

23/09/2025

KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ
Giá hợp lý	33,800
Giá hiện tại	31,150
Tiềm năng tăng/giảm	9%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	370.0
Free float (%)	52%
Vốn hóa (tỷ VND)	11,376
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	6,633,982
Sở hữu nước ngoài (%)	17%
Ngày niêm yết đầu tiên	02/02/2010

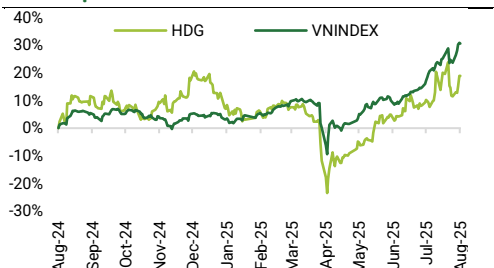
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Nguyễn Trọng Thông	31.8%
Nguyễn Văn Tô	8.1%
Khác	60.0%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	540
BVPS (VND)	16,838
Nợ/VCSH (%)	64.84%
ROA (%)	1.41%
ROE (%)	3.26%
P/E	63.94
P/B	1.83
Tỷ suất cổ tức (%)	#N/A

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

HDG được cổ phần hóa vào năm 2004 và niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2010. Bộ quốc phòng từng là cổ đông lớn của HDG, sở hữu 10% cổ phần trước khi thoái vốn hết khỏi công ty trong năm 2017. Hiện tại, Tập đoàn Hà Đô là chủ đầu tư bất động sản và sở hữu danh mục năng lượng gồm thủy điện (314 MW), điện mặt trời (98 MWp) và điện gió (50 MW).

KHỐI PHÂN TÍCH

Tô Đình Hiền Viên
viento@phs.vn

HỖ TRỢ TỪ MẢNG BẤT ĐỘNG SẢN

- Trong Q2/2025, HDG ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan với doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 584 tỷ đồng (+6%yoy) và -18 tỷ đồng (-129%yoy). Theo đó, lũy kế 6 tháng đầu năm 2025, HDG ghi nhận doanh thu 1,213 tỷ đồng (-13% yoy) và LNST-CĐTS đạt 137 tỷ đồng (-52% yoy) – hoàn thành 40%/23% kế hoạch năm 2025.
- Chúng tôi đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với HDG cho triển vọng kinh doanh năm 2025 – 2026, chủ yếu được hỗ trợ bởi hoạt động tái mở bán dự án Hado Charm Villa giai đoạn 3 từ cuối năm 2025 giúp cải thiện kết quả kinh doanh và (ii) Các dự án điện mặt trời vẫn tiếp tục hoạt động và không cần tiếp tục trích lập dự phòng. Qua đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2025 – 2026 tăng trưởng tích cực +165%yoy và +59%yoy.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu là 33,800 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 9% so với giá đóng cửa tại ngày 23/09/2025)

Cập nhật kết quả kinh doanh Q2.2025

Trong Q2/2025, HDG ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan với doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 584 tỷ đồng (+6%yoy) và -25 tỷ đồng. Theo đó, lũy kế 6 tháng đầu năm 2025 HDG ghi nhận doanh thu 1,207 tỷ đồng (-14% yoy) và LNST-CĐTS đạt 130 tỷ đồng (-54% y/y) – hoàn thành 40%/23% kế hoạch năm 2025:

1. Doanh thu đạt 584 tỷ đồng (+6%yoy) trong đó:

- Mảng năng lượng:** Ghi nhận mức tăng trưởng nổi bật với doanh thu đạt 466 tỷ đồng (+34%yoy) nhờ sản lượng hồi phục +35%yoy
- Mảng bất động sản:** Hiện HDG vẫn chưa ghi nhận bán bất kỳ dự án nào trong Q2/2025.

2. **LNST giảm mạnh -72% yoy** chủ yếu đến từ trong quý 2 phát sinh chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá hơn 95 tỷ đồng (+100%yoy)

Dự báo kết quả kinh doanh 2025F

Trong năm 2025, **doanh thu thuần và LNST-CĐTS trong năm 2025F ước tính lần lượt đạt 3,301 ngàn tỷ đồng (+19%YoY) và 594 tỷ đồng (+24%YoY)**. Trong đó:

- Đối với doanh thu đóng góp chính đến từ mảng năng lượng và bất động sản. Trong đó, mảng năng lượng ước tính sản lượng hồi phục +15%yoy nhờ tình hình thời tiết thuận lợi so với cùng kỳ, mảng bất động sản ước tính đạt 773 tỷ đồng (+90%yoy) nhờ mở bán 20 căn Charm Villaa trong nửa cuối năm 2025
- Chi phí quản lý doanh nghiệp ước tính giảm -24%yoy do chỉ trích lập dự phòng dự án Hồng Phong 4.
- LNST-CĐTS ước tính đạt 923 tỷ đồng (+165%yoy) chủ yếu nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện mạnh và chi phí trích lập dự án điện mặt trời giảm so với cùng kỳ.

Luận điểm đầu tư:

- Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế tích cực trong 2025 – 2026 nhờ tiếp tục mở bán lại dự án Hado Charm Villa giai đoạn 3 với giá bán cao hơn so với các dự án lân cận:** Hado Charm Villa hiện còn lại khoảng 108 căn với giá bán sơ cấp cho dự án trong giai đoạn 3 bình quân dự kiến rơi vào khoảng 240 triệu đồng/m² – cao hơn so với hầu hết các dự án lân cận nhờ nguồn cung phía Tây Hà Nội hiện cũng không còn nhiều. Theo đó, ước tính LNST mảng bất động sản trong 2025 – 2026 của dự án bất động sản lần lượt tăng trưởng khả quan +100%yoy/+120%yoy.
- Mảng năng lượng tiếp tục duy trì đóng góp ổn định vào kết quả kinh doanh trong 2026:** Trong năm 2026, chúng tôi ước tính doanh thu mảng năng lượng đạt 2,111 ngàn tỷ đồng (-1%yoy) nhờ đóng góp đầy đủ của dự án thủy điện La Trống (dự án thủy điện M&A từ Q2/2025, dự kiến phát điện trong Q3/2025) qua đó bù đắp một phần sản lượng sụt giảm do thời tiết kém thuận lợi hơn so với cùng kỳ. Đồng thời, trong 2026 không còn trích lập dự phòng cho các dự án điện mặt trời.
- Định giá hiện tại đã phản ánh phần nào về các kỳ vọng tăng trưởng:** Cổ phiếu HDG đang được giao dịch với P/B fw 2026 khoảng 1.7x lần – phù hợp với trung bình ngành. Theo đó, chúng tôi cho rằng dư địa với mức định giá này đã phản ánh phần nào về kỳ vọng tăng trưởng trong 2026 đến từ đóng góp tích cực của việc tiếp tục mở bán dự án bất động sản Hado Charm Villa với mặt bằng giá bán hấp dẫn so với các dự án lân cận.

Rủi ro

- Tiến độ mở bán dự bán bất động sản chậm hơn so với kỳ vọng
- Sản lượng thủy điện thấp hơn so với dự kiến

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu là 33,800 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 9% so với giá đóng cửa tại ngày 23/09/2025).

Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính của HDG giai đoạn 2025F-2026F

Chỉ tiêu	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,581	2,889	2,718	3,370	4,293
LNST (tỷ VND)	1,096	665	348	923	1,467
EPS (VND/ cổ phiếu)	4,156	1,959	902	2,246	3,570
Giá trị sổ sách (VND/cp)	21,681	19,352	18,133	17,484	19,076
ROE (%)	7.3%	4.6%	2.5%	5.7%	8.5%
ROA (%)	16.7%	9.2%	4.7%	11.5%	16.3%
P/E (x)	12.0	15.8	31.7	13.9	8.7
P/B (x)	2.3	1.6	1.6	1.8	1.6

Nguồn: HDG, PHS tổng hợp và dự phóng

NỘI DUNG

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP.....	4
1. Giới thiệu doanh nghiệp.....	4
2. Cơ cấu cổ đông.....	5
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH.....	6
1. Mảng năng lượng.....	6
2. Bất động sản.....	13
III. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH.....	15
IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ.....	17
1. Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế tích cực trong 2025 – 2026 nhờ tiếp tục mở bán lại dự án Hado Charm Villa giai đoạn 3 với giá bán cao hơn so với các dự án lân cận.....	17
2. Mảng năng lượng tiếp tục duy trì đóng góp ổn định vào kết quả kinh doanh trong 2026.....	19
3. Định giá hiện tại đã phản ánh phần nào về các kỳ vọng tăng trưởng.....	19
V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ.....	21
BÁO CÁO TÀI CHÍNH	23

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Giới thiệu doanh nghiệp

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG) được thành lập vào năm 1990 với tên gọi cũ là CTCP Hà Đô. Đến năm 2004, công ty chuyển đổi sang mô hình công ty cổ phần. Ngày 2/2/2010, HDG chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE)

Hiện HDG đang hoạt động với 2 trụ cột kinh doanh chính bao gồm: Bất động sản, năng lượng

Bảng 1: Cơ cấu công ty chủ yếu tập trung ở mảng năng lượng và bất động sản

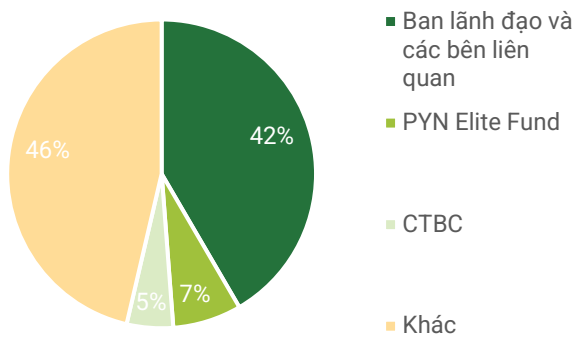
Bất động sản	Quản lý khai thác bất động sản	Năng lượng	
Công ty Cổ phần Hà Đô 756 Sài Gòn – 63% (dự án Hado Centrosa Gardem)	Công ty cổ phần Quản lý và Kinh doanh Bất động sản Hà Đô – 99.99%	Công ty Cổ phần Za Hưng – 51.75% (gồm nhà máy Za Hưng - 30MW, Nậm Pông - 30MW, Nhạn Hạc - 59MW)	Công ty Cổ phần Năng lượng và đầu tư hạ tầng Hà Đô – 99.97%
Công ty Cổ phần đầu tư Khánh Hà – 70.92% (dự án Alila Imperial House)	Công ty Cổ phần Quản lý - Vận hành – Khai thác Bất động sản Hà Đô - 99.95%	Công ty Cổ phần Thủy điện Sông Tranh 4 – 62.92% (nhà máy Sông Tranh 4 - 48MW)	Công ty TNHH Năng lượng Surya Prakash Việt Nam – 99.97% (Điện mặt trời SP Infra 1 - 50MWp)
Công ty Cổ phần Thiết bị Giáo dục 1 – 99.98% (dự án 62 Phan Đình Giót)		Công ty Cổ phần Năng lượng Agrita –Quảng Nam – 97.57% (nhà máy thủy điện Đắkmi 2 - 147 MW)	Công ty TNHH Hà Đô Bình Thuận – 100% (Điện mặt trời Hồng Phong 4 - 48MW)
Công ty Cổ phần Đầu tư Bất động sản Bình An Riverside – 99.97% (dự án Hado Greenlane)		Công ty cổ phần Đầu tư Xây dựng Thủy điện Sơn Linh – 51.23% (nhà máy Sơn Linh Sơn Nham - 24MW)	Công ty TNHH MTV Điện gió Hà Đô Thuận Nam – 99.97% (Điện gió 7A - 50MW)
Công ty Cổ phần Minh Long Đông Sài Gòn – 99.98% (dự án Kha Vạn Cân - Linh Trung)		CTCP Thủy điện Trường Thịnh – 26.39% (nhà máy thủy điện La Trọng – 22W)	Công ty Cổ phần Điện gió Tiến Thành Hàm Kiệm – 28.98%
Công ty TNHH MTV Đầu tư Quốc tế Hà Đô – 99.97% (dự án Noongtha Central Park)			

Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

2. Cơ cấu cổ đông

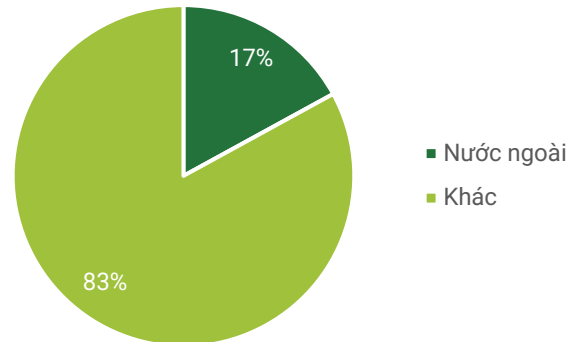
Cơ cấu cổ đông tương đối tập trung với các cổ đông lớn thuộc về ban lãnh đạo và các bên liên quan của công ty với chiếm 42% cơ cấu cổ đông, phần còn lại các cổ đông khác

Hình 1: Cơ cấu cổ đông tương đối tập trung với các cổ đông lớn thuộc về ban lãnh đạo và các bên liên quan của công ty



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp tại ngày 23/08/2025

Hình 2: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tương đối thấp.

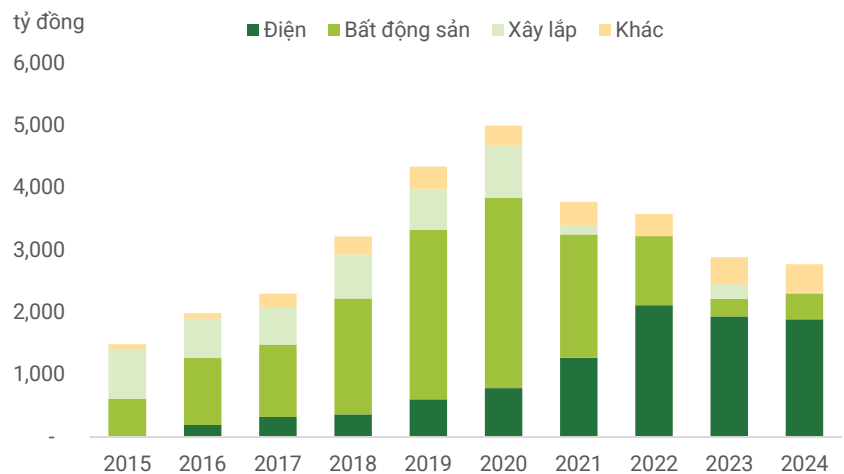


Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp tại ngày 23/08/2025

II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

Nhìn chung, HDG tập trung vào hai trụ cột kinh doanh chính là năng lượng và bất động sản. Tuy nhiên, kể từ năm 2021 trở đi, mảng năng lượng đã dần trở thành động lực tăng trưởng chủ yếu nhờ chiến lược mở rộng đầu tư các nhà máy điện, trong khi nhiều dự án bất động sản mới đang gặp vướng mắc về pháp lý và triển khai. Chúng tôi cho rằng sự dịch chuyển cơ cấu này tạo nên nền tảng ổn định cho doanh nghiệp: Dòng tiền đều đặn từ mảng năng lượng không chỉ giúp củng cố tình hình tài chính, mà còn đóng vai trò nguồn lực quan trọng để HDG đầu tư các dự án bất động sản quy mô lớn trong tương lai. Khi thị trường bất động sản hồi phục, sự kết hợp này hứa hẹn mang lại tiềm năng tăng trưởng bứt phá.

Hình 3: Cơ cấu doanh thu tập trung chủ yếu ở mảng năng lượng và bất động sản



Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

1. Mảng năng lượng

Mảng năng lượng, đặc biệt là thủy điện, đã vươn lên trở thành trụ cột chính về doanh thu và lợi nhuận cho HDG trong những năm gần đây, nhất là khi thị trường bất động sản gặp khó khăn.

Danh mục dự án đa dạng: HDG sở hữu một danh mục các nhà máy điện với tổng công suất khoảng 462 MW, bao gồm thủy điện, điện mặt trời và điện gió.

- Thủy điện: Là mảng chủ lực, chiếm khoảng 68% tổng công suất (khoảng 314 MW) và đóng góp tới 80% tổng sản lượng điện. Theo đó, doanh thu bình quân mỗi năm khoảng hơn 1 ngàn tỷ đồng – tương đương khoảng hơn 60% doanh thu năng lượng. Các nhà máy thủy điện lớn của HDG bao gồm Đắk Mi 2 (147 MW), Sông Tranh 4 (48 MW), Za Hung, Nậm Pông, Nhạn Hạc...
- Năng lượng tái tạo: HDG cũng đầu tư vào điện mặt trời với dự án Hồng Phong 4, SP Infra 1 tại Bình Thuận và Ninh Thuận, dự án điện gió với nhà máy 7A tại Ninh Thuận.

Các nhà máy điện của HDG tập trung tại miền Trung. Chúng tôi cho rằng đây là lựa chọn chiến lược, phù hợp với bối cảnh thị trường và năng lực triển khai của doanh nghiệp khi:

- **Thủy điện:** Miền Trung có địa hình dốc, mạng lưới sông suối dày đặc, phù hợp phát triển thủy điện vừa–nhỏ với nhu cầu vốn vừa phải. Ngược lại, miền Bắc chủ yếu là nơi hoạt động của các đại thủy điện với suất đầu tư lớn, miền Nam địa hình bằng phẳng, độ dốc thấp nên không thuận lợi cho thủy điện kể cả loại hình thủy điện vừa–nhỏ.
- **Điện gió & điện mặt trời:** Các dự án đặt tại Bình Thuận – Ninh Thuận, nơi có bức xạ mặt trời cao và mật độ gió mạnh, ổn định bậc nhất cả nước, giúp tối ưu hệ số công suất và hiệu quả vận hành.

Bảng 3: Danh sách các nhà máy năng lượng tái tạo hiện hữu của HDG

Dự án	Chủ đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Cơ chế bán giá điện	Ngày vận hành	Sản lượng bình quân hằng năm (triệu kWh)	Công suất (MWh)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Vị trí
Điện gió								
7A	HDG - Thuận Nam	100%	8.5 cent/kWh	10/2021	168	50	1,875	Ninh Thuận
Điện mặt trời								
Hồng Phong 4	HDG - Bình Thuận	83%	9.35/cent kWh	06/2019	91	48	1,100	Bình Thuận
Infra 1	Surya Prakash	100%	9.35/cent kWh	09/2020	98	50	1,055	Ninh Thuận
Thủy điện								
Zahung	Za Hung	52%	Bán điện theo giá chi phí tránh được (ACT)	2009	123	30	500	Quảng Nam
Nậm Pông	Za Hung	52%	Bán điện theo giá chi phí tránh được (ACT)	2014	130	30	800	Nghệ An
Nhậm Hạc	Za Hung	52%	Bán điện theo giá chi phí tránh được (ACT)	2018	220	59	1,880	Nghệ An
Sông Tranh 4	Sông Tranh 4	63%	Bán trực tiếp trên thị trường điện cạnh tranh	06/2020	180	48	1,700	Quảng Nam
Đak Mi 2	Agrita - Quảng Nam	98%	Bán trực tiếp trên thị trường điện cạnh tranh	2021	450	147	3,454	Quảng Nam
La Trọg	Trường Thịnh	26%	Bán điện theo giá chi phí tránh được (ACT)	2025	N/A	22	1,000	Quảng Bình

Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

Từ năm 2018, doanh thu mảng điện của HDG có tốc độ tăng trưởng đáng kể với CAGR 2018 – 2024 đạt 27%/năm. Điều này chủ yếu nhờ vào HDG đưa các nhà máy thủy điện và năng lượng tái tạo (gồm điện gió và điện mặt trời) đi vào hoạt động. Nhờ đó, sản lượng trong giai đoạn 2018 – 2024 tăng trưởng tích cực với mức tăng bình quân khoảng 25%/năm.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý doanh thu mảng điện trong năm 2023 – 2024 đang dần chững lại, nguyên nhân đến từ:

- (1) **Sản lượng suy giảm bởi tình hình thời tiết kém thuận lợi:** Hiện tượng El Nino xuất hiện từ Q2/2023 và kéo dài đến nửa đầu 2024. Do mảng thủy điện ước tính chiếm bình quân hơn 60% doanh thu của HDG và đây là nhóm chịu tác động bất lợi của El Nino nhất. Vì vậy, sản lượng thủy điện giảm -16%yoy trong 2023 và -4%yoy trong 2024.

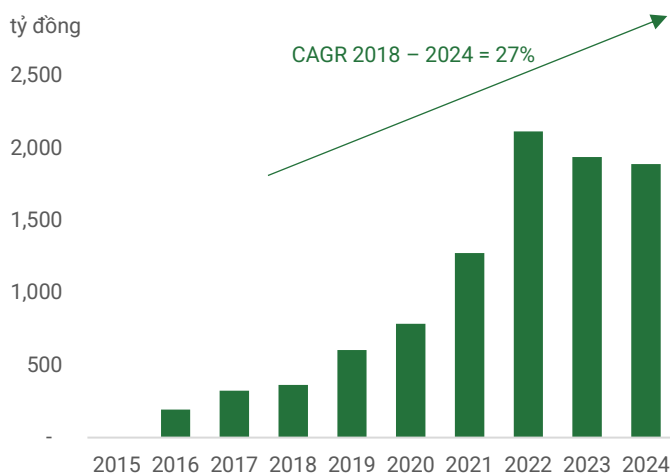
- (2) **Chưa có nhà máy mới đi vào hoạt động để bù đắp sản lượng, khi tình hình thủy văn không mấy tích cực:** Kể từ sau 2021, HDG hiện vẫn chưa đầu tư thêm dự án điện nào vì vậy sản lượng trong giai đoạn 2022 – 2024 chỉ đến từ đóng góp của các dự án hiện hữu – vốn đang bị ảnh hưởng do pha thời tiết El Nino.

Đồng thời, chúng tôi cho rằng việc HDG chưa tiếp tục đẩy mạnh đầu tư mới trong giai đoạn nói trên là chiến lược hợp lý khi doanh nghiệp cần:

(i) Ưu tiên bảo vệ dòng tiền khi thị trường bất động sản gặp khó khăn, chưa thể hỗ trợ cho hoạt động đầu tư năng lượng mới: Lĩnh vực BĐS là một trong hai trụ cột chính của HDG, trong bối cảnh thị trường bất động sản đang gặp khó khăn do siết chặt tín dụng và trái phiếu, đồng thời các dự án của HDG cũng đang gặp vướng mắc về pháp lý. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp cần bảo toàn nguồn vốn và dòng tiền để vượt qua giai đoạn này thay vì tiếp tục mở rộng đầu tư vào các dự án năng lượng mới – vốn đang gặp các vướng mắc về cơ chế giá bán.

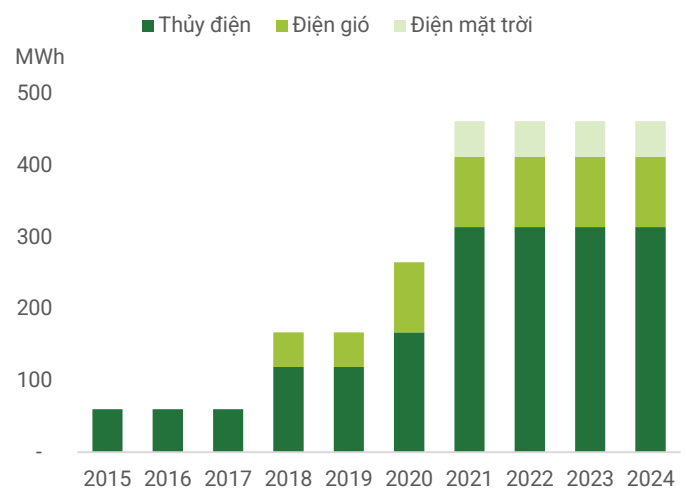
(ii) Cân nhắc hiệu quả đầu tư dự án năng lượng tái tạo khi cơ chế giá FiT ưu đãi kết thúc: Điện gió được tính theo giá FiT theo QĐ 39/2018 sẽ hết hiệu lực đối với các nhà máy có ngày vận hành (COD) sau 25/11/2022 và điện mặt trời với giá FiT theo QĐ 13/2020 chỉ áp dụng cho các dự án có ngày vận hành thương mại (COD) trước 31/10/2020. Vì vậy, trong giai đoạn này, chúng tôi cho rằng các dự án mới trong lĩnh vực năng lượng tái tạo mới kém hấp dẫn hơn khi cơ chế giá bán không được tiếp tục ưu đãi. Qua đó, việc đầu tư vào các dự án mới có thể sẽ không đảm bảo được hiệu quả tài chính cao.

Hình 4: Doanh thu mảng điện từ năm 2018 đã dần trở thành đóng góp chính trong doanh thu nhờ tích cực đầu tư và đưa vào vận hành các nhà máy thủy điện, năng lượng tái tạo



Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

Hình 5: Công suất thiết kế của các nhà máy năng lượng có xu hướng tăng dần nhờ đẩy mạnh đầu tư mới

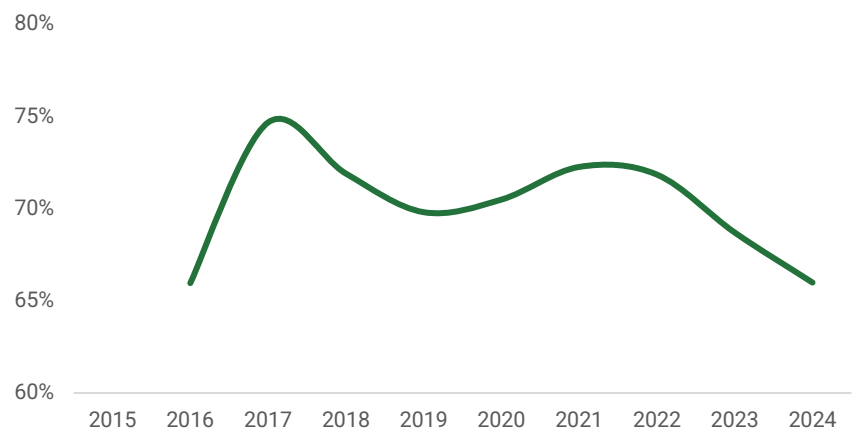


Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

Mảng năng lượng của HDG có biên gộp tương đối cao với dao động khoảng 60% - 75%. Chủ yếu nhờ hưởng lợi từ:

- (i) **Cấu trúc chi phí sản xuất – vận hành thấp:** Giá vốn tại các nhà máy điện của HDG chủ yếu là chi phí khấu hao. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao chiếm bình quân trên 60% giá vốn (tương đương khoảng 30% doanh thu), trong khi các khoản còn lại như nhiên liệu và O&M không đáng kể. Nhờ vậy, tổng chi phí sản xuất – vận hành được duy trì ở mức thấp.
- (ii) **Vị trí dự án đặc địa:** Các nhà máy đều được đặt tại các khu vực có tài nguyên tốt trên cả nước, do đó, sản lượng duy trì ở mức cao và nhờ chi phí giá vốn thấp giúp hỗ trợ tích cực cho hiệu quả khai thác của nhà máy.

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp mảng điện tương đối cao nhờ cộng hưởng từ chi phí thấp, sản lượng khả quan nhờ vị trí địa lý thuận lợi



Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

Đối với cơ chế bán điện của HDG chúng tôi có một số lưu ý như sau: Nhìn chung, phía EVN sẽ là bên mua toàn bộ sản lượng điện của HDG. Về cơ chế giá bán cho EVN sẽ phụ thuộc vào từng loại hình năng lượng và thời điểm nhà máy đi vào hoạt động.

- **Cơ chế giá đối với thủy điện:** Có 2 cơ chế giá cho nhóm này
 - **Đối với nhóm thủy điện công suất trên 30 MW:** Giá bán nhóm thủy điện này biến động chủ yếu đến từ biến động giá dựa trên hợp đồng được ký căn cứ theo sản lượng theo hợp đồng (Qc) thay vì theo giá trên thị trường cạnh tranh.

Điều này chủ yếu đến từ sản lượng cung cấp cho EVN theo Qc chiếm trên 90% sản lượng điện cho các nhà máy thủy điện công suất trên 30 MW. Dưới đây là chi tiết từng loại hình cung cấp theo sản lượng như sau:

 - (i) **Sản lượng theo hợp đồng (Qc):** Hiện nay, HDG vẫn đang duy trì sản lượng Qc ở mức 98% với mức giá bình quân khoảng hơn 1 ngàn đồng/KWh.
 - (ii) **Sản lượng trên thị trường giao ngay (Qm):** Chỉ khi sản lượng phát điện vượt Qc mới được bán trên thị trường giao ngay. Giá trên thị trường giao ngay biến động theo từng ngày dựa trên cung – cầu thực tế ở mỗi thời điểm.

- **Đối với nhóm thủy điện công suất từ 30 MW trở xuống hoặc các nhà máy thủy điện bậc thang trên cùng dòng sông với tổng công suất thấp hơn hoặc bằng 30MW:** Sẽ áp dụng theo biểu giá chi phí tránh được (ACT). Đối với giá áp theo biểu giá chi phí tránh được, phần giá công suất sẽ được cộng thêm vào 1,932 đồng/kWh khi phát vào cao điểm mùa khô.

Bảng 4: Cơ chế giá theo biểu giá tránh được năm 2025 nhìn chung vẫn duy trì theo biểu giá của giai đoạn 2020 tới nay

Thành phần giá	Mùa khô			Mùa mưa				Giá công suất cho cả 3 miền (đ/kWh)
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Phân điện năng dư	
Giá điện năng (đ/kWh)								
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: thuvienphapluat, PHS tổng hợp

- **Cơ chế giá cho năng lượng tái tạo (gồm điện gió và điện mặt trời):** Khác với thủy điện, cơ chế giá bán cho các dự án điện gió và điện mặt trời của HDG chủ yếu được phân thành hai nhóm chính: (i) nhóm được hưởng cơ chế giá ưu đãi cố định (FIT) và (ii) nhóm theo cơ chế giá chuyển tiếp.

Việc một dự án thuộc nhóm nào phụ thuộc vào thời điểm dự án đi vào vận hành thương mại (COD). Diễn biến về cơ chế giá cho từng mảng năng lượng như sau:

Bảng 5: Ngày vận hành thương mại (COD) tác động lên giá bán của các dự án điện mặt trời theo từng thời kỳ

	01/06/2017	30/06/2019	31/12/2020	
Quy định về giá FIT thay đổi theo ngày vận hành thương mại (COD)	FIT1 – 9.35 cent/kWh Quyết định 11 (11/04/2017) Nghị quyết 115 (31/08/2018)	FIT2 – 7.09 cent/kWh Dự án tại Ninh Thuận theo giá FIT1 Thông báo 402 (22/11/2019) Quyết định 13 (06/04/2020)	Dự án chuyển tiếp Thông tư 15 (03/10/2022) Quyết định 21 (07/01/2023)	
Văn bản yêu cầu	Chỉ yêu cầu biên bản nghiệm thu hoàn thành công trình trước COD. Không yêu cầu phải có văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu hoàn thành trước COD		09/06/2023 Yêu cầu phải có văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu hoàn thành trước COD	
	Thông tư 10/2015/TT-BCT (14/09/2017) Thông tư 12/2017/TT-BCT (06/12/2018) Thông tư 36/2018/TT-BCT (26/10/2020) Thông tư 21/2020/TT-BCT (09/06/2023)		Thông tư 10/2023/TT-BCT	

Nguồn: PHS tổng hợp

Bảng 6: Ngày vận hành thương mại (COD) tác động lên giá bán của các dự án điện gió theo từng thời kỳ

	20/08/2011	01/11/2018	25/11/2022	
Quy định về giá FIT thay đổi theo ngày vận hành thương mại (COD)	FIT1 – 7.8 cent/kWh	FIT2 – 8.5 cent/kWh		Dự án chuyển tiếp
	Nghị quyết 37 (26/09/2011)	Quyết định 39 (10/09/2018)		Thông tư 15 (03/10/2022) Quyết định 21 (07/01/2023)
Văn bản yêu cầu	Chỉ yêu cầu biên bản nghiệm thu hoàn thành công trình trước COD. Không yêu cầu phải có văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu hoàn thành trước COD		09/06/2023	Yêu cầu phải có văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu hoàn thành trước COD
	Thông tư 96/2012/TT-BCT (01/08/2012) Thông tư 32/2012/TT-BCT (27/12/2012) Thông tư 02/2019/TT-BCT			Thông tư 01/2023/TT-BCT (19/01/2023) Quyết định 474/QĐ-EVN (21/05/2023) Thông tư 10/2023/TT-BCT (09/06/2023) Thông tư 19/2023/TT-BCT(19/12/2023)

Nguồn: PHS tổng hợp

Đối với HDG, hiện dự án điện gió (7A) vẫn đang được hưởng theo giá FIT2, các dự án điện mặt trời (gồm Hồng Phong 4 và SP Infra 1) đang có cơ chế về giá bán khác nhau – do 2 dự án này đang gặp một số vướng mắc về pháp lý. Chi tiết theo bảng bên dưới sau:

Bảng 7: Chi tiết các vướng mắc của 2 dự án SP-Infra 1 và Hồng Phong 4

Dự án	Các vướng mắc	Rủi ro	Ngày vận hành thương mại (COD)	Ngày chấp nhận kết quả nghiệm thu của cơ quan nhà nước (CCA)	Dự kiến phương án xử lý
Hồng Phong 4, tỉnh Bình Thuận (48MW)	(1) Xây dựng trên khu vực đất dự trữ khoáng sản quốc gia mà không được phép của Thủ tướng; (2) Vi phạm quy định tại các quyết định cho thuê đất của UBND tỉnh Bình Thuận (3) Vi phạm điều kiện khởi công xây dựng công trình khi thiết kế bản vẽ thi công chưa được phê duyệt, mặt bằng xây dựng chưa được bàn giao	Rủi ro chuyển về giá chuyển tiếp (1.185 VND/kWh – tương đương với mức khoảng 4.75 cent/kWh) - giảm - 47% so với giá FIT được hưởng trước đó (9.35 cent/kWh)	04/06/2019	Chưa được chấp thuận	Trong thời gian chờ CCA, sử dụng giá điện chuyển tiếp từ tháng 8/2025. Phần chưa được EVN thanh toán, HDG tạm thời chưa có kế hoạch xử lý. Tuy nhiên, dự kiến phương án xử lý là sẽ theo hướng cấp lại CCA. Sau khi cấp lại CCA sẽ được hưởng giá FIT theo hợp đồng mua bán điện. Trường hợp giải quyết xong Q3/2025, HDG sẽ không cần trích lập dự phòng.
SP - Infra 1, tỉnh Ninh Thuận (50MW)	(1) Được hưởng cơ chế giá bán FIT khi chưa được cơ quan nhà nước có thẩm quyền có văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu công trình xây dựng của chủ đầu tư	Rủi ro chuyển về giá chuyển tiếp (1.185 VND/kWh – tương đương với mức khoảng 4.75 cent/kWh) - giảm - 47% so với giá FIT được hưởng trước đó (9.35 cent/kWh)	04/09/2020	28/02/2023	Hiện vẫn thanh toán theo giá FIT với mức giá 9.35 cent/kWh. Cho tới nay, HDG vẫn chưa nhận được quyết định rõ ràng về việc dự án được hưởng theo giá điện nào. Tuy nhiên, trong trường hợp xấu nhất, chúng tôi cho rằng dự án sẽ được điều chỉnh về giá bán chuyển tiếp với mức giá ước tính khoảng 4.75 cent/kWh – tương đương với 1.185 VND/kWh

Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

Mặc dù cơ chế đối với nhóm năng lượng tái tạo hiện còn nhiều vướng mắc. Tuy nhiên, HDG vẫn đặt trọng tâm phát triển nhóm này (đặc biệt là các dự án điện gió) trong giai đoạn 2025 – 2030 khi doanh nghiệp đang xây dựng kế hoạch đầu tư vào các nhà máy điện gió. Chúng tôi cho rằng chiến lược trên phù hợp với:

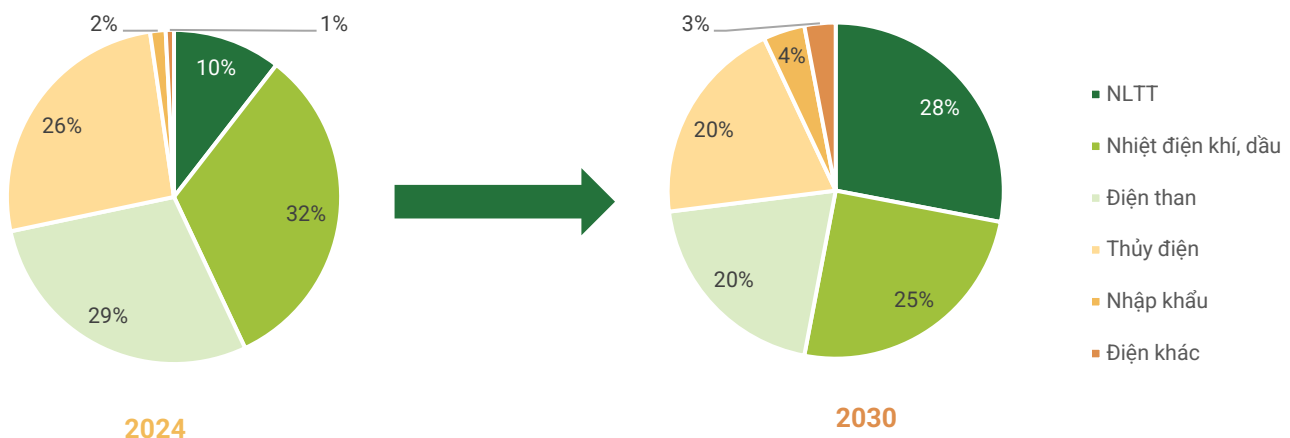
- (i) Chiến lược năng lượng Quốc gia (Quy hoạch điện VIII) khi đẩy mạnh nhóm điện năng lượng tái tạo giúp bù đắp một phần thiếu hụt cho nhóm điện khí và
- (ii) Cơ chế giá điện gió hấp dẫn hơn so với điện mặt trời

Bảng 8: Tổng hợp các dự án năng lượng tái tạo (các dự án điện gió) dự kiến triển khai trong giai đoạn 2025 – 2030.

STT	Tên dự án	Công suất dự kiến ban đầu (MW)	Thời gian vận hành thương mại dự kiến (COD)	Cập nhật tiến độ
1	Sơn Nham	6	2026	Đang hoàn thiện hồ sơ với cơ quan ban ngành để nâng công suất lên 9MW
2	Sơn Linh	7	2026	Đang triển khai hồ sơ nghiên cứu tiền khả thi để nâng công suất lên 15MW
3	Phước Hữu	50	2027	Tỉnh Bình Thuận cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư. Đang lựa chọn nhà cung cấp
4	7A - Phase 2	21	2028	Đang thực hiện báo cáo tiền khả thi
5	Bình Gia	80	2028	Tỉnh Lạng Sơn trao Biên bản ghi nhớ đầu tư. Đang đấu thầu
6	Lệ Thủy	30	2029	N/A
7	Lộc Bình	50	Kế hoạch giai đoạn 2025 - 2030	N/A

Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

Hình 7: Cơ cấu công suất nguồn điện theo quy hoạch điện VIII có xu hướng dịch chuyển sang mảng năng lượng tái tạo giai đoạn 2024 - 2030



Nguồn: PHS tổng hợp

Bảng 9: Khung giá trần cho phát điện gió và điện mặt trời năm 2025 do Bộ Công Thương ban hành theo QĐ 1508/QĐ-BCT và QĐ 988/QĐ-BCT

STT	Loại hình nhà máy điện (ĐVT: Đồng/kWh)		Miền Bắc	Miền Trung	Miền Nam
1	Điện gió	Trên đất liền	1,959	1,807	1,840
		Gần bờ	1,987	1,987	1,987
2	Điện mặt trời (không có hệ thống pin tích trữ)	Mặt đất	1,383	1,107	1,012
		Nổi	1,686	1,336	1,228
3	Điện mặt trời (không có hệ thống pin tích trữ)	Mặt đất	1,572	1,257	1,150
		Nổi	1,877	1,487	1,367

Nguồn: PHS tổng hợp

Bên cạnh về cơ chế giá bán, chúng tôi cũng xin lưu ý về sản lượng bị ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ bởi các nhà máy sản xuất điện hoạt động chịu ảnh hưởng bởi thời tiết. Cụ thể như sau:

- **Thủy điện:** Thông thường sản lượng thủy điện chiếm tỷ trọng cao vào quý 4 hằng năm (ước tính tương đương với khoảng 40% tổng sản lượng thủy điện cả năm) bởi giai đoạn này là mùa mưa.
- **Điện mặt trời:** Sản lượng tốt nhất thông thường rơi vào quý 2 khi đây đang là mùa hè và thời điểm có lượng bức xạ lớn nhất cả năm.
- **Điện gió:** Sản lượng cao rơi vào quý 4 cho tới quý 1 năm sau bởi giai đoạn này bị ảnh hưởng bởi gió mùa Đông Bắc (thường xuất hiện vào tháng 11 đến tháng 4 năm sau)

2. Bất động sản

Bất động sản là lĩnh vực truyền thống và là động lực tăng trưởng quan trọng của HDG, với các dự án tập trung tại những vị trí đặc địa ở Hà Nội và TP.HCM. Phần lớn các dự án bất động sản của HDG là các dự án dân dụng và nghỉ dưỡng. Chi tiết các dự án như sau:

Bảng 10: Các dự án trọng điểm của HDG

No.	Projects	Location	Investor	%Ownership	Total investment capital (Bil VND)	Area (ha)	Estimated construction completion time	Product	Progress
Residential real estate									
1	Charm Villa GĐ 3 (An Khánh An Thượng)	Hà Nội	HDG	100%	1,845	30	2024	108 căn biệt thự/liền kề/shophouse	Hoàn thiện phần thô của hầu hết các sản phẩm. Kế hoạch mở bán giai đoạn 3 vào trong 2H25
2	62 Phan Đình Giót	Hồ Chí Minh	HDG	100%	4,500	2.2	2028	Chung cư + Văn phòng cho thuê	Bị vướng pháp lý do cần chuyển đổi mục đích sử dụng đất sản xuất sang đất ở

3	HDG Green Lane (Binh An Riverside)	Hồ Chí Minh	HDG	100%	2,414	2.3	2028	3 tòa chung cư (1,231 căn hộ)	Bị vướng pháp lý do cần chuyển đổi mục đích sử dụng đất sản xuất sang đất ở. Trong tháng 11/2024, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết 171 thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận nhận về quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất. Chính sách này sẽ hỗ trợ chuyển đổi mục đích sử dụng đất, đây là một bước quan trọng để Hà Đô tiếp tục triển khai dự án
4	HDG Linh Trung (Minh Long)	Hồ Chí Minh	HDG	100%	2,127	2.7	2028	Thấp tầng (nhà liên kế/chung cư)	Bị vướng pháp lý do cần chuyển đổi mục đích sử dụng đất sản xuất sang đất ở. Lộ trình giải quyết cũng tương tự như HDG Green Land
5	Noongtha Central Park	Lào	HDG	100%	5,400	+ 74ha (giai đoạn 1)			
Others									
6	HDG Parkside (CC1 Dịch Vọng)	Hà Nội	HDG	100%	3,500	0.2	N/A	Căn hộ	Đang chờ tháo gỡ pháp lý.
7	CC3	Hà Nội	HDG	100%	N/A	4.5	N/A	Văn phòng cho thuê	Đang triển khai
8	30 Tạ Quang Bửu	Hà Nội	HDG	100%	146	2.2	N/A	Văn phòng cho thuê	Đang triển khai
9	Alila Đại – kinh doanh biệt thự	Khánh Hòa	Liên danh giữa HDG và Kha-toco	71%	1,027	8.9	2028	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.

Source: HDG, PHS compilation

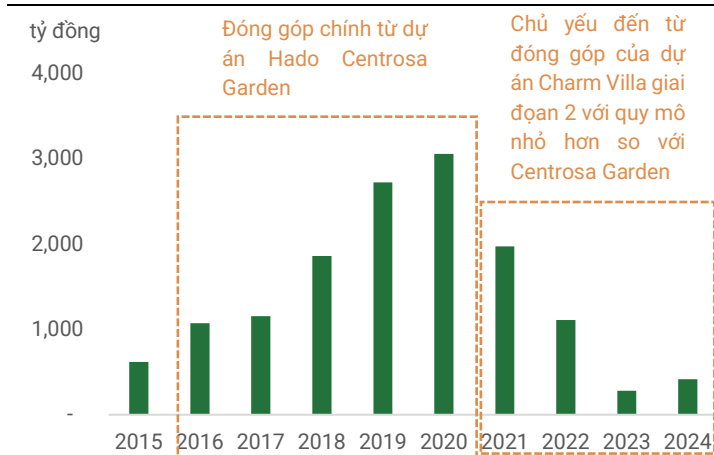
Theo quan sát, chúng tôi nhận thấy mảng kinh doanh bất động sản của HDG duy trì xu hướng giảm kể từ 2021 – 2024. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu đến từ:

- (i) **Hết dự án gối đầu quy mô lớn:** Dự án Hado Centrosa Garden là dự án quy mô lớn với tổng mức đầu tư khoảng hơn 7 ngàn tỷ đồng – cao gần gấp 3 lần so với bình quân các dự án đang được triển khai trong cùng giai đoạn. Tuy nhiên, từ sau 2021, hoạt động kinh doanh bất động sản của HDG phụ thuộc gần như hoàn toàn vào một dự án duy nhất: Hado Charm Villas (Hoài Đức, Hà Nội) trong bối cảnh các dự án lớn khác như Hado Green Lane, Linh Trung... đang gặp "điểm nghẽn" về pháp lý. Qua đó, Hado Charm Villa được xem là dự án gối đầu, đóng vai trò chủ lực về doanh thu và lợi nhuận cho mảng BĐS trong giai đoạn này.

Với tổng số lượng căn gồm 537 căn, hiện HDG đã bàn giao xong khoảng 429 căn trong giai đoạn 2020 – 2022. Trong nửa đầu năm, mảng bất động sản của HDG tương đối trầm lắng khi không ghi nhận hoạt động bán hàng nào. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2025, HDG đang dự kiến mở bán khoảng 20 căn của dự án này. Chúng tôi kỳ vọng việc tái mở bán lại Hado Charm Villa sẽ giúp cải thiện dòng tiền mảng bất động sản trong thời gian tới khi tình hình thị trường bất động sản dần ấm trở lại.

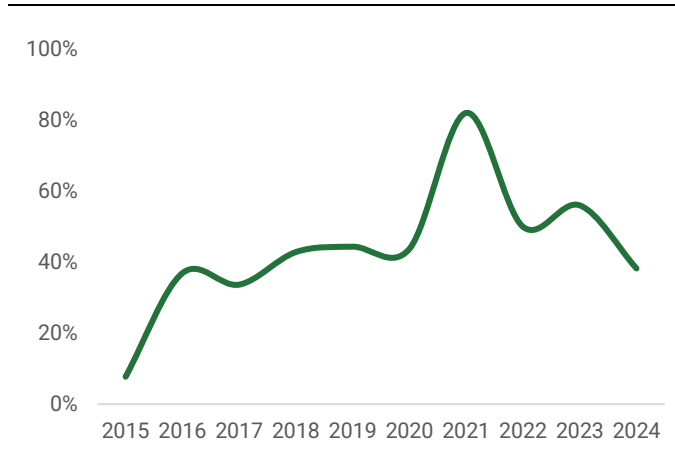
- (ii) **Ảnh hưởng từ tình hình chung của ngành bất động sản:** Quá trình phê duyệt, cấp phép cho các dự án mới trên cả nước bị đình trệ, khiến nguồn cung mới sụt giảm nghiêm trọng cũng như các chính sách kiểm soát chặt chẽ dòng vốn vào bất động sản khiến cả chủ đầu tư và người mua nhà đều khó tiếp cận nguồn vốn vay.

Hình 8: Doanh thu mảng bất động sản có xu hướng giảm kể từ giai đoạn 2021 – 2024 do chỉ còn bàn giao dự án quy mô nhỏ



Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

Hình 9: Biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản cao chủ yếu nhờ đóng góp của 2 dự án Centrosa Garden và Charm Villa



Nguồn: HDG, PHS tổng hợp và dự phóng

III. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong Q2/2025, HDG ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan với doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 559 tỷ đồng (+7%yoy) và -18 tỷ đồng (-129%yoy). Theo đó, lũy kế 6 tháng đầu năm 2025, HDG ghi nhận doanh thu 1,213 tỷ đồng (-13% yoy) và LNST-CĐTS đạt 137 tỷ đồng (-52%yoy) – hoàn thành 40%/23% kế hoạch năm 2025.

Một số điểm chính cần lưu ý trong KQKD quý 2.2025 như sau:

- Doanh thu đạt 584 tỷ đồng (+6%yoy) trong đó:

1.1. Mảng năng lượng: Ghi nhận mức tăng trưởng nổi bật với doanh thu đạt 466 tỷ đồng (+34%yoy) nhờ sản lượng hồi phục +35%yoy. Chúng tôi cho rằng điều này đến từ:

- Ảnh hưởng tích cực của pha Lanina giúp hỗ trợ sản lượng thủy điện – vốn là mảng đóng góp chính trong mảng năng lượng của HDG
- dự án điện gió 7A đã chính thức ký kết phụ lục hợp đồng mua bán điện với EVN, trong đó đã loại bỏ điều kiện giảm công suất khi xảy ra hiện tượng quá tải/thừa nguồn. Qua đó, góp phần nâng sản lượng của 7A lên so +35%yoy

1.2. Mảng bất động sản: Hiện HDG vẫn chưa ghi nhận bán bất kỳ dự án nào trong Q2/2025.

- LNST giảm mạnh -72% yoy** chủ yếu đến từ trong quý 2 phát sinh chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá hơn 95 tỷ đồng (+100%yoy) do đánh giá lại tỷ giá cuối kỳ của các khoản vay bằng EUR

Bảng 11: Kết quả kinh doanh trong Q2/2025 kém khả quan hơn so với cùng kỳ

Unit: Bil VND	2Q25	2Q24	%YoY	6M25	6M24	%YoY
Doanh thu	590	550	7%	1,213	1,398	-13%
Điện	466	348	34%	969	762	27%
Bất động sản	-	84	-100%	-	399	-100%
Xây lắp	-	4	-100%	4	8	-51%
Khác	124	114	9%	240	229	5%
Các khoản giảm trừ	-	-		(25)	-	
Giá vốn hàng bán	(340)	(287)	18%	(538)	(697)	-23%
Lợi nhuận gộp	250	263	-5%	675	701	-4%
Biên gộp	42%	48%	(5.5)	57%	50%	6.7
Chi phí bán hàng	(1)	(1)	73%	(2)	(2)	27%
CPQLDN	(75)	(53)	42%	(130)	(86)	52%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD cốt lõi	173	209	-17%	543	614	-12%
Thu nhập tài chính	25	8	221%	39	21	86%
Chi phí tài chính	(155)	(105)	49%	(263)	(201)	31%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(75)	(82)	-8%	(151)	(176)	-15%
Thu nhập khác, ròng	(4)	13	-133%	(30)	(10)	203%
LNTT	38	125	-69%	289	424	-32%
LNST	27	99	-72%	234	363	-35%
CĐTS	46	35	31%	97	78	25%
LNST-CĐTS	(18)	64	-129%	137	285	-52%

Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mặc dù kết quả kinh doanh trong 6 tháng đầu năm 2025 chưa đạt kết quả khả quan. Tuy nhiên chúng tôi vẫn đánh giá cao về triển vọng kinh doanh của HDG với nhiều điểm nhấn đáng chú ý từ giai đoạn 6 tháng cuối năm 2025 – 2026 chủ yếu đến từ tăng trưởng của mảng bất động sản nhờ mở bán dự án Hado Charm Villa giai đoạn 3.

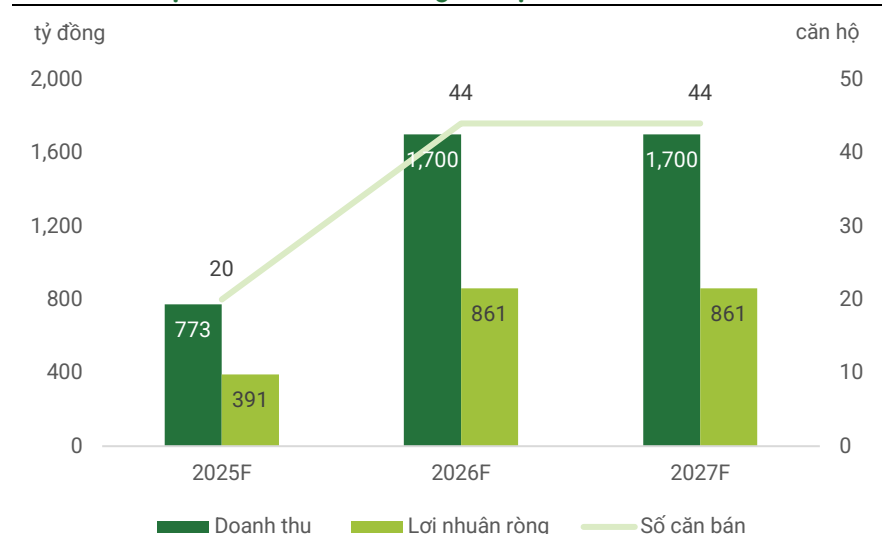
1. Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế tích cực trong 2025 – 2026 nhờ tiếp tục mở bán lại dự án Hado Charm Villa giai đoạn 3 với giá bán cao hơn so với các dự án lân cận.

Bất động sản – dự án Hado Charm villa dự kiến là nguồn thu chính đóng góp vào tăng trưởng cho giai đoạn 2025 – 2026 trong khi các dự án khác hiện vẫn đang chờ được tháo gỡ pháp lý. HDG có kế hoạch mở bán lại dự án Hado Charm Villa giai đoạn 3 trong nửa cuối năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng việc mở bán lại Hado Charm Villa giúp cải thiện doanh thu hoạt động bất động sản nhờ vào vị trí địa lý thuận lợi giúp gia tăng khả năng hấp thụ cũng như là cải thiện mặt bằng giá bán của dự án nói trên.

Hado Charm Villa hiện còn lại khoảng 108 căn với giá bán sơ cấp cho dự án trong giai đoạn 3 bình quân dự kiến rơi vào khoảng 240 triệu đồng/m² – cao hơn so với hầu hết các dự án lân cận nhờ nguồn cung phía Tây Hà Nội hiện cũng không còn nhiều. Mặc dù dự án Hado Charm Villa có khả năng hấp thụ tốt nhờ vị trí địa lý thuận lợi, nhưng dựa trên quan điểm thận trọng rằng doanh nghiệp vẫn cần cân đối dòng tiền kinh doanh qua các năm trong khi các dự án bất động sản tiếp theo vẫn cần thời gian dài để tháo gỡ. Vì vậy, chúng tôi dự kiến thời gian mở bán kéo dài từ nửa cuối năm 2025 – 2027.

Theo đó, ước tính LNST mảng bất động sản trong 2025 – 2026 của dự án bất động sản lần lượt tăng trưởng khả quan +100%yoy/+120%yoy.

Hình 10: Ước tính lợi nhuận ròng mảng bất động sản tăng trưởng tích cực nhờ mở bán dự án Hado Charm Villa giai đoạn 2025 – 2027.



Nguồn: HDG, PHS ước tính và tổng hợp

Bảng 12: Dự kiến Hado Charm Villa sẽ là động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2025 – 2027 khi các dự án khác kỳ vọng hoàn thành trong 2028 giúp HDG bước vào chu kỳ mới nhờ đóng góp của mảng bất động sản.

STT	Dự án đang triển khai	Khu vực	TMĐT (tỷ đồng)	Diện tích (ha)	Thời gian triển khai dự kiến		
					2026	2027	2028
1	62 Phan Đình Giót	Hà Nội	4,500	2.2			
2	Green Lane	Hồ Chí Minh	2,414	2.3			
3	Minh Long	Hồ Chí Minh	2,127	2.7			
4	Noongtha Central Park	Lào	5,400	114			
5	Hỗn hợp Dịch Vọng	Hà Nội	3,500	0.2			
6	CC3	Hà Nội	N/A	4.5			
7	30 Tạ Quang Bửu	Hà Nội	146	2.2			
8	Bảo Đại Resort	Khánh Hòa	1,027	8.9			

Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

Bảng 13: Giá bán dự án Hado Charm Villa giai đoạn 3 cao hơn so với mặt bằng chung của các dự án bất động sản đang mở bán tại khu vực Phía Tây Hà Nội.

STT	Dự án	Quận	Loại sản phẩm chính	Giá bán bình quân (triệu/m ²)
1	Mailand Hanoi City – Bắc An Khánh	Huyện Hoài Đức	Liên kề, biệt thự	206
2	Nam An Khánh (Sudico)	Huyện Hoài Đức	Liên kề, biệt thự	170
3	Vinhomes Thăng Long	Huyện Hoài Đức	Liên kề, biệt thự	203
4	Hinode Royal Park (Kim Chung – Di Trạch)	Huyện Hoài Đức	Liên kề, biệt thự	230
5	HUD Vn Canh	Huyện Hoài Đức	Liên kề, biệt thự	192
6	Geleximco – Lê Trọng Tấn	Quận Hà Đông	Liên kề, biệt thự	224
7	ParkCity Hà Nội	Huyện Hoài Đức	Liên kề, biệt thự	329
8	KĐT Dương Nội (Nam Cường)	Quận Hà Đông	Liên kề, biệt thự	236
9	Hado Charm Villa giai đoạn 3	Huyện Hoài Đức	Liên kề, biệt thự	240

Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính

Hình 11: Hado Charm Villa sở hữu vị trí địa lý thuận tiện.



Nguồn: HDG, PHS tổng hợp

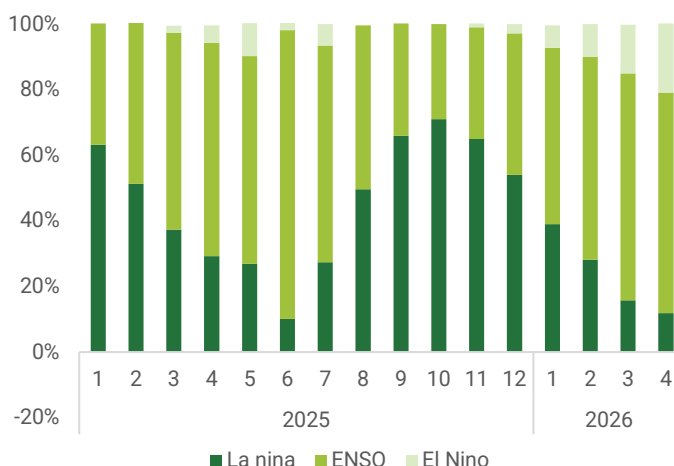
2. Mảng năng lượng tiếp tục duy trì đóng góp ổn định vào kết quả kinh doanh trong 2026.

Mảng thủy điện với tổng công suất thiết kế cho các nhà máy hiện hữu khoảng 336 MW – cao gấp 1.5 lần so với mảng năng lượng tái tạo (gồm điện mặt trời và điện gió) – đây là mảng đóng góp chính vào doanh thu năng lượng. Do đó, với sự hồi phục về sản lượng của mảng thủy điện kỳ vọng dẫn dắt tăng trưởng doanh thu mảng năng lượng trong 2025.

Với tình hình thủy văn trong năm 2025 tương đối thuận lợi với nửa đầu năm là Lanina và nửa cuối năm chuyển qua trạng thái ENSO (trung tính) - khả quan hơn so với năm 2024 với nửa đầu năm là El nino và nửa cuối năm là La nina. Chúng tôi ước tính doanh thu 2025F đạt 2,129 ngàn tỷ đồng (+13 %yoy) nhờ sản lượng mảng thủy điện cả năm 2025F ước tính hồi phục +18%yoy khi tình hình thời tiết thuận lợi hơn so với cùng kỳ. Đối với 2 dự án điện mặt trời bao gồm Hồng Phong 4 và SP Infra 1 vẫn tiếp tục hoạt động, với giá bán lần lượt là 1,185 VND/kWh (giá chuyển tiếp) và 9.35 cent/kWh (giá FIT). Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính chi phí trích lập dự phòng trong 2025 của dự án điện mặt trời (cho dự án Hồng Phong 4) khoảng 121 tỷ đồng trong khi dự án SP – Infra 1 chúng tôi giả định vẫn tiếp tục hoạt động theo giá FIT.

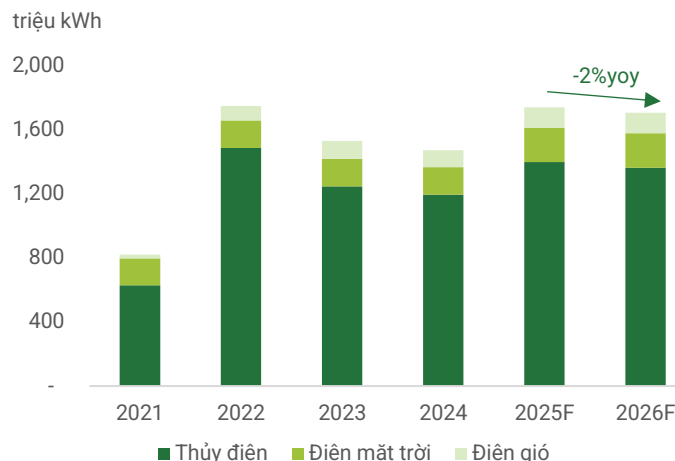
Trong năm 2026, chúng tôi ước tính doanh thu mảng năng lượng đạt 2,111 ngàn tỷ đồng (-1%yoy) nhờ đóng góp đầy đủ của dự án thủy điện La Trống (dự án thủy điện M&A từ Q2/2025, dự kiến phát điện trong Q3/2025) qua đó bù đắp một phần sản lượng sụt giảm do thời tiết kém thuận lợi hơn so với cùng kỳ. **Đồng thời, các dự án điện mặt trời không còn trích lập dự phòng trong 2026.**

Hình 12: Pha thời tiết ENSO (trung tính) dự báo trở lại từ đầu năm 2026



Nguồn: NOAA, PHS tổng hợp

Hình 13: Sản lượng điện trong 2026 dự kiến sụt giảm nhẹ so với cùng kỳ bởi tình hình thời tiết kém thuận lợi hơn.



Nguồn: HDG, PHS tổng hợp và dự phóng

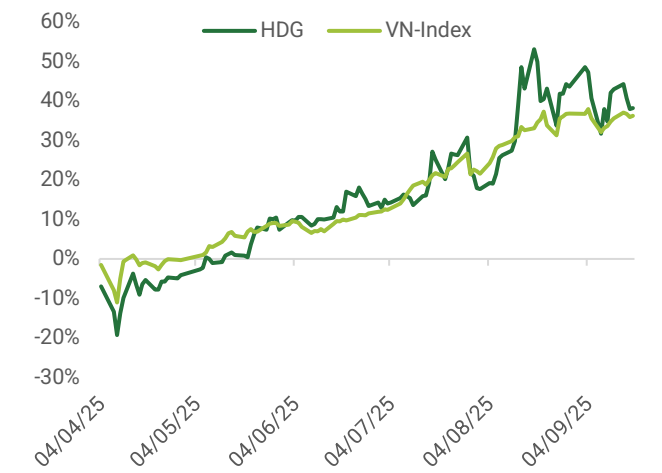
3. Định giá hiện tại đã phản ánh phần nào về các kỳ vọng tăng trưởng

Kể từ sau giai đoạn thị trường điều chỉnh mạnh do ảnh hưởng của thuế quan trong đầu tháng 4/2025. Cổ phiếu HDG đã ghi nhận hiệu suất hồi

phục tương đối tích cực với mức tăng +38% - cao hơn so với mức hồi phục của VN-Index là 36%.

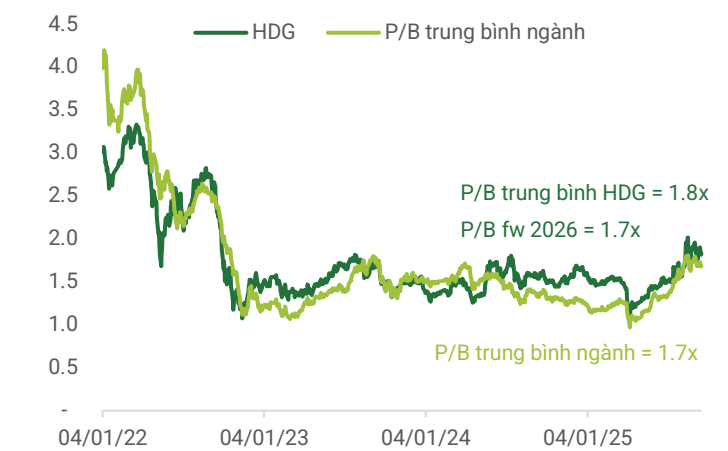
Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy cổ phiếu HDG đang được giao dịch với P/B fw 2026 khoảng 1.7x lần – phù hợp với trung bình ngành. Theo đó, chúng tôi cho rằng dư địa với mức định giá này đã phản ánh phần nào về kỳ vọng tăng trưởng trong 2026 đến từ đóng góp tích cực của việc tiếp tục mở bán dự án bất động sản Hado Charm Villa giai đoạn 3 với mặt bằng giá bán hấp dẫn so với các dự án lân cận.

Hình 14: Diễn biến giá cổ phiếu HDG có xu hướng hồi phục sau kể từ sau ảnh hưởng của thuế quan và cùng chiều với nhịp tăng chung của thị trường



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 15: Định giá cổ phiếu đã tiệm cận với mặt bằng định giá chung của các doanh nghiệp bất động sản.



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Bảng 14: Dự phóng kết quả kinh doanh 2025 – 2026.

Đơn vị tính: tỷ đồng	2024A	2025F	%YoY	2026F	%YoY	Nhận định
Doanh thu	2,775	3,370	21%	4,293	27%	Tăng trưởng 2026 được dẫn dắt bởi mảng bất động sản nhờ tiếp tục mở bán dự án Hado Charm Villa giai đoạn 3.
Năng lượng	1,891	2,129	13%	2,111	-1%	
Bất động sản	415	773	86%	1,700	120%	Dự phóng Hado Charm Villa mở bán 44 căn hộ trong 2026 (+120%yoy)
Khác	469	469	0%	482	3%	
Lợi nhuận gộp	1,591	2,191	38%	2,855	30%	Gross margin in 2026 is expected to improve by +1.5 bps YoY, driven by a higher contribution from the real estate segment, which has a higher gross margin
Năng lượng	1,222	1,417	16%	1,408	-1%	
Bất động sản	155	551	254%	1,212	120%	
Khác	213	223	5%	236	6%	
Biên LNG	57%	65%	7.7	67%	1.5	Biên gộp trong 2026 cải thiện +1.5 bps yoy tăng tỷ trọng đóng góp của mảng BĐS với biên lợi nhuận gộp cao
Năng lượng	65%	67%	1.9	67%	0.1	
Bất động sản	37%	71%	33.8	71%	-	
Khác	45%	48%	2.1	49%	1.4	
SG&A	(450)	(344)	-24%	(284)	-17%	CPBH và QLDN giảm -17% do không ghi nhận trích lập dự phòng trong 2026 cho dự án điện mặt trời Hồng Phong 4
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính	1,140	1,847	62%	2,571	39%	
Thu nhập tài chính	60	80	33%	110	37%	
Chi phí tài chính	(370)	(329)	-11%	(288)	-12%	
Chi phí lãi vay	343	302	-12%	261	-13%	
Thu nhập ròng khác	(258)	19	107%	19	0%	
LNTT	573	1,518	165%	2,412	59%	
LNST	447	1,185	165%	1,883	59%	
Biên LN ròng	16%	35%	19.0	44%	25%	
MI	99	262	165%	417	59%	
NPATMI	348	923	165%	1,467	59%	

Nguồn: HDG, PHS dự phóng và tổng hợp

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi dời định giá sang 2026 và sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP). Trong đó:

- Mảng sản xuất điện sử dụng phương pháp DCF nhằm phản ánh vòng đời của các dự án năng lượng với WACC bằng 11.3%
- Bất động sản dân dụng trong đó các dự án Hado Charm Villa chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV, các dự án còn lại chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu = 1.7x – tương đương với trung bình ngành
- Bất động sản đầu tư: Chúng tôi sử dụng tỷ suất vốn hóa 6.5% cho lợi nhuận sau thuế từ các hoạt động kinh doanh bất động sản đầu tư.

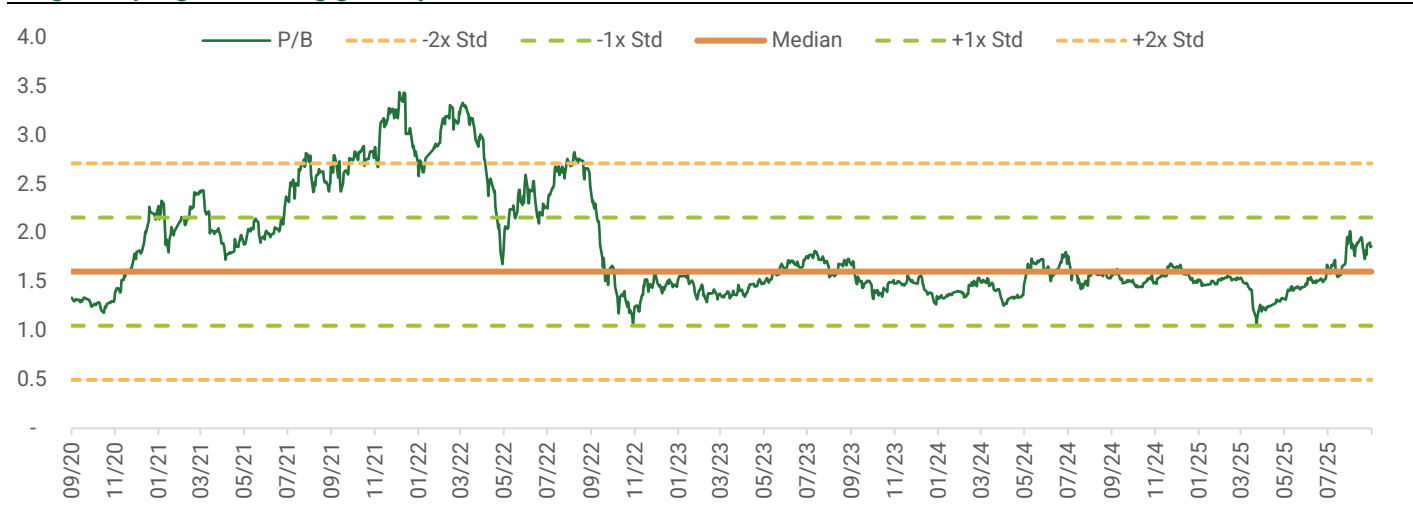
Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu là 33,800 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 9% so với giá đóng cửa tại ngày 23/09/2025).

Bảng 15: Bảng tổng hợp định giá

ĐVT: tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị	Giá trị dành cho cổ đông
Sản xuất điện	DCF	9,167	7,633
Điện mặt trời	DCF	1,587	1,511
Điện gió	DCF	1,061	1,061
Thủy điện	DCF	6,519	5,061
Bất động sản dân dụng, nghỉ dưỡng	RNAV, P/B	3,817	3,817
Bất động sản đầu tư	Cap rate	1,672	1,672
Tổng cộng			13,122
(+) Tổng tiền ròng (công ty mẹ)			1,007
(-) Nợ vay (công ty mẹ)			(1,640)
Tổng giá trị dành cho cổ đông			12,489
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)			370
Giá mục tiêu			33,800
Giá đóng cửa tại ngày 23/09/2025 (VND/cổ phiếu)			31,150
Tiềm năng tăng giá			9%

Nguồn: HDG, PHS dự phóng và tổng hợp

Bảng 16: Định giá P/B trong giai đoạn 2020 - 2025



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,581	2,889	2,718	3,370	4,293
Giá vốn hàng bán	(1,369)	(1,166)	(1,127)	(1,179)	(1,438)
Lợi nhuận gộp	2,212	1,723	1,591	2,191	2,855
Chi phí bán hàng và QLDN	(159)	(218)	(446)	(338)	(277)
Lợi nhuận từ HĐKD	2,049	1,490	1,140	1,847	2,571
Lợi nhuận tài chính	83	40	60	80	110
Chi phí tài chính	(517)	(569)	(370)	(428)	(288)
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	(10)	2	(258)	19	19
Lợi nhuận trước thuế	1,604	963	573	1,518	2,412
Lợi nhuận sau thuế	1,362	866	447	1,185	1,883
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,096	665	348	923	1,467
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	3,856	3,354	3,228	5,992	7,561
Tiền và tương đương tiền	694	246	332	1,192	2,264
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	393	736	736	736
Phải thu ngắn hạn	1,711	1,595	1,267	1,774	2,260
Hàng tồn kho	1,382	1,074	857	1,123	1,123
Tài sản ngắn hạn khác	68	47	35	43	55
Tài Sản Dài Hạn	11,249	11,084	10,622	10,143	9,702
Phải thu dài hạn	15	287	287	287	287
Tài sản cố định	9,495	9,034	8,548	8,069	7,591
Chi phí xây dựng dở dang	781	794	810	810	847
Đầu tư tài chính dài hạn	3	63	59	59	59
Tài sản dài hạn khác	954	906	918	918	918
Tổng cộng tài sản	15,105	14,438	13,849	16,135	17,263
Nợ phải trả	8,557	7,210	6,473	8,126	8,249
Nợ ngắn hạn	3,287	2,329	2,140	3,881	4,637
Nợ dài hạn	5,270	4,881	4,333	4,246	3,612
Vốn chủ sở hữu	6,548	7,229	7,376	8,009	9,014
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	4,787	5,452	5,647	5,626	5,593
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,245	1,312	1,277	1,540	1,956
Khác	517	465	451	843	1,465
Tổng nguồn vốn	15,105	14,438	13,849	16,135	17,263

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,942	794	1,050	1,262	2,237
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(80)	(326)	(116)	(3)	(40)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(1,309)	(859)	(833)	(386)	(1,111)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	554	(392)	101	874	1,086
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	230	694	246	332	1,192
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	784	303	346	1,206	2,278
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Lợi nhuận sau thuế	-5%	-19%	-6%	24%	27%
Tổng tài sản	1%	-36%	-48%	165%	59%
Doanh thu	-5%	-4%	-4%	17%	7%
Tổng vốn chủ sở hữu	21%	10%	2%	9%	13%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	62%	60%	59%	65%	67%
Tỷ suất EBIT	57%	52%	41%	55%	60%
Tỷ suất lãi ròng	31%	23%	13%	27%	34%
ROA	7%	5%	3%	6%	8%
ROE	17%	9%	5%	12%	16%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	174	209	192	192	192
Số ngày tồn kho	366	384	313	313	313
Số ngày phải trả	64	40	19	19	19
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.2	1.4	1.5	1.5	1.6
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	1.0	1.1	1.0	1.1
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	41%	38%	35%	31%	26%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	93%	75%	66%	62%	50%
Vay ngắn hạn/VCSH	15%	9%	9%	10%	11%
Vay dài hạn/VCSH	79%	66%	58%	52%	39%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Tô Đình Hiền Viên, Chuyên viên phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 5 413 5479
Customer Service: 1900 25 23 58
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472
Call Center: (84-28) 5 413 5488
Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Bến Thành, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ,
Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn Hòa,
Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Yên Hòa, Hà
Nội
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng, Hải
Phòng
Phone: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801