
	Đăk Mi 2	2021	147	3.454	32	35%*	Quảng Nam
Điện mặt trời	Hồng Phong 4	2019	48	1.100	23	22%	Bình Thuận
	SP INFRA 1	2020	50	1.079	22	21%	Ninh Thuận
Điện gió	7A	2021	50	1.875	38	42%*	Ninh Thuận

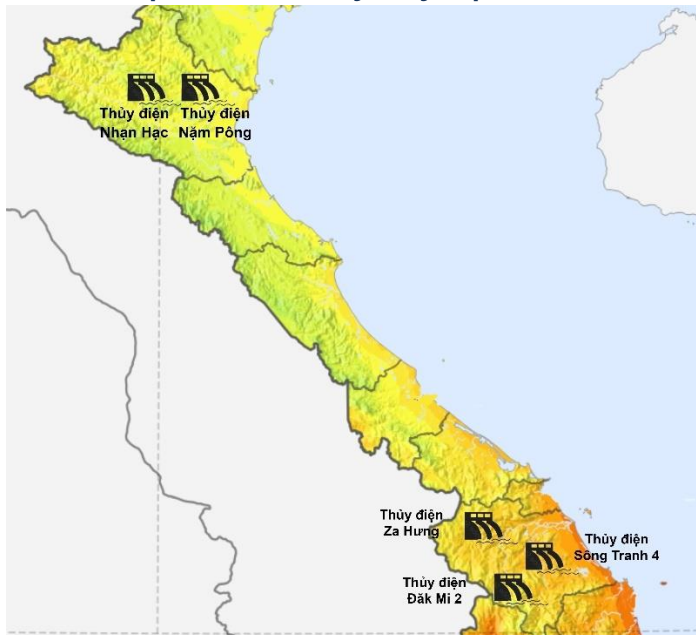
*Sản lượng Đăk Mi 2 và điện gió 7A trên thực tế chênh lệch khá lớn

Nguồn: HDG, FPTTS tổng hợp

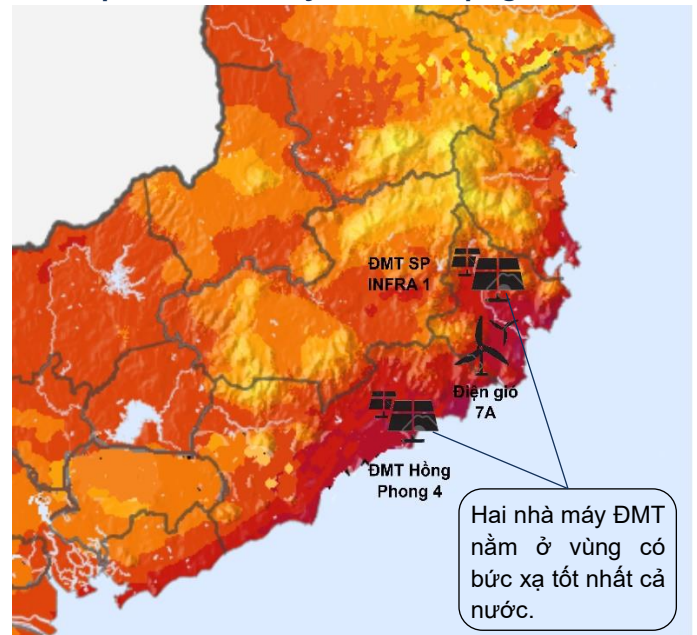
¹ Hệ số công suất: thể hiện hiệu suất sản xuất điện của nhà máy, bỏ qua sự khác biệt về công suất. Hệ số công suất được tính bằng: Sản lượng điện/ (Công suất lắp đặt x số giờ trong năm) = Q/(Px24x365)

Hai nhà máy điện mặt trời có sản lượng vượt trội so với trung bình ngành. Các nhà máy điện của HDG đều được xây dựng tại những vị trí giàu tiềm năng NLTT tốt và là nơi tập trung của rất nhiều nhà máy điện khác cùng loại hình phát điện. Cụ thể, 5 nhà máy thủy điện của HDG nằm ở Nghệ An và Quảng Nam, các nhà máy điện mặt trời và điện gió nằm ở Ninh Thuận, Bình Thuận.

Vị trí các nhà máy thủy điện HDG



Vị trí các nhà máy ĐMT và điện gió HDG

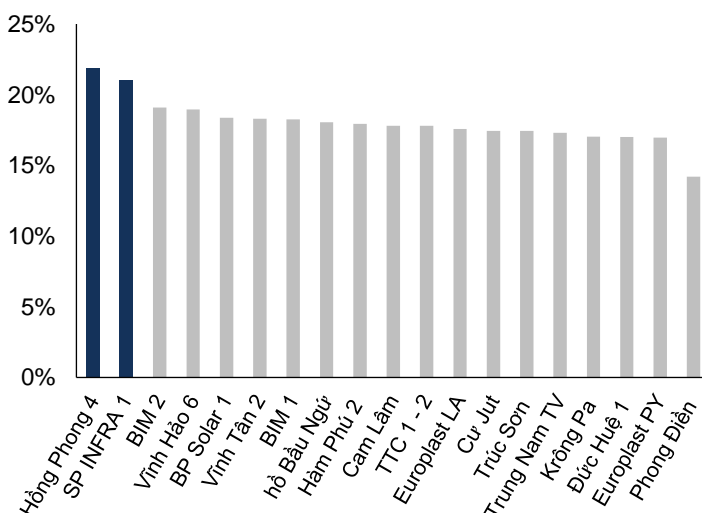


Nguồn: FPTS tổng hợp

Trong đó, vị trí của hai nhà máy điện mặt trời ở Ninh Thuận và Bình Thuận là hai tỉnh có lượng bức xạ mặt trời cao nhất cả nước. Ngoài ra, hai nhà máy này còn áp dụng công nghệ giá đỡ có trục xoay theo hướng mặt trời (solar tracking). Nhờ đó, hai nhà máy ĐMT của HDG tạo ra được sản lượng điện cao hơn 25% so với các nhà máy ĐMT thông thường. Hệ số công suất thiết kế của hai nhà máy này là 21% và 22%, trong khi đa số các nhà máy ĐMT thông thường chỉ đạt mức 17 – 19%. Sản lượng điện trên thực tế của các nhà máy trong các năm gần đây đều khá vượt trội so với ngành.

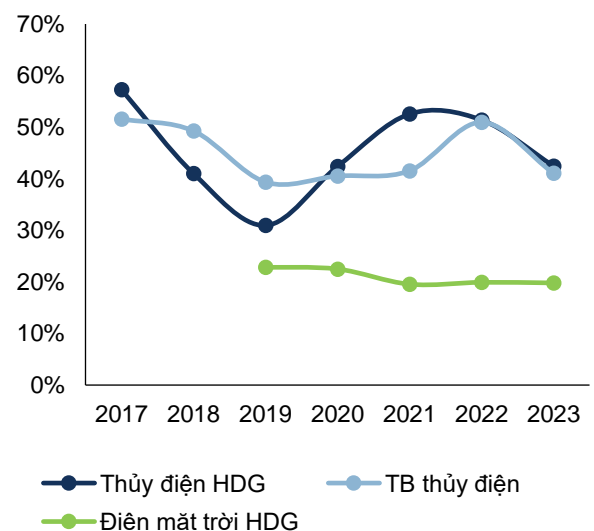
Nhà máy thủy điện vận hành ở mức trung bình ngành, điện gió có hiệu suất thiết kế cao nhưng sản lượng thực tế đang thấp hơn nhiều so với thiết kế. Các nhà máy thủy điện của HDG không có nhiều điểm khác biệt với hệ số công suất thiết kế và thực tế đều tương đương mức trung bình ngành. Riêng nhà máy điện gió 7A có hệ số công suất thiết kế rất cao (42%) nhưng sản lượng điện trên thực tế lại đang thấp hơn đáng kể (21 – 26%) và cũng thấp hơn so với mặt bằng chung của ngành.

So sánh hệ số công suất các nhà máy ĐMT



Nguồn: FPTS tổng hợp

Hệ số công suất thực tế các nhà máy HDG



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

1.2. Ảnh hưởng của yếu tố thời tiết bắt đầu rõ ràng hơn khi công suất ổn định

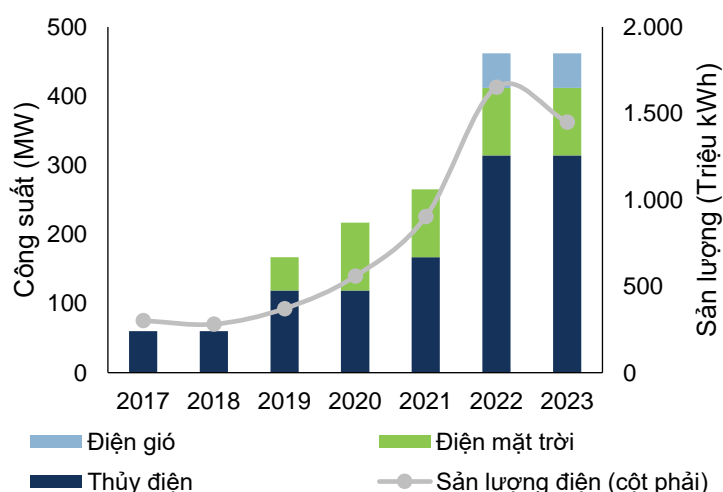
[\(Trở về trang 1\)](#)

Tăng trưởng công suất nhờ đầu tư nhà máy mới là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng mảng điện HDG trong giai đoạn 2019 – 2022.

Giai đoạn 2019 – 2022 là giai đoạn mà làn sóng đầu tư vào mảng thủy điện vừa, nhỏ và điện tái tạo diễn ra mạnh mẽ tại Việt Nam. Tận dụng xu hướng này, HDG đã triển khai đầu tư xây dựng một loạt dự án điện bao gồm cả thủy điện, điện mặt trời và điện gió. Tổng công suất phát điện của HDG đã tăng từ 60 MW năm 2018 lên 314 MW vào năm 2022. Việc đưa vào vận hành các nhà máy điện mới giúp sản lượng điện của HDG tăng trưởng trung bình 65%/năm trong giai đoạn 2019 – 2022.

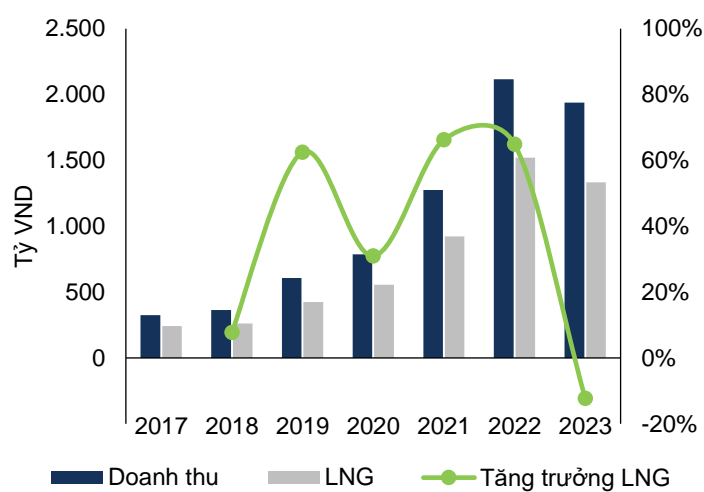
Sản lượng điện tăng trưởng sau khi mở rộng quy mô công suất giúp cho kết quả kinh doanh mảng điện của HDG tăng trưởng mạnh mẽ. Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng điện tăng trưởng với CAGR lần lượt là 46% và 44%/năm trong giai đoạn 2017 – 2022.

Công suất và sản lượng điện HDG qua các năm



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

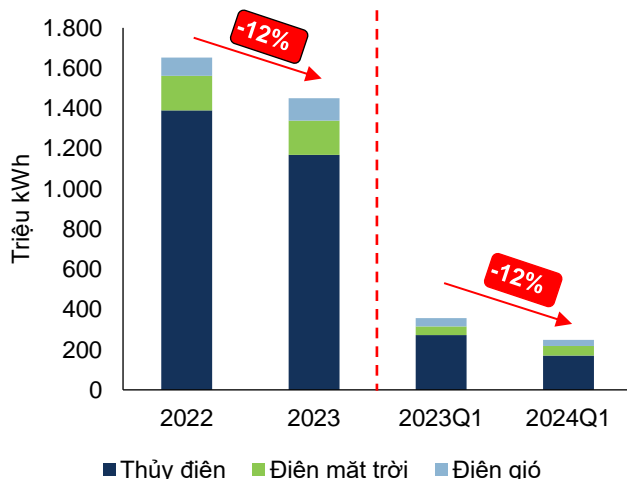
Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng điện HDG



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

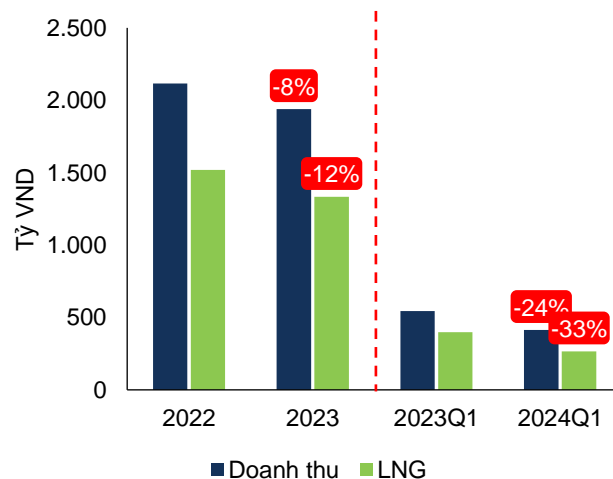
Biến động sản lượng của các nhà máy bắt đầu có tác động lớn hơn khi quy mô công suất dần ổn định. Từ năm 2022, công suất phát điện của HDG bắt đầu ổn định do không có thêm nhà máy mới. Sản lượng điện của HDG bắt đầu chịu ảnh hưởng từ biến động sản lượng của các nhà máy do tác động của các yếu tố thời tiết. Sản lượng điện của HDG năm 2023 và Q1/2024 lần lượt sụt giảm 12% và 30% yoy. Trong đó, sản lượng các nhà máy thủy điện có sự sụt giảm mạnh nhất (-16% và -38% yoy) do tình hình thủy văn chuyển hướng bất lợi. Cụ thể, El Nino xuất hiện từ Q2/2023 và kéo dài cho tới nửa đầu năm 2024, gây ra thời tiết nắng nóng, khô hạn và làm giảm sản lượng các nhà máy thủy điện.

Sản lượng điện HDG



Nguồn: HDG

Doanh thu và LNG mảng điện

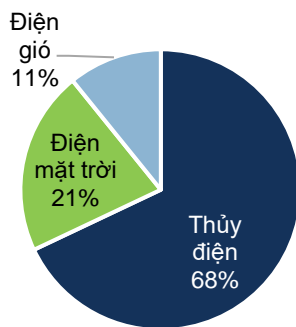


Nguồn: BCTC HDG

HDG chưa phát triển thêm dự án điện lớn nào kể từ 2022 và tiềm năng tăng trưởng công suất của HDG trong ngắn và trung hạn vẫn sẽ tiếp tục hạn chế. Công suất phát điện của HDG dự kiến sẽ được duy trì ổn định trong thời gian tới, do đó kết quả kinh doanh mảng điện sẽ chịu tác động nhiều hơn từ biến động sản lượng của các nhà máy. Trong đó, biến động sản lượng thủy điện theo chu kỳ La Nina/ El Nino sẽ có tác động lớn nhất tới HDG do thủy điện chiếm tỷ trọng lớn nhất và có mức độ biến động cao nhất trong mảng điện của HDG.

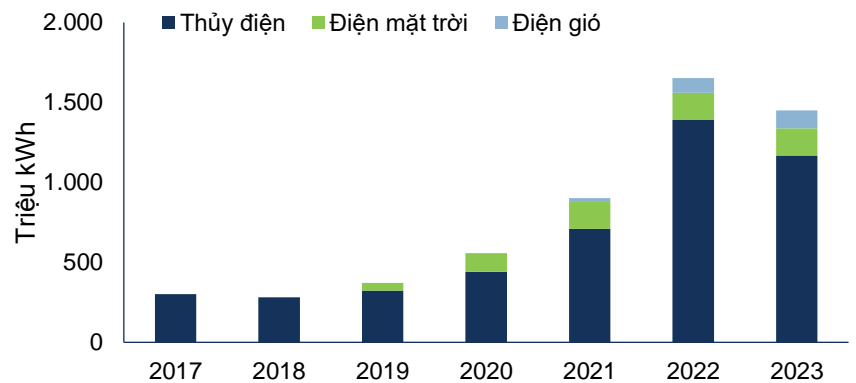
- **Thủy điện đang chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu công suất và sản lượng của HDG**, do đó biến động sản lượng của mảng thủy điện có tác động lớn nhất tới sản lượng của toàn bộ mảng điện. Công suất thủy điện của HDG tính đến năm 2024 là 314 MW, chiếm 68% tổng công suất phát điện của HDG. Sản lượng thủy điện thậm chí chiếm tỷ trọng lớn hơn, khoảng 80% tổng sản lượng điện của HDG do thủy điện có hệ số công suất cao hơn so với điện mặt trời và điện gió.

Cơ cấu công suất nguồn điện 2024



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

Sản lượng điện HDG qua các năm



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

- **Thủy điện có mức biến động lớn nhất trong 3 công nghệ phát điện mà HDG sử dụng.**

Sản lượng phát điện của cả 3 loại công nghệ phát điện mà HDG đang sử dụng đều phụ thuộc hoàn toàn điều kiện thời tiết là: lưu lượng nước, lượng bức xạ và tốc độ gió. Các yếu tố này đều có sự thay đổi theo chu kỳ, mùa vụ làm cho sản lượng điện của các nhà máy điện biến động. Sản lượng của mỗi nguồn điện sẽ biến động theo chu kỳ khác nhau với mức độ biến động khác nhau, cụ thể:

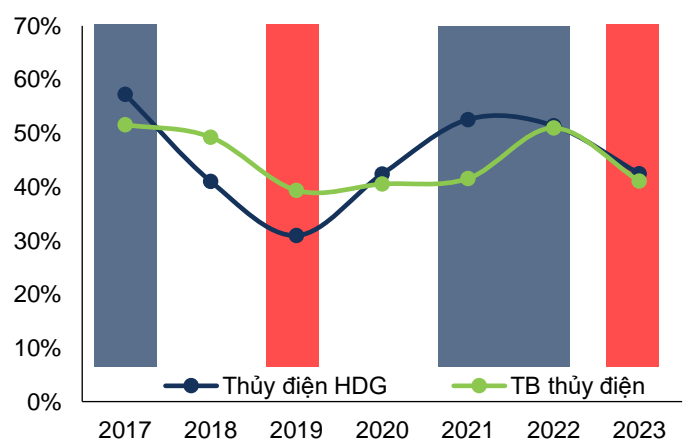
- **Thủy điện:** Sản lượng tăng trong pha La Nina, giảm trong pha El Nino, biên độ biến động lớn (+/- 20-30% so với trung bình). Sản lượng thủy điện tập trung nhiều vào mùa mưa (70 – 80% sản lượng trong quý 3,4).
- **Điện mặt trời:** Chu kỳ ngược với thủy điện (cao vào năm El Nino) nhưng mức độ biến động hàng năm thấp (+/- 5%). Sản lượng điện cao nhất vào quý 2 nhưng chênh lệch giữa các quý không nhiều.
- **Điện gió:** Chu kỳ biến động khá giống thủy điện nhưng quy luật không rõ ràng. Có tính mùa vụ cao, sản lượng tập trung nhiều từ quý 4 đến quý 1 năm sau.

- **Chu kỳ El Nino/ La Nina là yếu tố quan trọng nhất tác động tới sản lượng thủy điện hàng năm.**

Ảnh hưởng của chu kỳ El Nino/La Nina tác động tới chung toàn ngành điện chứ không chỉ riêng HDG. Tính trên toàn hệ thống, hệ số công suất thủy điện trong các năm El Nino giảm xuống 40% và sẽ tăng lên trên 50% trong các năm La Nina.

Đối với riêng từng nhà máy thủy điện, mức độ biến động sản lượng thường sẽ lớn hơn. Trong quá khứ, hệ số công suất các nhà máy thủy điện của HDG có thể tăng lên mức 60% trong năm La Nina mạnh như 2017 và cũng có thể giảm xuống một nửa chỉ còn 30% trong năm El Nino mạnh như năm 2019.

Hệ số công suất các nhà máy thủy điện



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

1.3. Đầu ra: Sản lượng tiêu thụ được đảm bảo, giá bán hấp dẫn đem lại biên lợi nhuận cao

❖ Cơ chế sản lượng và giá bán điện đầu ra của các nhà máy. (chi tiết tại [phụ lục](#))

Các nhà máy điện của HDG đều bán điện lên hệ thống lưới điện quốc gia, toàn bộ sản lượng điện thương phẩm đều được bán cho EVN. Tuy nhiên, các nhà máy bán điện cho EVN dưới những hình thức khác nhau, cụ thể:

- Thủy điện Đắk Mi 2, Sông Tranh 4: tham gia bán điện trực tiếp trên thị trường điện cạnh tranh
- Thủy điện Nhạn Hạc, Za Hưng, Nậm Pông: bán điện theo giá chi phí tránh được (ACT)
- Điện mặt trời Hồng Phong 4, SP INFRA 1, điện gió 7A: bán điện theo cơ chế giá FiT

Cơ chế bán điện của các nhà máy là khác nhau, tuy nhiên sản lượng và giá bán điện đầu ra của các nhà máy đều có những điểm chung bao gồm:

- Sản lượng điện bán ra gần như sẽ được tiêu thụ hết
- Giá bán điện hấp dẫn giúp đem lại biên lợi nhuận cao
- Rủi ro phụ thuộc do toàn bộ sản lượng điện đều bán cho EVN.

1.3.1. Sản lượng được đảm bảo, gần như sẽ được tiêu thụ hết.

❖ EVN có nghĩa vụ mua toàn bộ sản lượng của các nhà máy **thủy điện nhỏ và điện tái tạo** theo hợp đồng, mặc dù trên thực tế vẫn có tình trạng cắt giảm công suất bắt buộc.

Cơ chế giá ACT cho thủy điện nhỏ và FiT cho điện mặt trời, điện gió là các cơ chế ưu đãi dành riêng cho các công nghệ phát điện này. Với các cơ chế giá này, bên mua điện là EVN có trách nhiệm mua toàn bộ sản lượng điện của các nhà máy. Về lý thuyết, sản lượng điện của các nhà máy này luôn được EVN ưu tiên mua lại toàn bộ mà không quan tâm tới tình hình thị trường điện. Tuy nhiên, trên thực tế, sản lượng điện của các nhà máy vẫn bị cắt giảm bắt buộc do tình trạng quá tải lưới điện và do yêu cầu đảm bảo an toàn cho toàn bộ hệ thống điện.

Mức cắt giảm trung bình trong giai đoạn 2020 – 2023 của các nhà máy điện tái tạo ước tính vào khoảng 5 - 10% sản lượng thiết kế. Mức cắt giảm này là tương đối thấp và không ảnh hưởng quá lớn tới kết quả kinh doanh của các nhà máy. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng mức cắt giảm sẽ giảm dần trong các năm tới do: (1) lưới điện đang dần được nâng cấp và (2) làn sóng đầu tư ồ ạt vào điện tái tạo đã kết thúc giúp cho hệ thống điện ổn định hơn.

❖ **Các nhà máy thủy điện >30 MW** có lợi thế chi phí thấp khi tham gia thị trường điện, do đó sản lượng điện dễ dàng được tiêu thụ hết.

Các nhà máy thủy điện Đắk Mi 2 và Sông Tranh 4 tham gia trực tiếp vào thị trường điện cạnh tranh và bán điện tuân theo các cơ chế, quy định của thị trường điện. Các nhà máy trên thị trường điện cạnh tranh với nhau để được huy động thông qua việc chào giá và giá chào thường dựa theo chi phí biến đổi của các nhà máy.

Các nhà máy thủy điện nói chung đều có lợi thế rất lớn trên thị trường điện do gần như không có chi phí biến đổi. Lợi thế này giúp cho các nhà máy thủy điện luôn được đảm bảo khả năng tiêu thụ sản lượng điện đầu ra bất cứ khi nào nhà máy đảm bảo sẵn sàng cho việc phát điện.

1.3.2. Giá bán hấp dẫn đem lại biên lợi nhuận cao

Các nhà máy điện đều được hưởng mức giá bán điện hấp dẫn. Trong đó, các nhà máy điện gió và điện mặt trời được hưởng mức giá bán điện rất cao, trong khi đó các nhà máy thủy điện có mức giá thấp hơn, nhưng vẫn rất hấp dẫn do thủy điện có chi phí sản xuất thấp. Trong đó:

- **Các nhà máy điện mặt trời và điện gió có mức giá cao top đầu ngành điện** nhờ cơ chế ưu đãi giá FiT. Trong đó, 2 nhà máy ĐMT Hồng Phong 4 và SP INFRA 1 đều được hưởng mức giá FiT 1 là 9,35 Uscents/kWh (~2.260 VND/kWh), còn nhà máy điện gió 7A được hưởng mức giá FiT cho điện gió trên bờ là 8,5 Uscents/kWh (~2.060 VND/kWh). Đây đều là các mức giá bán cao top đầu ngành điện và thậm chí đang cao hơn giá bán lẻ điện bình quân mà EVN bán cho các khách hàng tiêu thụ điện (2.007 VND/kWh).

- **Giá bán thủy điện thấp hơn nhưng vẫn đem lại biên lợi nhuận cao nhờ chi phí thấp.** Giá bán điện của các nhà máy thủy điện của HDG thấp hơn so với điện mặt trời và điện gió, khoảng 1.100 – 1.500 VND/kWh. Tuy nhiên, mức giá này vẫn rất hấp dẫn do chi phí sản xuất thủy điện (~ 300 VND/kWh) thấp hơn so với điện mặt trời

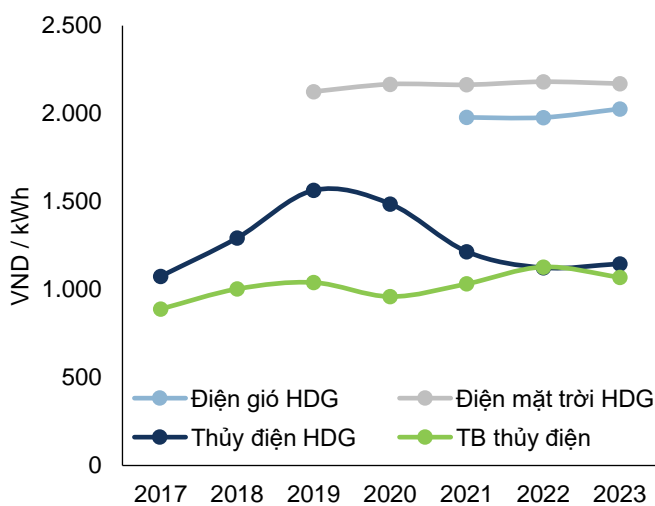
và điện gió (~700 VND/kWh). Giá bán thủy điện mặc dù thấp hơn nhưng vẫn đem lại biên lợi nhuận tương đương, thậm chí cao hơn so với điện mặt trời, điện gió.

Các nhà máy thủy điện của HDG áp dụng 2 cơ chế giá bán điện khác nhau:

- Các nhà máy *Za Hung, Nậm Pông và Nhận Hạc* (38% công suất thủy điện) được áp dụng cơ chế ACT dành cho các nhà máy thủy điện nhỏ. Giá bán của các nhà máy này cao hơn so với mặt bằng chung của các nhà máy thủy điện thông thường do ACT được xem là một cơ chế ưu đãi.

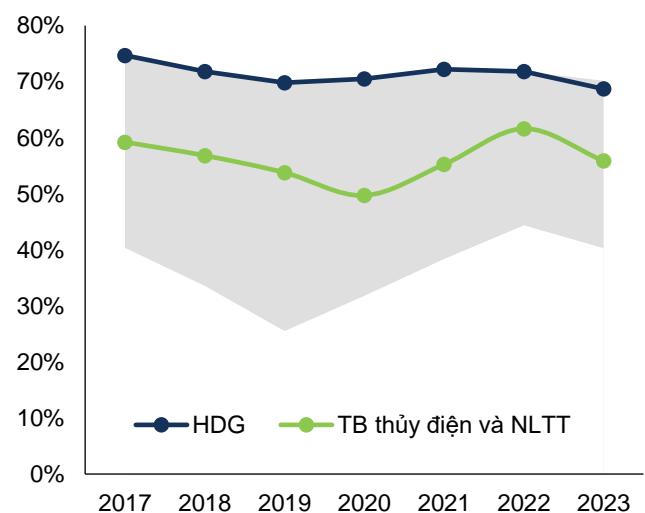
- Hai nhà máy *Đăk Mi 2 và Sông Tranh 4* (62% công suất thủy điện) tham gia trực tiếp vào thị trường điện, giá bán điện của 2 nhà máy này bao gồm 2 phần là: (1) giá hợp đồng và (2) giá thị trường điện. Giá bán của 2 nhà máy này thấp hơn so với các nhà máy áp dụng giá ACT. Hai nhà máy Đăk Mi 2 và Sông Tranh 4 đi vào vận hành vào cuối năm 2021 cũng khiến cho giá bán trung bình mảng thủy điện HDG sụt giảm về tiệm cận với mức giá trung bình ngành.

Giá bán điện trung bình các nhà máy của HDG



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp mảng điện của HDG



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp lĩnh vực sản xuất điện của HDG cao so với trung bình ngành do các nhà máy được hưởng giá bán điện hấp dẫn, trong khi chi phí sản xuất của các nhà máy đều tương đối thấp. Biên lợi nhuận gộp lĩnh vực sản xuất điện của HDG luôn được duy trì quanh mức 70 – 75% trong giai đoạn 2017 – 2023.

Biên lợi nhuận gộp cao là đặc điểm điển hình và dễ thấy đối với các doanh nghiệp thủy điện và NLTT. Tuy nhiên, biên lợi nhuận lĩnh vực điện của HDG đang vượt trội so với mặt bằng chung của ngành. Giá bán điện cao là yếu tố quan trọng giúp HDG đạt được biên lợi nhuận gộp cao như trên. Ngoài ra, hệ số công suất cao của 2 nhà máy ĐMT và khả năng quản lý tốt các chi phí O&M cũng là những yếu tố giúp HDG cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Do hầu hết chi phí đều cố định hàng năm, biên lợi nhuận của HDG cũng có sự biến động theo chu kỳ sản lượng. Tuy nhiên, biên độ biến động của HDG là nhỏ và công ty vẫn luôn duy trì mức cao so với trung bình ngành.

1.3.3. Rủi ro do phụ thuộc vào EVN và các cơ chế giá bán

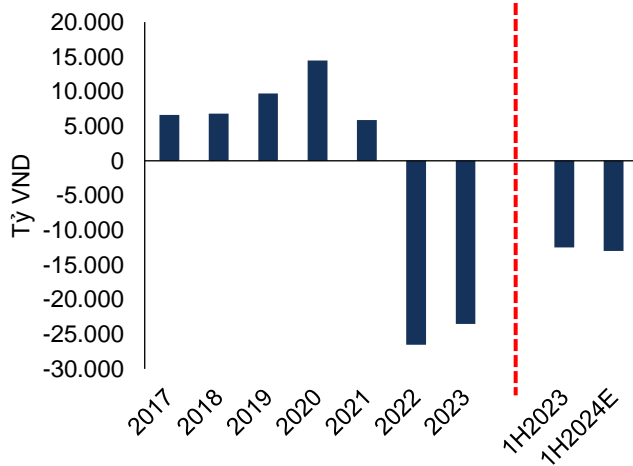
Rủi ro phụ thuộc vào EVN và các cơ chế giá bán điện. Các nhà máy điện của HDG đều bán toàn bộ sản lượng điện cho các đơn vị trực thuộc của EVN. Do đó, HDG nói riêng và các doanh nghiệp ngành điện Việt Nam nói chung đều chịu một số rủi ro về đầu ra do sự phụ thuộc lớn vào: (1) EVN và (2) các cơ chế giá bán điện.

EVN vẫn đang là đơn vị độc quyền có vị thế rất lớn trong ngành điện, là người mua điện duy nhất của tất cả các nhà máy điện trong hệ thống, đồng thời cũng nắm giữ một lượng lớn công suất phát điện. Các nhà máy điện có vị thế rất yếu khi đàm phán giá điện với EVN, và sẽ phải phụ thuộc vào các cơ chế giá bán điện được Nhà nước ban hành. Tuy nhiên, các nhà máy lại trở nên phụ thuộc quá nhiều vào các cơ chế này và thường chịu ảnh hưởng lớn khi có sự thay đổi cơ chế. Đồng thời, EVN, hiện đang sở hữu trung tâm điều độ hệ thống điện A0, có khả năng để thay đổi một số quy định quan trọng nhằm tác động tới giá và sản lượng điện của các nhà máy.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp điện nói chung chịu ảnh hưởng tiêu cực do EVN gặp khó khăn và tác động tới các quy định trong ngành điện. Trong giai đoạn 2021 – 2024, EVN gặp rất nhiều khó khăn và liên tục ghi nhận thua lỗ kỷ lục, các cơ chế giá bán điện cũng có nhiều thay đổi. Ngành điện nói chung và các nhà máy điện của HDG nói riêng cũng chịu một số tác động tiêu cực từ các yếu tố này, ví dụ như:

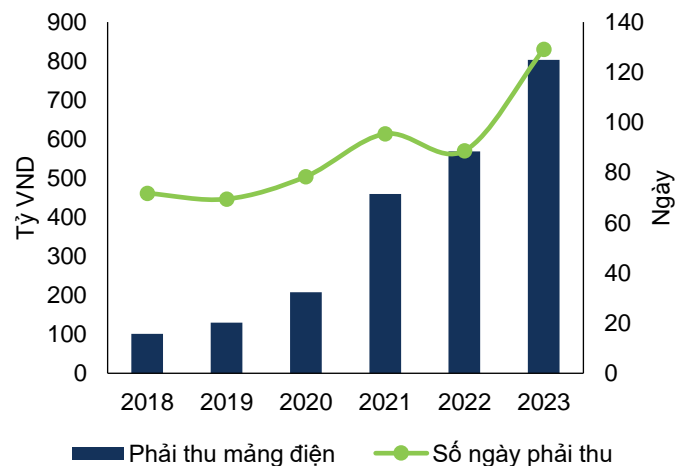
- + Dừng phát triển dự án mới do cơ chế giá FiT kết thúc.
- + Các nhà máy điện mặt trời, điện gió bị cắt giảm sản lượng.
- + Giá ACT giữ nguyên kể từ 2020 đến nay (và giảm phần giá công suất so với trước 2020).
- + Giá bán các nhà máy thủy điện tham gia thị trường điện giảm do tỷ lệ Qc tăng lên 97% năm 2024.

Lợi nhuận sau thuế của EVN



Nguồn: BCTC EVN

Phải thu mảng điện của HDG



Nguồn: BCTC HDG

Phải thu tăng cao làm ảnh hưởng tới dòng tiền. Ngoài những thay đổi có tác động trực tiếp tới sản lượng và giá bán điện, các nhà máy điện còn bị ảnh hưởng bởi dòng tiền do khoản phải thu từ EVN tăng lên. Do khó khăn về tài chính, EVN đã trì hoãn việc thanh toán tiền điện cho các nhà máy điện, trong đó có cả các nhà máy của HDG. Khoản phải thu đối với mảng điện của HDG đã tăng đáng kể từ năm 2021 và số ngày phải thu đã tăng lên từ 70 ngày lên 129 ngày năm 2023.

Phải thu tăng mạnh có tác động tiêu cực tới dòng tiền của các doanh nghiệp điện, đặc biệt là các doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy cao. Đối với HDG, chúng tôi cho rằng công ty không có nhiều áp lực về tài chính và vẫn đang có dòng tiền hoạt động kinh doanh rất tốt, do đó khoản phải thu tăng chưa có tác động quá lớn tới HDG.

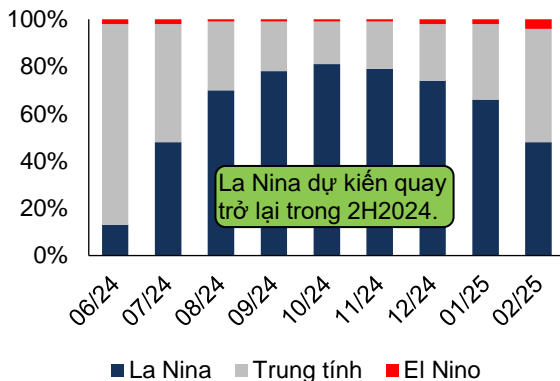
2. Triển vọng mảng sản xuất điện: Sản lượng điện hồi phục trong ngắn hạn nhờ La Nina, triển vọng tăng trưởng dài hạn với điện gió vẫn cần chờ đợi tính khả thi của cơ chế giá mới.

2.1. Sản lượng điện hồi phục nhờ La Nina

[\(Trở về trang 1\)](#)

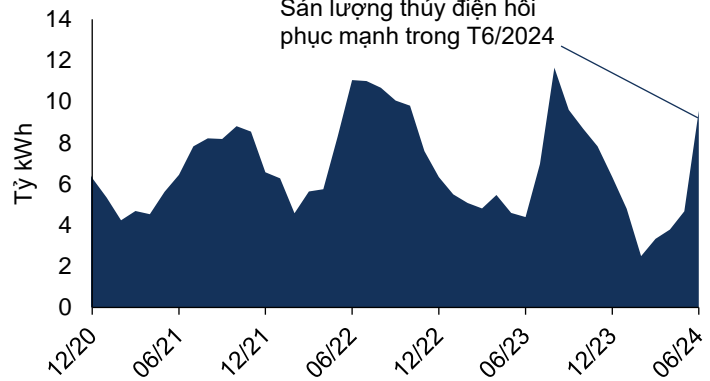
El Nino đã kết thúc và sắp chuyển sang pha La Nina vào cuối 2024. El Nino đã chính thức kết thúc kể từ T5/2024 khi chỉ số Monthly Nino Index giảm xuống dưới mức 0,5. Hiện tại thời tiết đang trong trạng thái trung tính, nhưng được dự báo sẽ sớm chuyển sang trạng thái La Nina vào cuối 2024 với xác suất 70 – 80%.

Dự báo El Nino/La Nina kỳ T5/2024



Nguồn: CPC/IRI

Sản lượng thủy điện toàn hệ thống

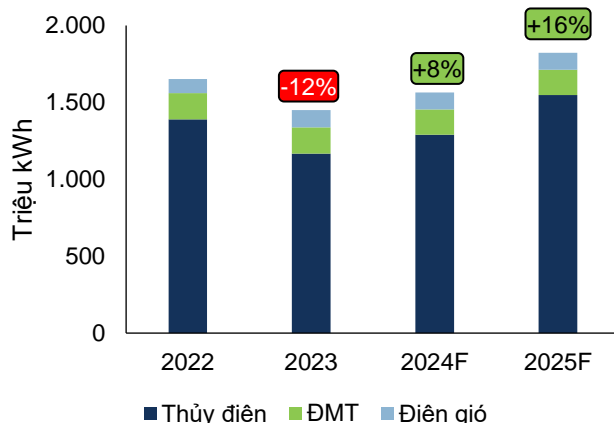


Nguồn: EVN, NLDC

La Nina quay trở lại sẽ đem lại triển vọng tích cực cho mảng điện của HDG. La Nina quay trở lại sẽ đem lại lượng mưa lớn và tình hình thủy văn thuận lợi cho các nhà máy thủy điện. Trên thực tế, sản lượng thủy điện toàn hệ thống đã có sự hồi phục đáng kể kể từ T6/2024 nhờ lượng mưa tăng trở lại.

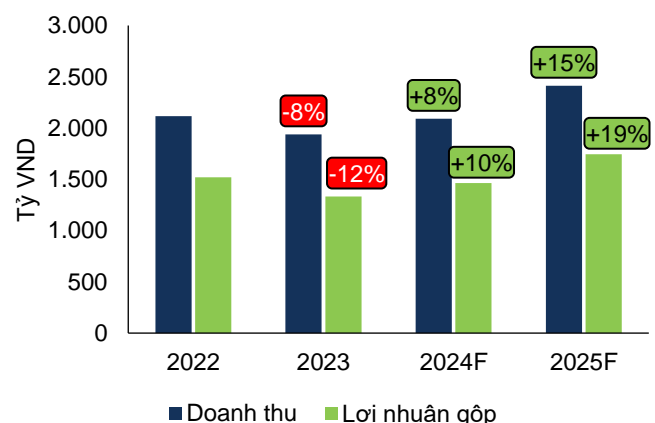
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện của HDG sẽ hồi phục mạnh từ nửa cuối 2024 và sẽ tăng trưởng lần lượt 10% và 20% năm 2024 và 2025, đồng thời sản lượng điện mặt trời và điện gió sẽ duy trì ổn định. Tổng sản lượng điện của HDG dự kiến tăng trưởng 8% và 16% lần lượt trong các năm 2024 và 2025 giúp cải thiện doanh thu và lợi nhuận mảng điện.

Sản lượng điện HDG



Nguồn: FPTs ước tính

Doanh thu, lợi nhuận gộp mảng điện



Nguồn: FPTs ước tính

2.2. Rủi ro pháp lý làm ảnh hưởng tới giá bán điện

[\(Trở về trang 1\)](#)

Hai nhà máy điện mặt trời của HDG đều bị nêu tên trong các đợt thanh tra ngành điện vào năm 2023. Trong đó, nhà máy ĐMT Hồng Phong 4 được xây dựng trên đất dự trữ khoáng sản titan. Nhà máy ĐMT SP INFRA 1 đi vào vận hành sau này 30/6/2019, tuy nhiên vẫn được hưởng mức giá FiT 1 do ưu đãi đối với riêng tỉnh Ninh Thuận theo Quyết định 13/2020/QĐ-TTg đã được chính phủ phê duyệt. Cụ thể, các nhà máy ĐMT tại Ninh Thuận được chấp thuận quy hoạch với công suất tích lũy 2.000 MW và COD trước 1/1/2021 vẫn được hưởng mức giá FiT. Tuy nhiên, Thanh tra Chính Phủ cho rằng Bộ Công Thương đã tham mưu sai về đối tượng được áp dụng ưu đãi trong Quyết định 13, và dự án SP INFRA 1 nằm trong số 14 dự án được áp dụng giá FiT 1 không đúng đối tượng.

Các nhà máy vẫn đang hoạt động bình thường. Phía HDG cho rằng cả hai dự án đều được triển khai đúng với quy định và đều đã được các cơ quan Nhà nước chấp thuận, phê duyệt trong quá trình đầu tư. Hiện tại, vẫn chưa có quyết định xử lý chính thức và cả hai nhà máy đều đang hoạt động bình thường và đều đang bán điện cho EVN với giá FiT 1 là 9,35 cents.

Chúng tôi tạm thời dự phóng các nhà máy ĐMT của HDG vẫn sẽ tiếp tục hoạt động một cách bình thường và không chịu ảnh hưởng tiêu cực từ Kết luận Thanh tra. Tuy nhiên rủi ro pháp lý đối với các dự án vẫn là khá lớn và chúng tôi sẽ theo dõi và cập nhật lại giả định dự phóng khi có kết luận xử lý chính thức được đưa ra.

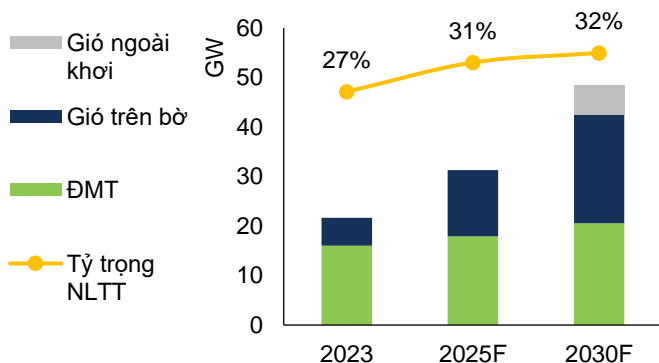
Giá bán thủy điện chịu tác động tiêu cực trong ngắn hạn do tăng tỷ lệ Qc, tuy nhiên có tiềm năng tăng giá trong dài hạn. Giá bán điện của hai nhà máy thủy điện Đắk Mi 2 và Sông Tranh 4 đang chịu ảnh hưởng tiêu cực do EVN tăng tỷ lệ Qc cho thủy điện từ 90% lên 98%. Các nhà máy phải bán hầu hết sản lượng theo giá hợp đồng (~1.000 VND/kWh), trong khi giá thị trường điện trung bình các tháng đã tăng lên ~1.400 VND/kWh, thậm chí có thể tăng lên mức trần ~1.900 VND/kWh vào các tháng mùa khô.

Việc tăng tỷ lệ Qc cho thủy điện là biện pháp ngắn hạn EVN phải sử dụng để giảm chi phí mua điện đầu vào do khó khăn về tài chính. Tuy nhiên, EVN sẽ phải hạ tỷ lệ Qc xuống sau khi đã tháo gỡ hết khó khăn để đảm bảo thực hiện quá trình tự do hóa thị trường điện. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng giá điện trên thị trường sẽ tiếp tục xu hướng tăng lên do ngành điện đã khai thác hết các nguồn điện giá rẻ và sẽ phải huy động nhiều hơn từ những nguồn điện có giá cao hơn, ví dụ như điện khí LNG.

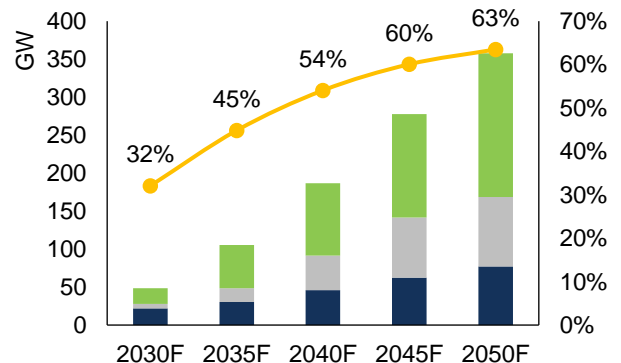
2.3. Triển vọng tăng trưởng công suất nhờ điện gió và kỳ vọng mới từ cơ chế DPPA

Tiềm năng tăng trưởng công suất đến 2030 phụ thuộc nhiều vào khả năng triển khai các dự án điện gió. Trong số 3 loại hình nguồn điện HDG đang phát triển, điện gió là nguồn điện có tiềm năng phát triển lớn nhất trong giai đoạn 2024 - 2030. Trong khi đó, thủy điện đã khai thác gần tiềm năng và khó để xây dựng các nhà máy mới có quy mô công suất lớn, điện mặt trời còn nhiều tiềm năng khai thác nhưng bị giới hạn phát triển do tính thiếu ổn định và chỉ được định hướng phát triển mạnh từ sau năm 2030, theo QHĐ VIII.

Công suất nguồn điện tái tạo theo QHĐ VIII
2024 - 2030



2030 - 2050



Nguồn: QHĐ VIII

Mảng điện vẫn sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong chiến lược kinh doanh của HDG đến năm 2030, do đó HDG vẫn đang nghiên cứu danh mục phát triển các dự án điện mới. Trong đó, điện gió là mảng được phát triển mạnh nhất của HDG với 7 dự án đang được nghiên cứu với tổng công suất 748 MW. Trong đó, có dự án điện gió Phước Hữu (50 MW) đã được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư và điện gió Bình Gia được trao MOU.

Đối với mảng thủy điện, HDG còn 2 dự án thủy điện có công suất nhỏ (tổng 24 MW) đã M&A từ trước và đang bắt đầu triển khai. HDG sẽ tiếp tục tìm kiếm và M&A thêm các dự án mới, tuy nhiên do tiềm năng thủy điện còn lại rất hạn chế nên công suất tăng thêm từ mảng thủy điện dự kiến sẽ rất thấp.

Danh mục dự án điện mới của HDG

Dự án	Công suất	Vị trí	TMĐT	Tiến độ
Thủy điện Sơn Nham	9 MW	Quảng Ngãi	287 tỷ VND	Đã khởi công xây dựng, dự kiến COD Q4/2026.
Thủy điện Sơn Linh	15 MW	Quảng Ngãi	n/a	Đã được phê duyệt quy hoạch từ trước QHĐ VIII

Điện gió Phước Hữu	50 MW	Ninh Thuận	1.730 tỷ VND	Đã được UBND tỉnh Ninh Thuận cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư vào T4/2024. Dự kiến khởi công tháng 1/2025, COD vào Q4/2025.
Điện gió Bình Gia	80 MW	Lạng Sơn	3.000 tỷ VND	Được UBND tỉnh Lạng Sơn trao Biên bản ghi nhớ đầu tư dự án (MOU).
Điện gió 7A mở rộng	21 MW	Ninh Thuận	n/a	Nằm trong danh mục phát triển điện gió của Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII.
Các dự án khác: Ea H'Leo, V3, Quảng Trị, An Phong, ...		Đang nghiên cứu, khảo sát đo gió, chưa có thông tin chi tiết		

Nguồn: HDG, FPTs tổng hợp

Cơ chế DPPA đem lại triển vọng tích cực, nhưng khả năng triển khai trên thực tế là chưa rõ ràng.

Từ sau khi cơ chế giá FiT hết hiệu lực, cơ chế giá cho các nhà máy điện mặt trời, điện gió vẫn chưa hoàn thiện. Chỉ có các dự án chuyển tiếp² là được phép vận hành nhưng vẫn chưa thể đàm phán giá điện chính thức và chỉ đang sử dụng giá tạm bằng 50% trần khung giá điện chuyển tiếp. Các dự án mới, không nằm trong danh sách dự án chuyển tiếp vẫn đang bế tắc vì chưa có cơ chế giá mới.

Tuy nhiên, ngày 3/7/2024, Chính Phủ đã ban hành Nghị định 80/2024/NĐ-CP quy định cơ chế mua bán điện trực tiếp cho các nhà máy điện tái tạo (DPPA – chi tiết tại [phụ lục](#)). Cơ chế DPPA được kỳ vọng sẽ đem lại nhiều kỳ vọng tích cực cho lĩnh vực điện tái tạo nói chung, bao gồm:

- Tháo gỡ vướng mắc về cơ chế giá để có thể triển khai dự án
- DPPA có tính thị trường hơn, hạn chế sự phụ thuộc vào EVN và các quy định của Nhà nước về cơ chế giá.
- Nhu cầu mua điện tái tạo trực tiếp từ các khách hàng có yêu cầu về ESG hiện đang là rất lớn, đặc biệt là các doanh nghiệp FDI.

Tuy nhiên, việc triển khai DPPA trên thực tế vẫn sẽ đang gặp một số vướng mắc do: (1) thiếu các Thông tư hướng dẫn và cần sửa đổi, bổ sung để hoàn thiện thêm khung pháp lý; (2) các nhà máy điện tái tạo triển khai theo DPPA vẫn sẽ gây khó khăn cho việc vận hành hệ thống điện; (3) cần đảm bảo tuân thủ theo QHĐ VIII. Ngoài ra, để hỗ trợ cho việc thực hiện DPPA về lâu dài, thị trường điện cũng sẽ cần có sự thay đổi lớn như: xây dựng giá điện hai thành phần, tách bạch phí phân phối, bán lẻ, truyền tải, điều độ....

Giá bán điện cũng là yếu tố có ảnh hưởng lớn tới khả năng triển khai DPPA. Các khách hàng sẵn sàng chi trả mức giá bán điện cao theo DPPA để có thể đáp ứng yêu cầu ESG, tuy nhiên, nhu cầu có thể giảm xuống nếu giá bán quá chênh lệch so với giá điện bán lẻ. Hiện tại giá điện bán lẻ cho khách hàng công nghiệp chỉ đang là 1.600 – 1.700 VND/kWh, trong khi giá điện gió đang là hơn 2.000 VND/kWh, chưa kể các khoản phí phân phối, truyền tải, điều độ (ước tính >300 VND/kWh) mà khách hàng sẽ phải chịu thêm.

Cơ chế giá bán cho điện gió vẫn chưa rõ ràng và các dự án hầu hết đều đang trong giai đoạn nghiên cứu, chuẩn bị, do đó chúng tôi tạm thời chưa các dự án điện gió mới vào mô hình định giá. Chúng tôi chỉ đưa vào mô hình hai dự án thủy điện với giá định hai nhà máy này có hiệu quả kinh tế tương đương với mức trung bình các nhà máy thủy điện của HDG.

² Dự án chuyển tiếp: Dự án được chấp thuận quy hoạch và triển khai theo cơ chế giá FiT nhưng bị trễ thời gian COD.

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH MẢNG BẤT ĐỘNG SẢN

1. Tổng quan ngành Bất động sản dân dụng Việt Nam

1.1. Pháp lý dự án đang khó khăn, nhưng kỳ vọng sẽ sớm được tháo gỡ

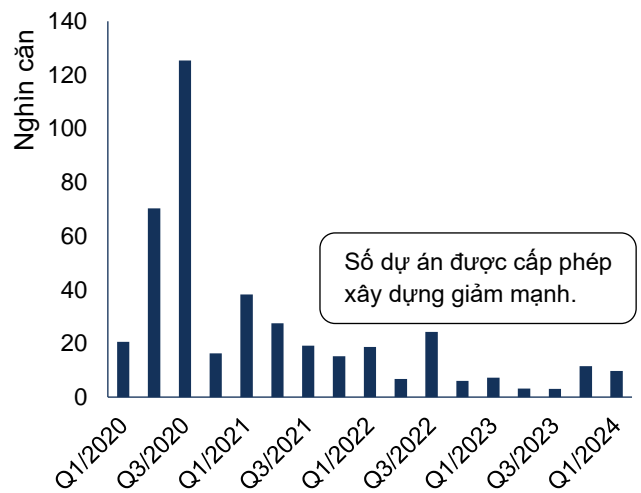
Nhiều dự án đang gặp vướng mắc pháp lý. Pháp lý là yếu tố quan trọng, phức tạp nhất trong quy trình triển khai dự án BĐS. Từ năm 2021, Nhà nước bắt đầu siết chặt quản lý cấp phép đối với các dự án bất động sản, khiến cho số lượng dự án BĐS được cấp phép sụt giảm nghiêm trọng từ năm 2021 và chạm đáy vào Q3/2023.

Bên cạnh việc siết chặt cấp phép, tăng cường rà soát, nhiều quy định pháp lý BĐS cũng có sự thay đổi lớn trong giai đoạn này, trong đó đáng kể nhất là sửa đổi các Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS.

Việc thay đổi các quy định pháp lý khiến cho nhiều dự án gặp vướng mắc, khó triển khai. Trong đó, một số vướng mắc thường gặp là: (1) vướng mắc trong khâu định giá đất, xác định tiền sử dụng đất; (2) không thể chuyển đổi mục đích sử dụng đất để được chấp thuận chủ trương đầu tư; (3) khó khăn trong phê duyệt và điều chỉnh quy hoạch.

Kỳ vọng sẽ sớm được tháo gỡ sau khi các Luật quan trọng có hiệu lực. Bộ 3 Luật quan trọng đã được Quốc Hội cho phép có hiệu lực từ 1/8/2024, sớm hơn 5 tháng so với Quyết nghị trước đó của Quốc Hội. Đây là cơ sở quan trọng để tháo gỡ các vướng mắc pháp lý cho các dự án trong thời gian tới.

Số căn nhà ở thương mại được cấp phép



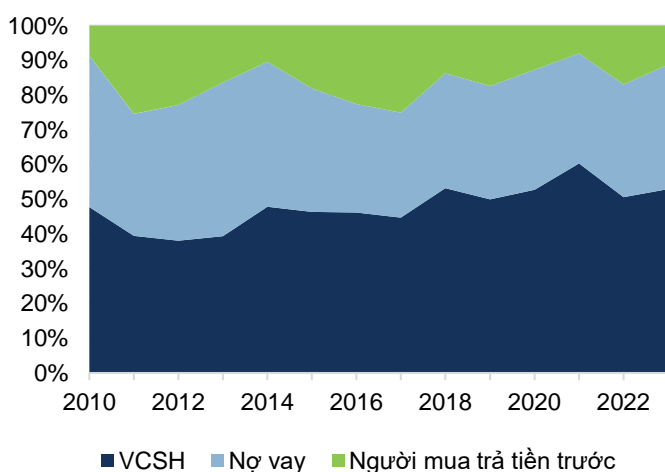
Nguồn: Bộ Xây dựng

1.2. Tín dụng cởi mở hơn thúc đẩy sự phục hồi của thị trường BĐS

Ngành BĐS thường chịu tác động lớn bởi diễn biến lãi suất và các quy định về tín dụng BĐS do vốn vay thường chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu vốn của cả chủ đầu tư mà và khách hàng mua nhà. Đối với các doanh nghiệp BĐS, nguồn tín dụng ngân hàng và gần đây là trái phiếu doanh nghiệp là những nguồn vốn quan trọng, chiếm 30 – 40% nguồn vốn đầu tư dự án. Phần lớn khách hàng cũng thường sử dụng vốn vay khi mua nhà, do đó lãi suất cho vay mua nhà thường có tác động lớn tới nhu cầu trên thị trường BĐS.

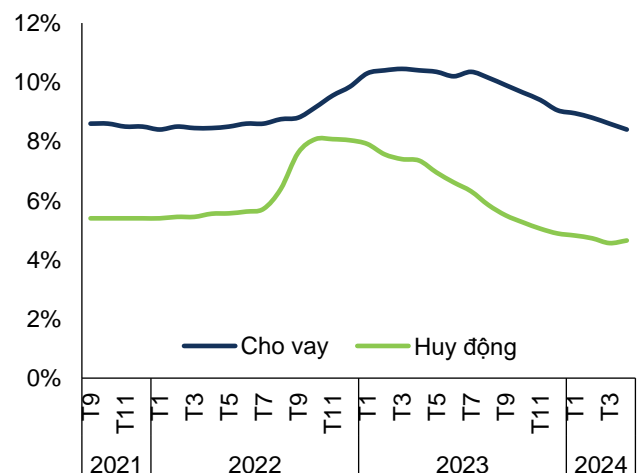
Giai đoạn 2022 – 2023, chính sách thắt chặt tín dụng và lãi suất tăng cao đã khiến cho thị trường BĐS rơi vào giai đoạn suy thoái nghiêm trọng. Đến cuối năm 2023, tín dụng BĐS trở nên cởi mở hơn và lãi suất cho vay mua nhà bắt đầu giảm mạnh. Nhờ đó, thị trường BĐS bắt đầu có những tín hiệu phục hồi tích cực trong nửa đầu năm 2024.

Cơ cấu nguồn vốn các doanh nghiệp BĐS niêm yết



Nguồn: FPTS tổng hợp

Lãi suất cho vay và huy động



Nguồn: SBV

1.3. Thị trường BĐS có tính chu kỳ cao và phân hóa rõ nét theo phân khúc/địa phương.

1.3.1. Các phân khúc sản phẩm trên thị trường BĐS Việt Nam

Các sản phẩm trên thị trường BĐS rất đa dạng và thường được phân loại như sau:

- + BĐS nhà ở: phục vụ mục đích chính là để ở, bao gồm:
 - (1) căn hộ chung cư, phân loại theo mức giá gồm: bình dân/trung cấp/cao cấp/hạng sang, ...;
 - (2) nhà thấp tầng gồm: biệt thự/nhà liền kề/nhà phố/shophouse, ...
 - (3) đất nền, đất thổ cư.
- + BĐS thương mại: BĐS dùng để cho thuê, kinh doanh như: văn phòng, khách sạn, mặt bằng thương mại, ...
- + BĐS nghỉ dưỡng: BĐS được xây tại các khu du lịch, nghỉ dưỡng: biệt thự, khách sạn, condotel, shophouse, ...

BĐS nhà ở và thương mại phát triển chủ yếu tại Hà Nội, Tp.HCM và vùng lân cận của hai thành phố lớn này nhờ mật độ cao và dân số đô thị đông với mức thu nhập trên trung bình. Trong khi đó, BĐS nghỉ dưỡng phát triển tại những vùng có thể mạnh du lịch như các tỉnh ven biển miền Trung, Phú Quốc, Quảng Ninh, ...

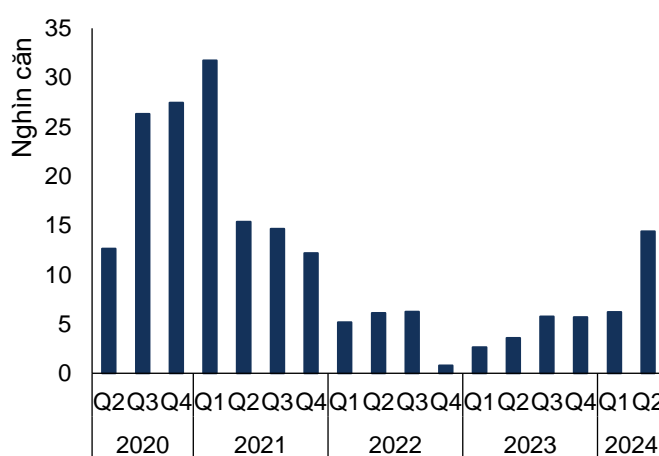
1.3.2. Thị trường BĐS nhà ở: hồi phục tích cực tại thị trường miền Bắc và phân khúc chung cư

Nhu cầu mua BĐS phục hồi mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2024.

Thị trường BĐS đã trải qua một giai đoạn rất 2022 – 2023 rất khó khăn khi giao dịch trên thị trường gần như đóng băng. Nhu cầu mua BĐS sụt giảm do tín dụng thắt chặt, kinh tế khó khăn trong khi giá nhà tiếp tục neo cao sau giai đoạn thị trường bùng nổ. Nguồn cung nhà ở trở nên khan hiếm, đặc biệt ở phân khúc giá rẻ do thắt chặt pháp lý. Niềm tin người mua nhà đi xuống sau vụ vi phạm và đổ vỡ của nhiều doanh nghiệp BĐS lớn trên thị trường.

Đến Q2/2024, thị trường BĐS bắt đầu có những tín hiệu hồi phục tích cực khi lượng giao dịch trong tăng trưởng 32% QoQ và 49% YoY. Mặt bằng lãi suất giảm sâu và niềm tin người mua nhà quay trở lại và kỳ vọng về những thay đổi pháp lý là những yếu tố thúc đẩy thị trường BĐS hồi phục.

Lượng giao dịch BĐS nhà ở cả nước



Nguồn: VARS

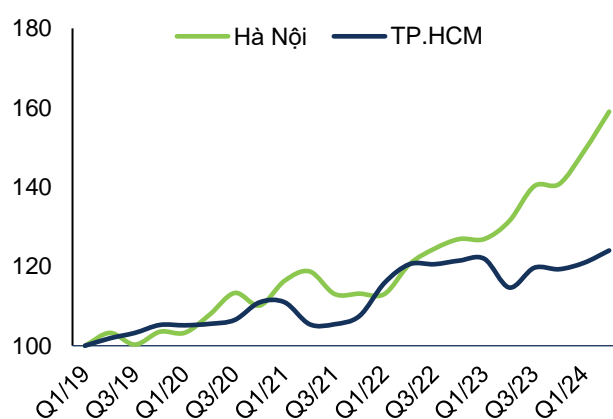
Phân khúc chung cư phục hồi đầu tiên và miền Bắc đang có hồi phục tốt hơn so với miền Nam. Tình hình phục hồi thị trường BĐS đang có sự phân hóa khá lớn giữa các phân khúc thị trường. Phân khúc chung cư có sự phục hồi đầu tiên do giá bán dễ tiếp cận và nhu cầu ở thực lớn. Các phân khúc nhà ở thấp tầng, đất nền và BĐS nghỉ dưỡng đang có sự phục hồi chậm hơn.

Thị trường miền Bắc đang có sự phục hồi tích cực hơn đối với hầu hết các phân khúc, trong khi thị trường miền Nam vẫn đang khá âm ỉ, chỉ cải thiện nhẹ so với năm 2023.

Phân khúc chung cư tại Hà Nội là điểm sáng dẫn dắt sự phục hồi của thị trường BĐS nửa đầu năm 2024. Nhiều dự án lớn được đẩy ra thị trường làm gia tăng nguồn cung và các dự án đều đạt tỷ lệ hấp thụ cao cho thấy nhu cầu BĐS hiện đang rất tốt. Giá chung cư tại Hà Nội đã tăng rất mạnh (+25% YoY) trong nửa đầu năm 2024.

Sau khi phân khúc chung cư dần hạ nhiệt và giá bán chung cư đã tăng lên mức quá cao vào cuối Q2/2024, các phân khúc nhà thấp tầng, đất nền đang dần chú ý hơn và cũng đã bắt đầu có sự hồi phục ở cục bộ một số địa phương.

Chỉ số giá chung cư tại Hà Nội và TP.HCM



Nguồn: VARS

2. Tổng quan hoạt động kinh doanh mảng BĐS của HDG

2.1. Chiến lược kinh doanh BĐS của HDG

Phát triển quỹ đất tại Hà Nội và Tp.HCM; tập trung vào BĐS nhà ở và thương mại. Các dự án BĐS mà HDG triển khai trong quá khứ hầu hết đều thuộc loại hình BĐS nhà ở và BĐS thương mại. Đối với BĐS nhà ở, sản phẩm chính của HDG là các căn hộ chung cư phân khúc trung cấp và các căn nhà thấp tầng tại khu đô thị. Đối với BĐS thương mại, HDG xây dựng và sở hữu các tòa nhà văn phòng, 1 tòa khách sạn kết hợp văn phòng và sở hữu mặt bằng thương mại tại các dự án BĐS nhà ở mà công ty triển khai.

Các dự án đã hoàn thành của HDG đều nằm tại Hà Nội và Tp.HCM do nhu cầu BĐS nhà ở và thương mại tại đây là rất cao. Chỉ có 2 dự án mà HDG triển khai không nằm ở HN và Tp.HCM (1 dự án BĐS nghỉ dưỡng tại Nha Trang và 1 dự án khu đô thị tại Lào), tuy nhiên cả 2 dự án này đều đã tạm dừng triển khai từ lâu.

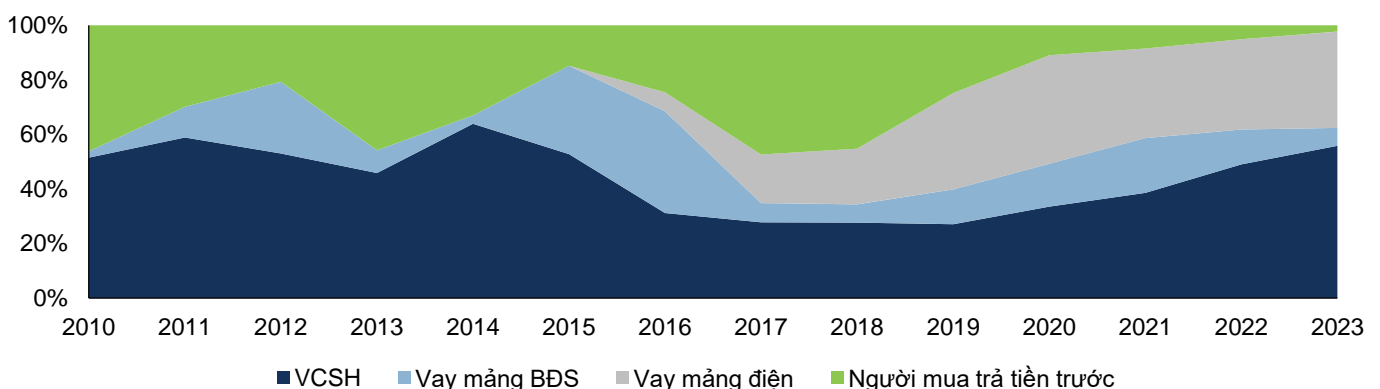
Sau khi Bộ Quốc Phòng thoái vốn vào năm 2017, HDG khó có thể tiếp tục tận dụng quỹ đất từ Bộ Quốc Phòng và chuyển hướng sang phát triển quỹ đất thông qua việc M&A. Điển hình là trong giai đoạn 2018 – 2019, HDG đã sở hữu thêm một loại quỹ đất thông qua các thương vụ mua lại: CTCP BĐS Bình An Riverside, Công ty TNHH Mua bán nợ Minh Long, CPTP Thiết bị giáo dục 1.

Thành công với các dự án có quy mô vừa và nhỏ và đang nâng dần quy mô các dự án. Trong quá khứ, HDG chủ yếu thực hiện các dự án có quy mô nhỏ với diện tích đất từ 2 ha trở xuống. Các dự án của HDG có quy mô nhỏ, có vị trí đẹp và sản phẩm tập trung vào phân khúc trung cấp phù hợp với nhu cầu tại Hà Nội, Tp.HCM nên dễ dàng đạt tỷ lệ hấp thụ cao.

Trong giai đoạn 2016 – 2023, HDG bắt đầu triển khai các dự án có quy mô lớn hơn. Trong đó, các dự án Hado Centrosa Garden (6,8ha tại Q.10, Tp.HCM) và Hado Charm Villas (30ha tại Hoài Đức, Hà Nội) đều thành công về kết quả kinh doanh và đem lại danh tiếng cho HDG trên thị trường BĐS.

Chiến lược kinh doanh BĐS an toàn, ít sử dụng vốn vay. Khác với đa số các doanh nghiệp BĐS, HDG thường sử dụng rất ít vốn vay để thực hiện các dự án BĐS. Nợ vay mảng BĐS của HDG trong quá khứ chủ yếu là các khoản vay ngắn, trung hạn và chiếm tỷ trọng khá thấp trong cơ cấu vốn. Hiện tại tổng dư nợ vay của HDG đang là khá lớn nhưng chủ yếu là đến từ mảng điện, nợ vay mảng BĐS chiếm tỷ trọng không đáng kể. HDG có thể thực hiện được chiến lược kinh doanh sử dụng ít vốn vay là nhờ: (1) triển khai các dự án có quy mô phù hợp với năng lực tài chính và (2) có thể tận dụng được nguồn vốn huy động từ khách hàng.

Cơ cấu nguồn vốn của HDG



Nguồn: BCTC HDG, FPTS tổng hợp

Việc sử dụng ít vốn vay giúp HDG luôn duy trì được tình hình tài chính lành mạnh và gặp ít rủi ro tài chính. HDG cũng không gặp nhiều áp lực về tài chính khi các dự án bị kéo dài tiến độ do gặp vướng mắc pháp lý hoặc khi thị trường BĐS bị ảnh hưởng trong những giai đoạn thắt chặt chính sách tiền tệ và tín dụng BĐS.

Do không có áp lực tài chính, HDG có thể trì hoãn, kéo dài thời gian triển khai các dự án để hưởng lợi từ việc giá BĐS tăng và lựa chọn thời điểm triển khai thích hợp để tối ưu lợi nhuận.

Tuy nhiên, chiến lược này khiến cho doanh thu mảng BĐS thường biến động mạnh do các dự án không gối đầu liên tiếp nhau. Ngoài ra, việc dự án kéo dài, chậm triển khai có thể dẫn tới rủi ro dự án bị thu hồi.

2.2. Tình hình hoạt động kinh doanh mảng BĐS của HDG

Mảng BĐS của HDG bao gồm: (1) hoạt động kinh doanh BĐS và (2) các hoạt động liên quan: xây lắp, kinh doanh khách sạn và cho thuê, quản lý BĐS.

❖ Hoạt động kinh doanh BĐS:

Doanh thu, lợi nhuận mảng BĐS của HDG chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh BĐS (bán các sản phẩm BĐS nhà ở). Đặc thù của hoạt động kinh doanh BĐS là kết quả kinh doanh thường biến động mạnh do phụ thuộc vào tiến độ triển khai và quy mô, hiệu quả của các dự án đến giai đoạn bàn giao.

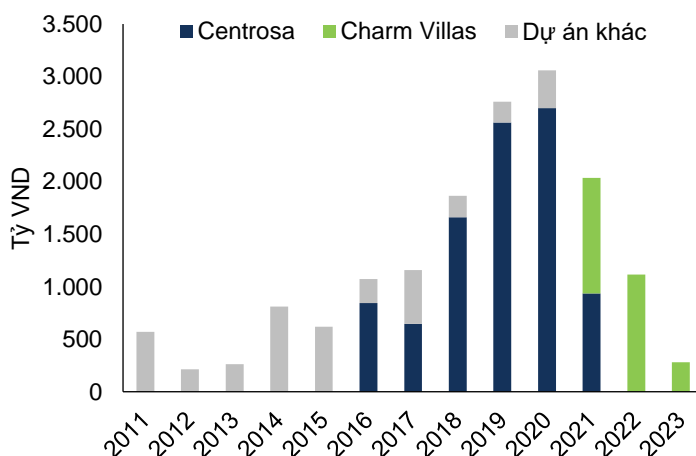
Doanh thu sụt giảm do bàn giao hết dự án cũ và chưa có dự án gối đầu.

Doanh thu kinh doanh BĐS của HDG tăng trưởng ấn tượng trong giai đoạn 2016 – 2020, tuy nhiên bắt đầu sụt giảm dần kể từ năm 2021. Trong giai đoạn 2016 – 2020, HDG ghi nhận doanh thu từ dự án có quy mô lớn là Hado Centrosa Garden (diện tích 6,85 ha, doanh thu khoảng 10.000 tỷ VND). Sau khi bàn giao hết dự án Centrosa Garden, Hado chỉ còn ghi nhận doanh thu từ giai đoạn 2 của dự án Hado Charm Villas có quy mô doanh thu nhỏ hơn (khoảng 3.000 tỷ VND). Các sản phẩm của Charm Villas giai đoạn 2 đã được bàn giao hết toàn bộ vào Q1/2024, do đó HDG sẽ không còn doanh thu từ hoạt động kinh doanh BĐS nếu các dự án tiếp theo không được triển khai.

Dự án Hado Charm Villas vẫn còn 108 trong tổng số 528 sản phẩm dự kiến sẽ được bán trong đợt 3, tuy nhiên HDG đã liên tục trì hoãn thời gian mở bán của các sản phẩm còn lại này do tình hình thị trường chưa thuận lợi. Ngoài ra, HDG cũng đã tích cực hoạt động M&A để mở rộng quỹ đất trong giai đoạn 2018 – 2019 và lên kế hoạch triển khai nhiều dự án mới để gối đầu sau khi ghi nhận hết doanh thu từ Centrosa Garden. Tuy nhiên, các dự án này đều đang gặp vướng mắc và đến thời điểm hiện tại vẫn chưa thể triển khai.

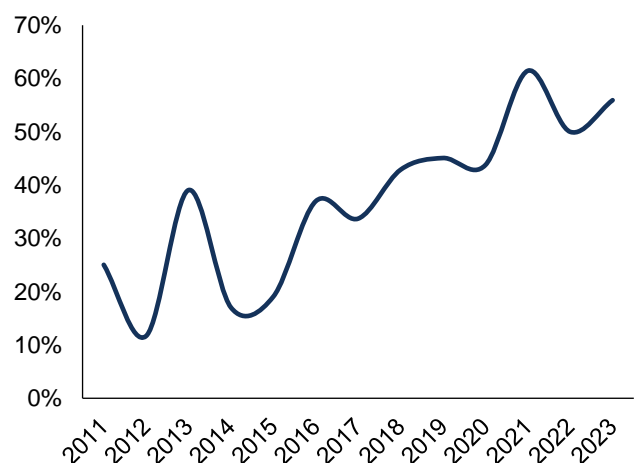
Biên lợi nhuận gộp cao nhờ thành công của hai dự án Hado Centrosa và Hado Charm Villas. Hai dự án này đều có biên lợi nhuận cao, giúp cho biên lợi nhuận gộp của HDG cải thiện từ 20% lên mức 45% trong giai đoạn 2018 – 2020 và 50 – 60% trong giai đoạn 2021 – 2023. Tuy nhiên cần lưu ý, biên lợi nhuận của dự án Charm Villas chưa phản ánh chính xác thực tế và có thể thay đổi do các cơ quan Nhà nước chưa hoàn thành việc xác định số tiền sử dụng đất phải nộp bổ sung của dự án và HDG đang tạm thời trích trước chi phí này dựa trên đơn giá thẩm định của một bên thứ ba.

Doanh thu kinh doanh BĐS của HDG



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp và ước tính

Biên lợi nhuận gộp kinh doanh BĐS của HDG



Nguồn: BCTC HDG

❖ Các hoạt động kinh doanh khác: Xây lắp, Khách sạn và Cho thuê, quản lý vận hành BĐS.

Ngoài hoạt động kinh doanh BĐS, HDG còn ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ một số hoạt động có liên quan khác bao gồm: (1) xây lắp, (2) cho thuê, quản lý BĐS và (3) kinh doanh khách sạn.

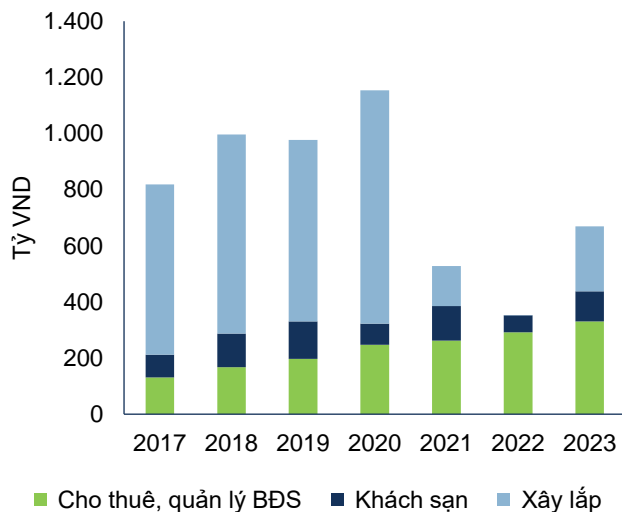
• **Xây lắp: HDG dần rút lui khỏi mảng xây lắp, chỉ còn phục vụ nhu cầu nội bộ**

HDG thi công các công trình xây dựng, bao gồm cả các dự án của HDG và các dự án bên ngoài. Tiền thân là một xí nghiệp xây dựng của Bộ Quốc Phòng, HDG đã duy trì hoạt động xây lắp kể từ khi thành lập cho đến năm 2021,

khi công ty thoái vốn tại các công ty con hoạt động trong mảng này là Hà Đô 1 và Hado Mee. Hoạt động xây lắp hiện tại chủ yếu phục vụ cho các dự án BĐS và điện của HDG.

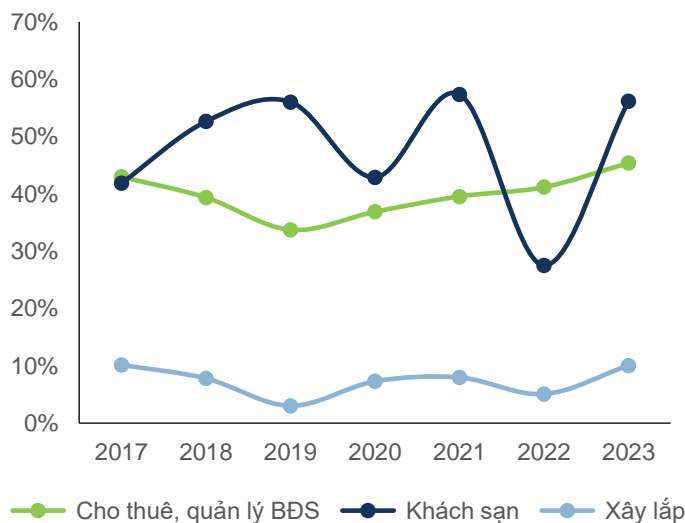
Hoạt động xây lắp từng đóng góp tỷ trọng doanh thu lớn cho HDG trong quá khứ. Tuy nhiên biên lợi nhuận hoạt động xây lắp khá thấp, do đó HDG đã dần rút lui khỏi mảng này, khiến cho doanh thu hoạt động xây lắp sụt giảm dần qua thời gian.

Doanh thu các HĐKD khác của HDG



Nguồn: BCTC HDG

Biên lợi nhuận các HĐKD khác của HDG



Nguồn: BCTC HDG

• **Cho thuê, quản lý vận hành BĐS: hoạt động ổn định và tăng trưởng theo các dự án BĐS mới**

HDG cho thuê mặt bằng văn phòng tại các tòa nhà văn phòng mà công ty đầu tư: Hado Airport Building, Hado South Building, ... Ngoài ra, HDG còn cung cấp dịch vụ quản lý và cho thuê mặt bằng thương mại tại các tầng hầm, khối đế của các dự án BĐS mà công ty đã hoàn thành.

Hoạt động cho thuê, quản lý BĐS ổn định hơn so với xây lắp, với biên lợi nhuận gộp khá cao (trung bình 40 – 50%) và duy trì ổn định. Hoạt động này mang tính phụ trợ cho hoạt động kinh doanh BĐS và chỉ đóng góp 11% tổng doanh thu của HDG năm 2023. Tuy nhiên, lợi nhuận và dòng tiền ổn định của hoạt động này được xem là bộ đệm của HDG trong những giai đoạn các hoạt động kinh doanh khác gặp khó khăn.

Hoạt động cho thuê, quản lý BĐS có khả năng tăng trưởng khi HDG triển khai thêm các dự án mới. Trong giai đoạn 2017 – 2023, doanh thu cho thuê và quản lý BĐS tăng trưởng với CAGR 16%/năm. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu hoạt động tăng trưởng 9% và 14% trong năm 2024, 2025 nhờ: (1) có thêm mặt bằng thương mại tại Charm Villas kể từ Q2/2024 và (2) tăng giá thuê tại các mặt bằng cho thuê cũ.

• **Kinh doanh khách sạn: hồi phục và tăng trưởng trở lại sau giai đoạn khó khăn vì Covid**

HDG đầu tư vào dự án tổ hợp khách sạn – văn phòng tại số 2 - Hồng Hà, bên cạnh sân bay Tân Sơn Nhất. HDG kết hợp với tập đoàn Accor để kinh doanh khách sạn tại dự án dưới thương hiệu là IBIS.

Hoạt động kinh doanh khách sạn của HDG chịu ảnh hưởng tiêu cực trong giai đoạn 2020 – 2022 do ảnh hưởng bởi Covid. Doanh thu khách sạn sụt giảm mạnh trong năm 2020 và 2022, kéo theo sự sụt giảm biên lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, hoạt động khách sạn đã hồi phục trong năm 2023 và nửa đầu năm 2024.

3. Triển vọng mảng kinh doanh BĐS của HDG

3.1. Quỹ đất còn nhiều nhưng các dự án đều đang gặp vướng mắc, khó triển khai

HDG đang sở hữu quỹ đất rất lớn chưa triển khai với tổng diện tích ước tính khoảng hơn 90 ha, chưa bao gồm phần còn lại của Charm Villas. Tuy nhiên, ngoại trừ Charm Villas, hầu hết các dự án của HDG đều đang trong tình trạng vướng mắc và chưa thể triển khai.

Danh mục dự án của HDG

Quỹ đất/ Dự án	Diện tích	Vị trí	Sản phẩm	Tiến độ
Hado Charm Villas (gđ 3)	30 ha (toàn bộ dự án)	Hoài Đức, Hà Nội	108 căn biệt thự/liền kề/shophouse	Sẵn sàng mở bán, bàn giao các sản phẩm mới do đã hoàn thiện mặt ngoài toàn bộ sản phẩm, các hạng mục hạ tầng, tiện ích.
Noongtha Central Park	74 ha	Vientiane, Lào	Khu đô thị	Đã bán một số sản phẩm thăm dò, tuy nhiên đang tạm dừng do thị trường BĐS tại Lào chưa phát triển.
Minh Long/Linh Trung	2,7 ha	Thủ Đức, Tp.HCM	3 tòa chung cư + 100 căn liền kề	<ul style="list-style-type: none"> - Đất sạch đã giải phóng mặt bằng - Vướng mắc chuyển đổi mục đích sử dụng đất để được chấp thuận chủ trương đầu tư. - Đang điều chỉnh quy hoạch
Hado Green Lane	2,3 ha	Quận 8, Tp.HCM	3 tòa chung cư (1.231 căn hộ)	<ul style="list-style-type: none"> - Đất sạch đã giải phóng mặt bằng - Vướng mắc chuyển đổi mục đích sử dụng đất để được chấp thuận chủ trương đầu tư. - Đã có QH 1/500 nhưng đang xin điều chỉnh quy hoạch.
HH Dịch Vọng	9.861 m2	Cầu Giấy, Hà Nội	Tòa 47 tầng gồm văn phòng + khách sạn + chung cư	<ul style="list-style-type: none"> - Nằm trong dự án KĐT Dịch Vọng, liên doanh với NTL và đã hoàn thành hầu hết các hạng mục khác. - Đang điều chỉnh lại quy hoạch dự án.
CC3 Dịch Vọng	4.506 m2	Cầu Giấy, Hà Nội	Tòa trung tâm thương mại	
Tạ Quang Bửu	1.036 m2	Hai Bà Trưng, Hà Nội	Tòa nhà văn phòng	Đất sạch, đang điều chỉnh pháp lý dự án
62 Phan Đình Giót	2,2 ha	Thanh Xuân, Hà Nội	Chung cư + Văn phòng cho thuê	
Bảo Đại Resort	8,9 ha	Nha Trang, Khánh Hòa	108 phòng khách sạn, 35 biệt thự nghỉ dưỡng	Dự án bị đình chỉ thi công từ năm 2017 và đã trả lại 5 biệt thự cổ bảo tồn nằm trong diện tích dự án.
Hải Phòng	8.621 m2	Hải Phòng	Chưa có KH	- Đất sạch, đang sử dụng mặt bằng cho thuê
Hưng Yên	6.636 m2	Hưng Yên	Chưa có KH	- Đất sạch, đang sử dụng mặt bằng cho thuê

Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

3.2. HDG dự kiến mở bán Charm Villas đợt 3 cuối năm 2024 và hưởng lợi khi thị trường BĐS hồi phục

[\(Trở về trang 1\)](#)

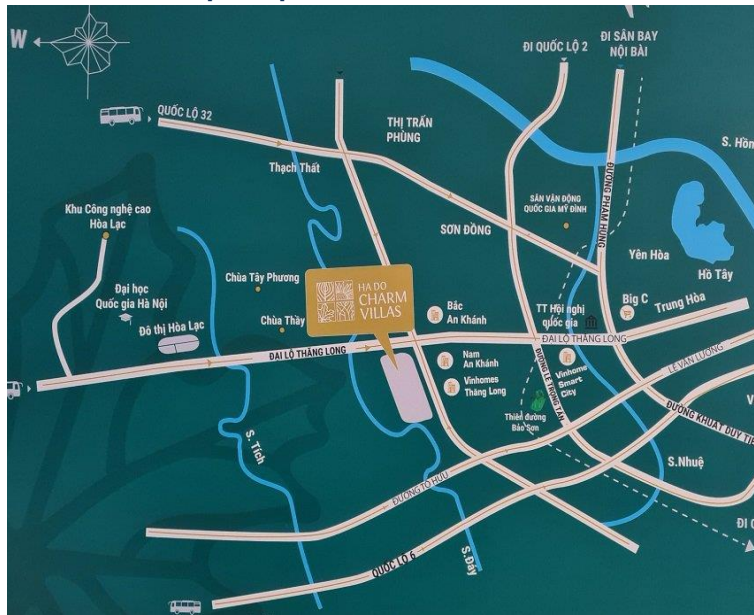
Tổng quan dự án Hado Charm Villas:

Hado Charm Villas là dự án khu đô thị với tổng diện tích 30ha nằm tại huyện Hoài Đức, Hà Nội. Sản phẩm của dự án bao gồm 528 căn biệt thự gồm: đơn lập, song lập, shophouse và liền kề. Dự án nằm tại km11, Đại Lộ Thăng Long thuộc địa phận huyện Hoài Đức, Hà Nội, được thiết kế khép kín và có mật độ xây dựng rất thấp, chỉ 18%. Dự án hướng tới tệp khách hàng có thu nhập cao, cần không gian xanh, an toàn nhưng vẫn thuận tiện di chuyển do nằm trên trục Đại Lộ Thăng Long và chỉ cách trung tâm thành phố Hà Nội 14km.

Dự án đã được mở bán 2 đợt vào năm 2009 và 2020 đều có tỷ lệ hấp thụ khá tốt. Hiện tại HDG đã hoàn thiện hết mặt ngoài của toàn bộ sản phẩm và các hạ tầng, tiện ích và đã có hơn 30% khách hàng chuyển đến ở. Dự án hiện chỉ còn 108 sản phẩm dự kiến sẽ mở bán trong đợt 3. Các sản phẩm này đều đã sẵn sàng để bán, tuy nhiên HDG

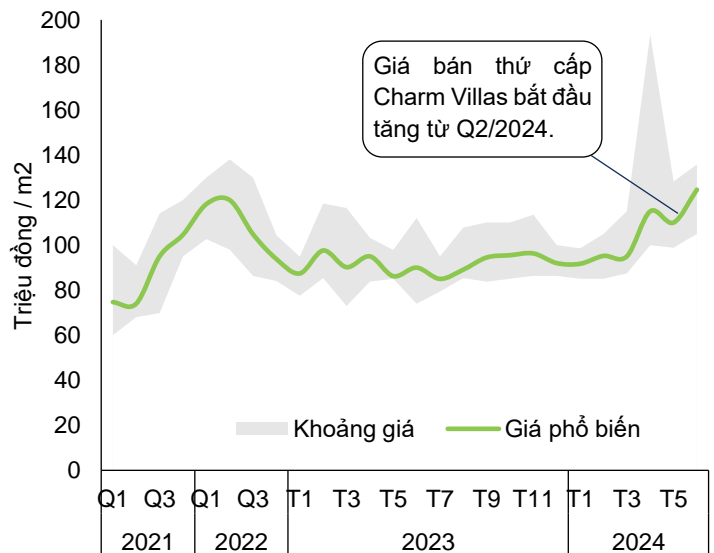
vẫn đang liên tục trì hoãn việc mở bán đợt 3 nhằm: (1) đợi thời điểm thị trường thuận lợi nhất để đạt tỷ lệ hấp thụ tốt và giá bán cao và (2) kéo giãn doanh thu BĐS cho đến khi các dự án mới có thể triển khai trở lại.

Vị trí dự án Hado Charm Villas



Nguồn: HDG

Giá bán thứ cấp Charm Villas



Nguồn: batdongsan.com

Doanh thu BĐS năm 2024 kỳ vọng hồi phục nhờ mở bán Charm Villas đợt 3. Thị trường BĐS đã bắt đầu có sự phục hồi tích cực kể từ Q2/2024, đặc biệt là tại thị trường miền Bắc. Phân khúc biệt thự thường có sự phục hồi chậm hơn so với chung cư, tuy nhiên nguồn cung và giá bán biệt thự cũng đã bắt đầu có sự cải thiện từ Q2/2024.

Giá bán biệt thự tại các khu đô thị lân cận ở khu vực An Khánh, Hoài Đức đều đang có xu hướng tăng lên trong nửa đầu 2024. Giá bán thứ cấp của Charm Villas theo dữ liệu từ batdongsan.com trong T6/2024 cũng đã tăng lên 125 triệu VND/m² (+38% yoy), tương đương với mức đỉnh năm 2022 và cao hơn đáng kể so với giá bán trong đợt mở bán thứ 2 là khoảng 60 – 70 triệu VND/m².

Chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ mở bán 108 sản phẩm còn lại của dự án vào cuối 2024 và có thể sớm bàn giao và ghi nhận doanh thu trong giai đoạn 2024 – 2026 do các sản phẩm đều đã hoàn thiện. Chúng tôi ước tính giá bán dự án trong đợt 3 là khoảng 130 triệu VND/m², đem lại doanh thu khoảng 2.300 tỷ VND.

3.3. Các dự án sẽ sớm được triển khai do các nút thắt pháp lý đang dần được tháo gỡ [\(Trở về trang 1\)](#)

Pháp lý BĐS đang dần được tháo gỡ. Trong nửa đầu năm 2024, Chính phủ đã có nhiều động thái nhằm tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án BĐS. Trong đó, thời gian hiệu lực của 3 Luật quan trọng đã được đẩy sớm hơn 5 tháng được kỳ vọng sẽ giúp tháo gỡ một số nút thắt quan trọng cho nhiều dự án. Ngoài ra, Quốc Hội cũng đã thông qua đề nghị xây dựng Nghị quyết về Thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại trên đất khác và đang ý kiến cho Dự thảo Nghị quyết.

Đề án Thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại trên đất khác được kỳ vọng sẽ tháo gỡ vướng mắc cho hai dự án của HDG là Green Lane và Linh Trung. Cả hai dự án đều được thực hiện trên đất sản xuất kinh doanh do HDG sở hữu và hiện chưa thể chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Theo quy định hiện hành, các dự án nhà ở thương mại chỉ được chấp thuận chủ trương đầu tư đồng thời chấp thuận nhà đầu tư nếu được thực hiện trên đất ở hoặc đất ở và đất khác, do đó hai dự án của HDG đang gặp vướng mắc ở khâu pháp lý quan trọng đầu tiên.

Cần thời gian để các chính sách thẩm thấu vào thị trường. Các Luật quan trọng sẽ sớm có hiệu lực, tuy nhiên vẫn cần thêm thời gian để ban hành các Nghị định, Thông tư hướng dẫn luật để có thể triển khai trên thực tế. HDG kỳ vọng đến cuối năm 2025 thị trường mới thực sự hồi phục và dự kiến 2026 mới có thể khởi công các dự án, bao gồm 2 dự án Green Lane, Linh Trung và cả các dự án khác như HH Dịch Vọng, Tạ Quang Bửu, 62 Phan Đình Giót,...

3.4. Mở rộng quỹ đất sang các tỉnh khác và sang mảng BĐS công nghiệp

HDG đang có kế hoạch mở rộng mảng BĐS ra các địa phương khác ngoài Hà Nội và Tp.HCM và mở rộng sang mảng BĐS Công nghiệp. Trong đó, HDG đang nghiên cứu đầu tư dự án Khu đô thị tại Hà Tiên với quy mô 99 ha. Với mảng BĐS Công nghiệp, HDG đã được UBND các tỉnh Ninh Thuận, Hưng Yên, Long An chấp thuận nghiên cứu lập quy hoạch các khu công nghiệp trên địa bàn với tổng quy mô khoảng 1.000 ha.

Các dự án trên của HDG đều đang trong giai đoạn nghiên cứu và mang tính dài hạn, hiện vẫn chưa có nhiều thông tin và chưa thể đánh giá. Do đó, chúng tôi chưa đưa các dự án này vào mô hình định giá và sẽ cập nhật khi có thông tin cụ thể hơn.

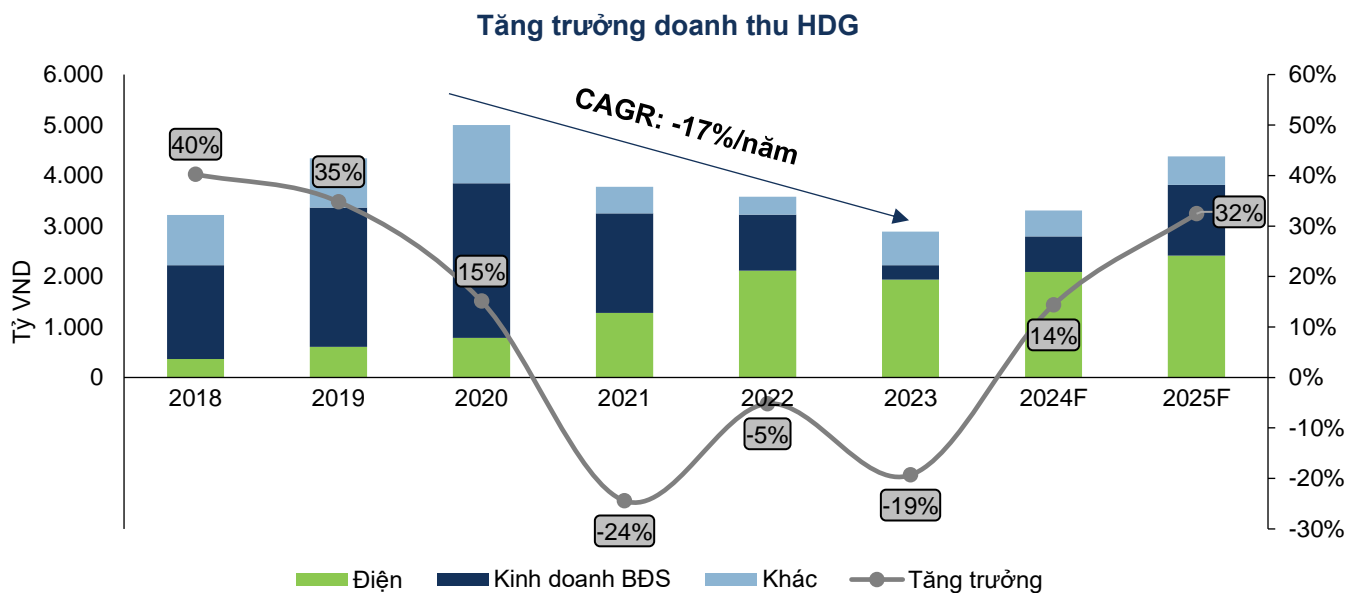
IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu sụt giảm do cả hai mảng điện và BĐS đều gặp khó khăn nhưng kỳ vọng sẽ bắt đầu phục hồi từ cuối 2024

Doanh thu chậm đáy do cả hai mảng BĐS và điện đều đang gặp khó khăn. Doanh thu HDG bắt đầu giảm dần với CAGR -17%/năm trong giai đoạn 2021 - 2023 và tiếp tục xu hướng giảm trong 2024Q1.

Trong đó, mảng kinh doanh BĐS có sự sụt giảm doanh thu đáng kể nhất, từ hơn 3.000 tỷ VND năm 2021 xuống chỉ còn 282 tỷ VND năm 2023 (CAGR -54%/năm). Trong giai đoạn này, doanh thu kinh doanh BĐS hầu như chỉ đến từ việc bàn giao dự án Hado Charm Villas và HDG đã liên tục trì hoãn việc mở bán đợt 3 của dự án này. Các dự án HDG đang chuẩn bị để gói đầu cho dự án như: Green Lane, Linh Trung, ... đều đang gặp vướng mắc pháp lý và không thể triển khai.

Mảng điện của HDG cũng gặp khó khăn và chứng kiến sự sụt giảm từ năm 2023 do ảnh hưởng bởi El Nino và không có thêm nhà máy mới được đưa vào vận hành.



Nguồn: BCTC HDG

Doanh thu HDG được kỳ vọng sẽ cải thiện kể từ cuối 2024. Chúng tôi cho rằng doanh thu của HDG đã chậm đáy trong 1H2023 và sẽ bắt đầu hồi phục mạnh mẽ kể từ cuối 2024 nhờ hai yếu tố chính: (1) ghi nhận doanh thu từ việc mở bán Charm Villas đợt 3 và (2) sản lượng thủy điện hồi phục nhờ La Nina. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu HDG năm 2024 và 2025 sẽ tăng trưởng lần lượt 14% và 32%.

Dự án Charm Villas dự kiến sẽ ghi nhận hết trong năm 2026. Do đó, tăng trưởng doanh thu của HDG sau 2026 sẽ phụ thuộc rất nhiều vào khả năng triển khai các dự án BĐS mới.

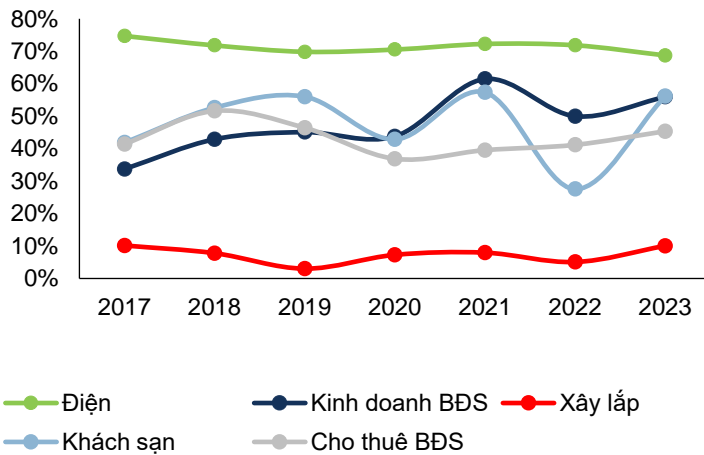
2. Các hoạt động kinh doanh đều đang đem lại mức biên lợi nhuận gộp cao

[\(Trở về trang 1\)](#)

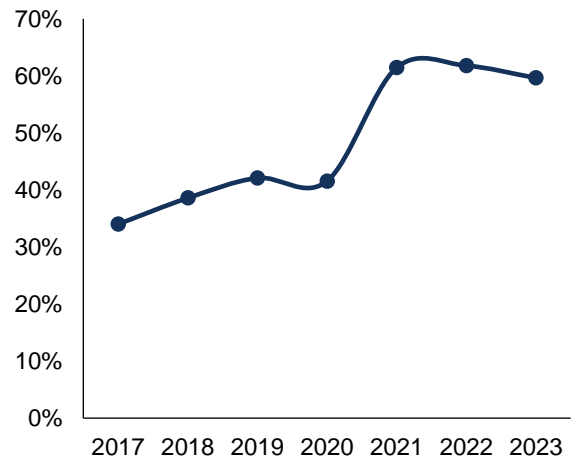
Hầu hết các mảng hoạt động kinh doanh của HDG đều có biên lợi nhuận gộp cao, trung bình 40 – 50%. Trong đó mảng điện có biên lợi nhuận gộp cao nhất và có thể duy trì biên lợi nhuận gộp hàng năm trên 70%. Xây lắp là hoạt động có biên lợi nhuận thấp nhất (dưới 10%), tuy nhiên HDG đã dần thoái vốn khỏi mảng này từ 2021.

Biên lợi nhuận hợp nhất của HDG đã có sự tăng lên đáng kể từ 40% giai đoạn 2017 – 2020 lên 60% giai đoạn 2021 – 2023 nhờ 2 nguyên nhân chính: (1) thay đổi về cấu trúc doanh thu khi tỷ trọng doanh thu mảng điện tăng lên 67% đồng thời gần như không còn doanh thu từ mảng xây lắp và (2) biên lợi nhuận mảng kinh doanh BĐS cải thiện do dự án Hado Charm Villas có biên lợi nhuận cao.

Ngoại trừ hoạt động kinh doanh BĐS, chúng tôi kỳ vọng các mảng kinh doanh của HDG sẽ tiếp tục duy trì biên lợi nhuận cao và ổn định như hiện tại. Đối với hoạt động kinh doanh BĐS, biên lợi nhuận gộp sẽ duy trì ở mức cao cho tới năm 2026 nhờ dự án Charm Villas, sau đó sẽ biến động phụ thuộc vào việc ghi nhận các dự án BĐS mới.

Biên lợi nhuận gộp các mảng của HDG


Nguồn: BCTC HDG

Biên lợi nhuận gộp HDG qua các năm


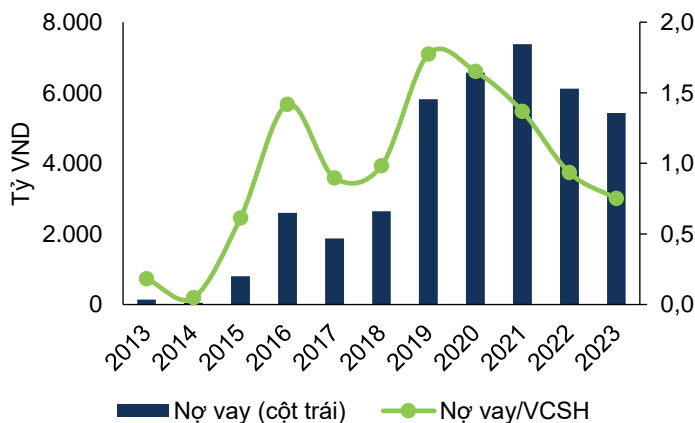
Nguồn: BCTC HDG

3. Khả năng trả nợ vay tốt nhờ dòng tiền lớn từ mảng điện nhưng có rủi ro biến động lãi suất, tỷ giá ảnh hưởng tới lợi nhuận.

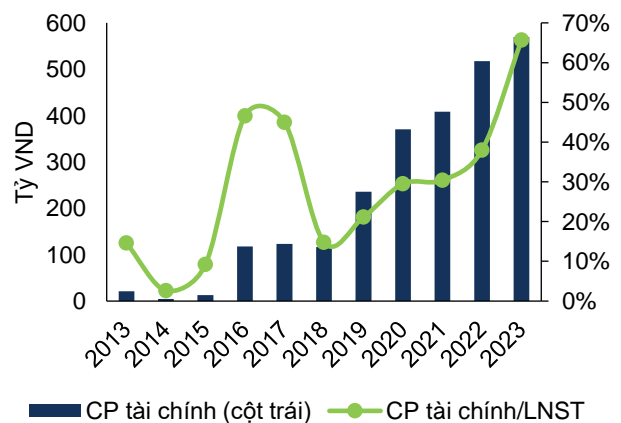
Nợ vay tăng mạnh khi gia tăng đầu tư vào mảng điện. Dư nợ vay của HDG đã tăng mạnh kể từ năm 2019 khi công ty liên tục đầu tư vào các nhà máy điện. Tính đến hết năm 2023, tổng dư nợ vay của HDG đạt hơn 5.400 tỷ VND, trong đó hầu hết là các khoản vay dài hạn để xây dựng các nhà máy điện. Tuy nhiên, nợ vay đã bắt đầu giảm dần kể từ 2021 và tỷ lệ nợ vay/VCSH đã giảm đáng kể từ 1,77 lần năm 2021 xuống chỉ còn 0,75 lần vào cuối 2023.

Khả năng trả nợ vay vẫn được đảm bảo nhờ dòng tiền mảng điện ổn định. Huy động nhiều nợ vay dài hạn (70 – 80% tỷ trọng nguồn vốn) là điều gần như bắt buộc đối với ngành điện do: (1) nhu cầu đầu tư ban đầu lớn và thời gian hoàn vốn dài và (2) cần huy động vốn vay để tăng hiệu quả dự án. Nợ vay của các nhà máy điện luôn rất cao trong những năm đầu vận hành, tuy nhiên sẽ được trả dần hàng năm nhờ vào dòng tiền ổn định của nhà máy.

Chúng tôi đánh giá khả năng trả nợ của HDG đối với các khoản vay hiện tại vẫn đang rất tốt nhờ vào dòng tiền ổn định của mảng điện. Chúng tôi ước tính dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mảng điện hàng năm là khoảng 1.000 – 1.200 tỷ VND, đủ để trả hết toàn bộ nợ gốc vay hiện tại trong vòng 4 – 5 năm, trong khi đó thời gian đáo hạn các khoản vay của HDG còn lại khoảng 6 – 10 năm. Ngoài ra, các mảng kinh doanh khác của HDG vẫn đang có dòng tiền dương và có thể hỗ trợ cho việc trả nợ vay.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH của HDG


Nguồn: BCTC HDG

Chi phí tài chính của HDG


Nguồn: BCTC HDG

Biến động lãi suất, tỷ giá vẫn ảnh hưởng khá lớn tới lợi nhuận của HDG. Dư nợ vay hiện tại của HDG vẫn còn hơn 5.400 tỷ VND, trong đó hầu hết đều là nợ vay với lãi suất thả nổi, ngoài ra còn có khoản vay ngoại tệ khoản 27 triệu EUR (~650 tỷ VND). Chi phí tài chính của HDG năm 2023 đang khá lớn, đạt 569 tỷ VND, tương đương với 66% LNST năm 2023. HDG đang tạm thời được hưởng lợi trong năm 2024 do mặt bằng lãi suất giảm và tỷ giá đã ổn định hơn, tuy nhiên biến động lãi suất và tỷ giá vẫn là những rủi ro có tác động tới LNST của HDG các năm tới.

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi định giá HDG sử dụng phương pháp Định giá từng phần (Sum of the Parts – SOTP). Trong đó, chúng tôi sử dụng các phương pháp khác nhau đối với các mảng kinh doanh, cụ thể:

- Phương pháp DCF cho các hoạt động kinh doanh đảm bảo tính hoạt động liên tục bao gồm: (1) mảng điện (bao gồm cả thủy điện Sơn Linh, Sơn Nham), (2) các hoạt động xây lắp, khách sạn, quản lý & cho thuê BĐS và (3) dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3.

- Phương pháp định giá bằng Book Value cho các dự án BĐS có tính khả thi là: Green Lane, Linh Trung và NoongTha. Chúng tôi sử dụng định giá bằng Book Value cho các dự án trên nhằm đảm bảo tính thận trọng do các dự án đều đang điều chỉnh quy hoạch và chưa có thông tin chính xác về dự án. Khi có các thông tin chi tiết, chúng tôi sẽ cập nhật định giá cho các dự án theo phương pháp RNAV.

- Các dự án điện gió, BĐS công nghiệp, Khu đô thị Hà Tiên và một số dự án BĐS khác chúng tôi tạm thời chưa đưa vào mô hình định giá và sẽ cập nhật khi có thêm thông tin chi tiết.

Giá trị bình quân của một cổ phiếu là **32.700 đồng/cp**, cao hơn 15% so với mức giá đóng cửa ngày 25/07/2024. HDG vẫn còn nhiều tiềm năng gia tăng định giá từ những dự án mà chúng tôi đang giả định thận trọng và các dự án chưa đưa vào mô hình định giá. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG cho mục tiêu trung và dài hạn.

Kết quả định giá:

Tổng hợp định giá DCF		Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		10.082
Phương pháp FCFE – 50%		10.035
Phương pháp FCFF – 50%		10.115
Tổng hợp định giá theo BV		Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		908
Hado Green Lane		293
Linh Trung/Minh Long		490
NoongTha Central Park		125
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu		10.990
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		336
Giá mục tiêu		32.708

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2024	11,6%	Phần bù rủi ro thị trường	10,36%
Chi phí sử dụng nợ 2024	9,5%	Hệ số Beta	0,79
Chi phí sử dụng VCSH 2024	15,23%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,74%	Thời gian dự phóng	9 năm

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2.889	3.227	4.221	3.589
- Giá vốn hàng bán	(1.166)	(1.092)	(1.342)	(1.179)
Lợi nhuận gộp	1.723	2.135	2.879	2.410
- Chi phí bán hàng	(15)	(18)	(37)	(21)
- Chi phí quản lí DN	(218)	(180)	(228)	(196)
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.490	1.937	2.614	2.193
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(42)	25	50	91
- Lợi nhuận khác	2	2	3	3
LN trước thuế, lãi vay	1.450	1.964	2.667	2.286
- Chi phí lãi vay	(487)	(352)	(353)	(336)
Lợi nhuận trước thuế	963	1.611	2.315	1.950
- Thuế TNDN	(97)	(242)	(347)	(292)
LNST	866	1.370	1.967	1.657
- Lợi ích cổ đông thiểu số	201	218	282	256
LNST của cổ đông CT Mẹ	665	1.151	1.686	1.401
EPS (đ)	-	3.423	5.012	4.167
EBITDA	1.990	2.496	3.203	2.823
Khấu hao	1.990	2.496	3.203	2.823
Tăng trưởng doanh thu	-19%	12%	31%	-15%
Tăng trưởng LN HĐKD	-27%	30%	35%	-16%
Tăng trưởng EBIT	-31%	35%	36%	-14%
Chỉ số khả năng sinh lời	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	59,6%	66,2%	68,2%	67,1%
Tỷ suất LNST	23,0%	35,7%	39,9%	39,0%
ROE DuPont	11,9%	19,2%	27,2%	23,0%
ROA DuPont	4,5%	8,1%	11,8%	10,0%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	50,2%	60,8%	63,2%	63,7%
LNST/LNTT	66,4%	82,1%	86,8%	85,3%
LNTT / EBIT	69,0%	71,5%	72,8%	71,9%
Vòng quay tổng tài sản	0,2x	0,2x	0,3x	0,3x
Đòn bẩy tài chính	2,6x	2,4x	2,3x	2,3x
Chỉ số hiệu quả vận hành	2023	2024F	2025F	2026F
Thời gian luân chuyển tiền	(19,51)	(55,91)	(136,53)	(177,11)
Số ngày phải thu	208,78	194,93	164,30	184,29
Số ngày tồn kho	384,29	281,65	166,28	189,28
Số ngày phải trả	612,58	532,48	467,11	550,67
COGS / Hàng tồn kho	0,8x	1,0x	2,2x	1,9x
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023	2024F	2025F	2026F
CS thanh toán hiện hành	1,4x	1,5x	1,4x	1,3x
CS thanh toán nhanh	1,0x	1,2x	1,2x	1,0x
CS thanh toán tiền mặt	0,3x	0,4x	0,4x	0,3x
Nợ / Tài sản	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x
Nợ / Vốn CSH	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,7x	0,5x	0,5x	0,4x
Khả năng TT lãi vay	3,0x	5,6x	7,6x	6,8x

CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	638	836	1.142	814
+ Đầu tư TC ngắn hạn	1.595	1.852	1.948	1.676
+ Các khoản phải thu	1.074	611	611	611
+ Hàng tồn kho	47	44	54	47
+ Tài sản ngắn hạn khác	3.354	3.343	3.754	3.149
Tổng tài sản ngắn hạn	9.792	9.425	8.954	8.481
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	12.281	12.431	12.481	12.531
+ Khấu hao lũy kế	(2.489)	(3.006)	(3.528)	(4.050)
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	63	63	63	63
+ Đầu tư tài chính dài hạn	398	434	552	465
+ Tài sản dài hạn khác	831	831	1.181	1.501
+ Xây dựng CBDD	11.084	10.752	10.749	10.510
Tổng tài sản dài hạn	14.438	14.096	14.504	13.659
Tổng Tài sản	638	836	1.142	814
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	625	697	697	753
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.646	1.541	1.894	1.664
+ Quỹ khen thưởng	58	64	84	72
Nợ ngắn hạn	2.329	2.303	2.675	2.489
+ Vay và nợ dài hạn	4.801	4.101	3.604	3.154
+ Phải trả dài hạn khác	80	75	92	81
Nợ dài hạn	4.881	4.175	3.696	3.235
Tổng nợ	7.210	6.478	6.371	5.724
+ Thặng dư	3.058	3.363	3.363	3.363
+ Vốn điều lệ	375	375	375	375
+ LN chưa phân phối	2.394	2.256	2.481	2.032
Vốn chủ sở hữu	90	93	101	96
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.312	1.530	1.812	2.068
Tổng cộng nguồn vốn	7.229	7.617	8.132	7.935
LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	696	638	836	1.142
Lợi nhuận sau thuế	837	1.370	1.967	1.657
+ Khấu hao	520	517	521	523
+ Điều chỉnh	20	7	7	7
+ Thay đổi vốn lưu động	(583)	(1)	52	(70)
Tiền từ hoạt động KD	794	1.894	2.548	2.117
+ Chi mua sắm TSCĐ	1	-	-	-
+ Tăng (giảm) đầu tư	(148)	(150)	(400)	(370)
+ Các hđ đầu tư khác	(179)	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(326)	(150)	(400)	(370)
+ Cổ tức đã trả	(726)	(629)	(497)	(393)
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	-	-	-
+ Thay đổi nợ dài hạn	(134)	(917)	(1.345)	(1.682)
Tiền từ hoạt động TC	-	-	-	-
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(859)	(1.546)	(1.842)	(2.075)
Tiền cuối năm	(392)	198	306	(327)

VI. PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 1. CƠ CHẾ GIÁ BÁN ĐIỆN ÁP DỤNG CHO CÁC NHÀ MÁY ĐIỆN CỦA HDG

[\(Quay lại\)](#)

Nhà máy	Giá bán	Cơ chế giá
ĐMT Hồng Phong 4	9,35 Uscents/kWh	Giá FiT cố định trong vòng 20 năm theo QĐ 13/2020/QĐ-TTg, áp dụng cho các nhà máy ĐMT COD trước 30/6/2019 và một số nhà máy ĐMT tại Ninh Thuận COD trước 31/12/2020.
ĐMT SP INFRA 1	9,35 Uscents/kWh	
Điện gió 7A	8,5 Uscents/kWh	Giá FiT cố định trong vòng 20 năm theo QĐ 37/2018/QĐ-TTg áp dụng cho các nhà máy điện gió trên bờ COD trước 1/11/2021.
Thủy điện Za Hưng	Giá ACT	Áp dụng Biểu giá chi phí tránh được do Bộ Công Thương ban hành hàng năm, áp dụng cho các nhà máy thủy điện nhỏ (công suất <30 MW) hoặc cụm thủy điện bậc thang có tổng công suất <60 MW (áp dụng cho Thủy điện Nhạn Hạc).
Thủy điện Nậm Pông	Giá ACT	
Thủy điện Nhạn Hạc	Giá ACT	
Thủy điện Sông Tranh 4	Giá Pc & CGM	Tham gia trực tiếp trên thị trường điện cạnh tranh. Nhà máy chào giá và bán điện theo giá thị trường nhưng sẽ ký một hợp đồng CfD để bán một phần sản lượng (Qc) theo giá xác định trước Pc.
Thủy điện Đắk Mi 2	Giá Pc & CGM	Doanh thu các nhà máy bao gồm 2 phần = $P_m \cdot Q_m + Q_c \cdot (P_c - P_m)$ Qc thường chiếm tỷ trọng lớn (80 – 90%) và Pc thủy điện thường thấp hơn giá thị trường điện (CGM) trung bình.

Nguồn: HDG, FPTs tổng hợp

Biểu giá chi phí tránh được (2020 – 2024):

Khung giờ	Mùa khô			Mùa mưa			Phần điện năng dư	Giá công suất (cộng thêm vào giờ cao điểm mùa khô)
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm		
Miền Bắc	726	726	725	703	704	702	351	1.932
Miền Trung	729	729	729	707	708	706	353	1.932
Miền Nam	749	749	748	727	727	726	363	1.932

Nguồn: HDG, FPTs tổng hợp

PHỤ LỤC 2. CƠ CHẾ MUA BÁN ĐIỆN TRỰC TIẾP CHO ĐIỆN TÁI TẠO (DPPA)

[\(Quay lại\)](#)

NĐ80 quy định cơ chế cho phép các nhà máy điện tái tạo bán điện trực tiếp cho các Khách hàng sử dụng điện lớn (tiêu thụ sản lượng điện trên 200.000 KWh/tháng). Cơ chế mua bán điện bao gồm 2 loại:

- Mua bán điện trực tiếp thông qua đường dây riêng:

+ Áp dụng cho các nhà máy ở gần với khách hàng tiêu thụ (NMĐ ở gần/ trong cùng khu công nghiệp). Hai bên tự đầu tư hệ thống lưới điện kết nối từ nhà máy tới nơi tiêu thụ.

+ Cơ chế mua bán tự thỏa thuận: Hai bên tự thỏa thuận hợp đồng mua bán điện, bao gồm: giá bán điện, công suất, sản lượng điện, trách nhiệm đầu tư, thời hạn hợp đồng, ...

+ Nhà máy có thể thỏa thuận bán phần điện dư cho EVN và khách hàng vẫn được phép mua điện từ EVN (ngoài hợp đồng giữa 2 bên).

- Mua điện thông qua hệ thống lưới điện quốc gia (chỉ áp dụng cho điện mặt trời, điện gió >10 MW):

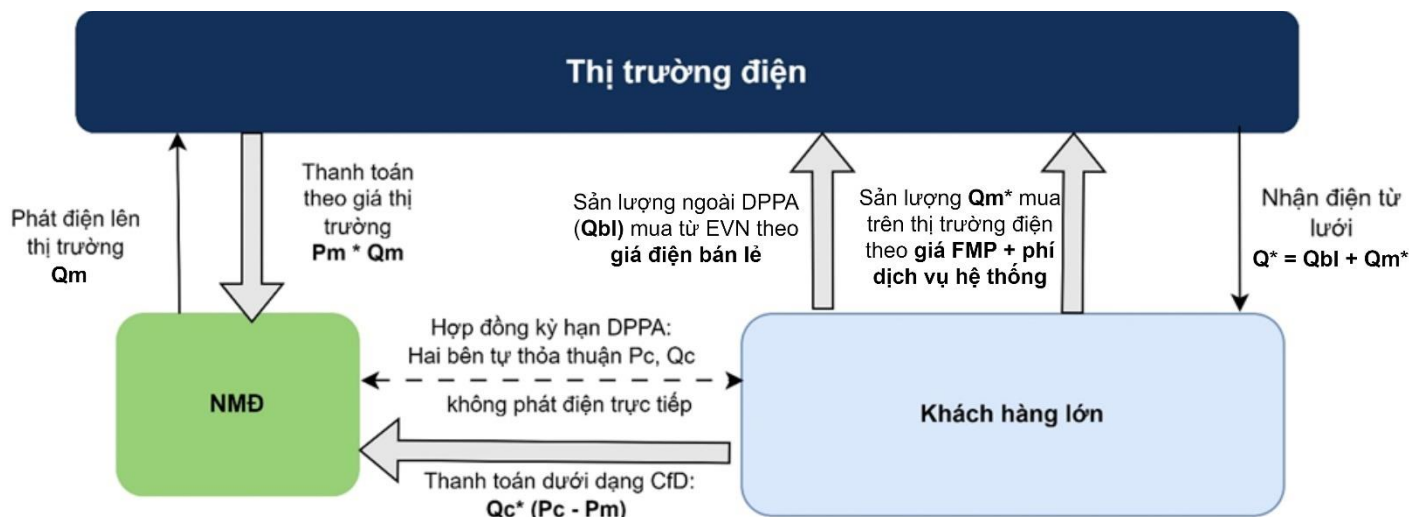
+ Áp dụng được cho nhiều NMĐ, khách hàng lớn đang đầu nối với hệ thống lưới điện quốc gia, kể cả ở xa, không giao - nhận điện trực tiếp với nhau. Tuy nhiên cơ chế mua bán điện này phức tạp hơn.

+ Cơ chế mua – bán điện bao gồm 2 phần: (1) Mua bán với EVN thông qua thị trường điện và (2) Hợp đồng DPPA trực tiếp giữa NMĐ và Khách hàng (hợp đồng kỳ hạn tương tự như hợp đồng CfD đối với các nhà máy tham gia thị trường điện cạnh tranh).

+ Cơ chế giá bán tương tự với các nhà máy tham gia trực tiếp thị trường điện, bao gồm 2 khoản doanh thu:

$$\text{Doanh thu} = (P_m * Q_m) + [(P_c - P_m) * Q_c] = P_c * Q_c + P_m * (Q - Q_c)$$

Cơ chế DPPA qua hệ thống lưới điện quốc gia



Nguồn: FPTTS tổng hợp

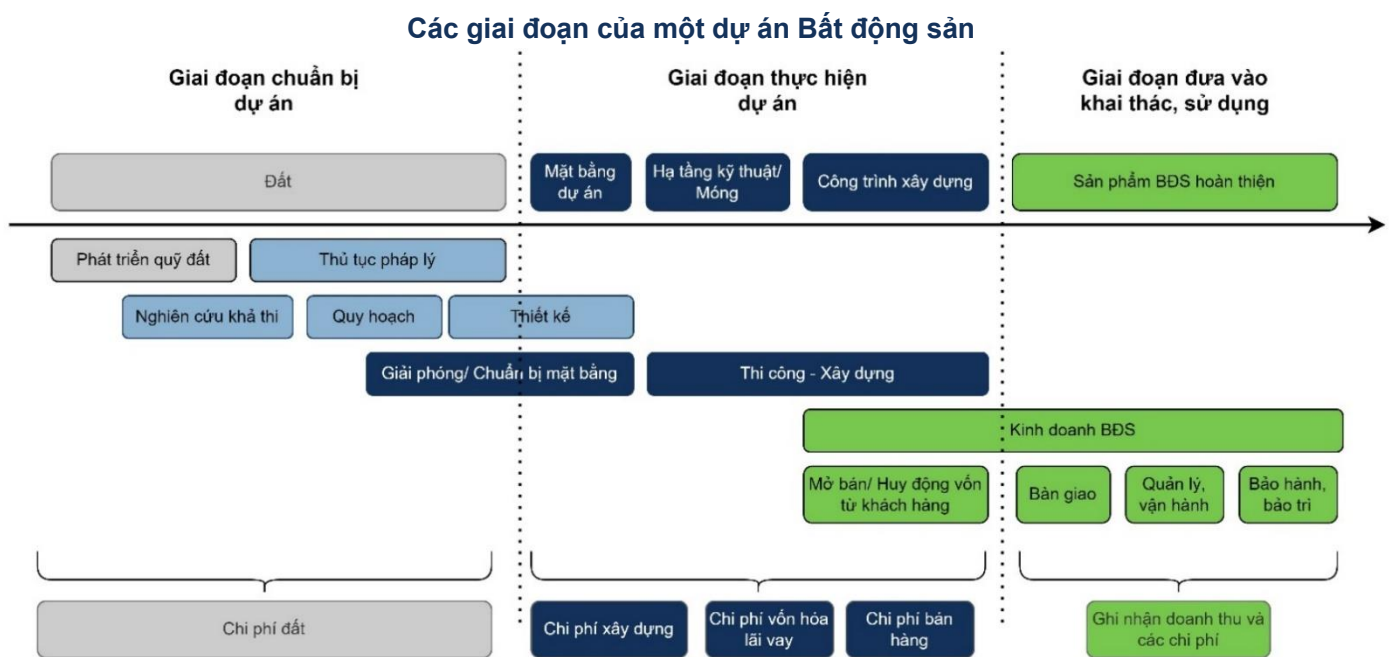
PHỤ LỤC 3. QUY TRÌNH TRIỂN KHAI DỰ ÁN BĐS NHÀ Ở

Hoạt động kinh doanh chính của các doanh nghiệp BĐS, với vai trò là chủ đầu tư, là thực hiện các dự án BĐS. Một dự án BĐS hoàn chỉnh sẽ trải qua các giai đoạn chính, bao gồm:

+ Giai đoạn chuẩn bị dự án: Các doanh nghiệp BĐS tìm và phát triển quỹ đất (thông qua các cách: sở hữu, nhận chuyển nhượng từ cá nhân/tổ chức khác, đấu giá/đấu thầu đất Nhà nước) đồng thời nghiên cứu, đánh giá tính khả thi của dự án. Sau đó, doanh nghiệp cần thực hiện các thủ tục pháp lý cần thiết để Nhà nước phê duyệt và cho phép thực hiện dự án.

+ Giai đoạn thực hiện dự án: Sau khi hoàn tất các thủ tục pháp lý và được cấp giấy phép xây dựng, chủ đầu tư sẽ hoàn tất giải phóng, chuẩn bị mặt bằng, sau đó bắt đầu tiến hành thi công để tạo ra các sản phẩm BĐS.

+ Giai đoạn đưa dự án vào khai thác, sử dụng: Các sản phẩm BĐS sau khi hoàn thiện sẽ được bàn giao cho khách hàng để sử dụng. Thời điểm bàn giao sản phẩm cũng là thời điểm mà doanh nghiệp được ghi nhận doanh thu và các chi phí bỏ ra trong các giai đoạn trước đó.



Nguồn: FPTIS tổng hợp

❖ Giai đoạn chuẩn bị dự án: Thường kéo dài do vướng mắc pháp lý

Pháp lý là yếu tố quan trọng, phức tạp và tốn thời gian nhất trong quy trình triển khai dự án BĐS. Thông thường các dự án chỉ mất 2 – 3 để hoàn thành thi công, tuy nhiên có thể phải mất 5 – 10 năm hoặc lâu hơn cho giai đoạn chuẩn bị dự án. Các thủ tục pháp lý thường phức tạp và tốn nhiều thời gian do một số nguyên nhân như:

+ Dự án BĐS được điều chỉnh bởi nhiều Luật khác nhau. Một dự án BĐS được điều chỉnh bởi rất nhiều Luật bao gồm: Luật Đất đai, Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh BĐS, Luật Quy hoạch, Luật Đầu tư, Luật Xây dựng, ... cùng với đó là các Nghị định, Thông tư hướng dẫn, sửa đổi Luật. Hệ thống luật áp dụng cho các dự án là rất phức tạp và dễ xảy ra tình trạng chồng chéo quy định giữa các luật và dẫn đến các vướng mắc trong khi triển khai các thủ tục pháp lý.

+ Thay đổi về Luật: Việc thay đổi Luật có mục đích tháo gỡ khó khăn vướng mắc của các dự án, tuy nhiên khi thay đổi Luật luôn cần sự đồng bộ giữa các Luật với nhau, do đó thời gian sửa đổi Luật thường khá dài, ảnh hưởng tới quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý của dự án. Chủ đầu tư và các cơ quan Nhà nước cũng cần thời gian để điều chỉnh các giấy tờ, quy trình thủ tục để phù hợp với Luật mới.

Trên thực tế, một dự án BĐS cần phải thực hiện rất nhiều thủ tục pháp lý khác nhau và hoàn toàn có thể gặp vướng mắc ở bất kỳ khâu nào trong chuỗi thủ tục này. Trong số đó có một số thủ tục/giấy tờ có ý nghĩa quan trọng đối với dự án được thể hiện như biểu đồ dưới đây. Tuy nhiên cần lưu ý: (1) số lượng giấy tờ/thủ tục trên thực tế là lớn hơn rất nhiều và (2) trình tự các thủ tục trên thực tế có thể khác đi tùy vào từng dự án.

Các mốc pháp lý quan trọng của một dự án Nhà ở thương mại



Nguồn: FPTTS tổng hợp

❖ Giai đoạn thực hiện dự án: Yêu cầu năng lực tài chính của chủ đầu tư

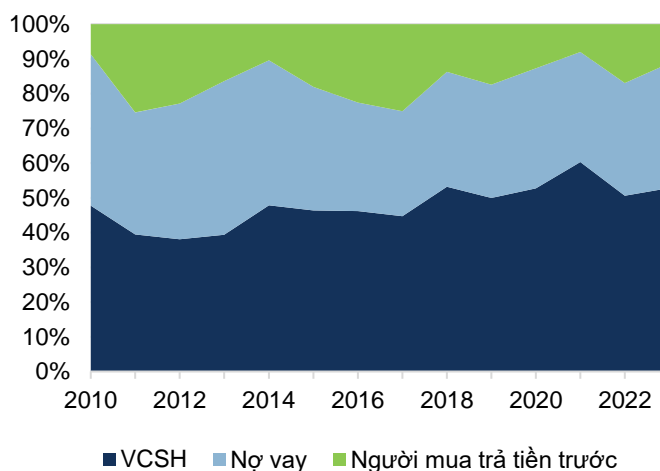
Giai đoạn thực hiện dự án là giai đoạn mà doanh nghiệp giải ngân chi phí quan trọng nhất của dự án là chi phí xây dựng và có thể bao gồm cả chi phí đất.

Các dự án BĐS yêu cầu vốn đầu tư rất lớn nên yêu cầu cao về năng lực tài chính của các doanh nghiệp. Trong đó, nguồn tín dụng ngân hàng và gần đây là trái phiếu doanh nghiệp là những nguồn vốn quan trọng, chiếm 30 – 40% nguồn vốn các doanh nghiệp BĐS.

Ngành BĐS thường chịu tác động lớn bởi diễn biến lãi suất và các quy định về tín dụng BĐS do vốn vay thường chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu vốn của không chỉ các chủ đầu tư mà của cả khách hàng mua nhà.

Ngành BĐS có một điểm đặc biệt là có thể chiếm dụng/huy động vốn trước từ khách hàng. Các doanh nghiệp có thể bán các sản phẩm BĐS khi chưa hoàn thành và thu tiền từ khách hàng để bổ sung nguồn vốn cho quá trình thực hiện dự án.

Cơ cấu nguồn vốn các doanh nghiệp BĐS niêm yết



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu HDG, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, phường Nguyễn Thái Bình,
Quận 1, TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888