

Vài nét về doanh nghiệp

HDG tiền thân là công ty xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng, được cổ phần hóa vào năm 2004 và được niêm yết trên HOSE vào năm 2010. Hiện tại, HDG đang hoạt động chính trong các lĩnh vực: Bất động sản và sản xuất điện (bao gồm: thủy điện, điện mặt trời và điện gió).

Khuyến nghị

MUA*

Giá mục tiêu	33.608 VND
Upside	22,65%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản, Điện
Thị giá (06/02/2025)	27.400
Biến động 1 năm	22.549 – 32.400
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	4,07
Vốn hóa (Tỷ đồng)	8980
P/E TTM	13,04
P/B TTM	1,55

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Văn Trang
pvtrang@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184
<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>
 Bloomberg: VCBS <GO>

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>
 Bloomberg: VCBS <GO>

MỞ BÁN CHARM VILLAS TRONG NĂM 2025

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HDG trong năm 2025 đạt lần lượt là **3.998 tỷ đồng (+47% yoy)** và **1.046 tỷ đồng (+81% yoy)**, tương ứng với EPS là **3.113 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh trong năm 2025 của HDG sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, động lực chính đến từ việc mở bán Hado Charm Villas và sản lượng thủy điện hồi phục. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** theo [Báo cáo cập nhật ngày 04.12.2024](#) với mức giá hợp lý là **33.608 VND/cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng BĐS: Charm Villas đem lại dòng tiền tích cực trong năm 2025.

VCBS kỳ vọng HDG sẽ tiến hành mở bán phần còn lại của dự án Hado Charm Villas (bao gồm 108 căn) ngay trong năm 2025 với mức giá bán đạt khoảng 145 – 160 triệu đồng/ m². Do toàn bộ sản phẩm đã được xây dựng hoàn thiện, chúng tôi kỳ vọng đợt mở bán cuối này sẽ đem lại cho HDG khoảng 1.969 tỷ đồng doanh thu - ghi nhận chủ yếu trong năm 2025.

Mảng thủy điện: Sản lượng điện ghi nhận sự hồi phục tích cực

Kỳ vọng xu hướng tăng của sản lượng thủy điện sẽ được duy trì trong năm 2025 và giá bán điện trung bình của HDG cũng kỳ vọng tăng trong năm 2025 do EVN có thể điều chỉnh giảm tỷ lệ alpha đối với các nhà máy thủy điện từ mức 98% về mức 90 - 95%.

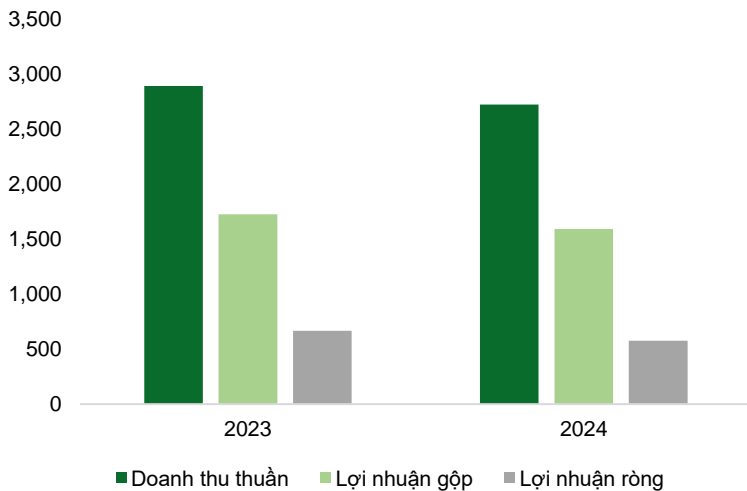
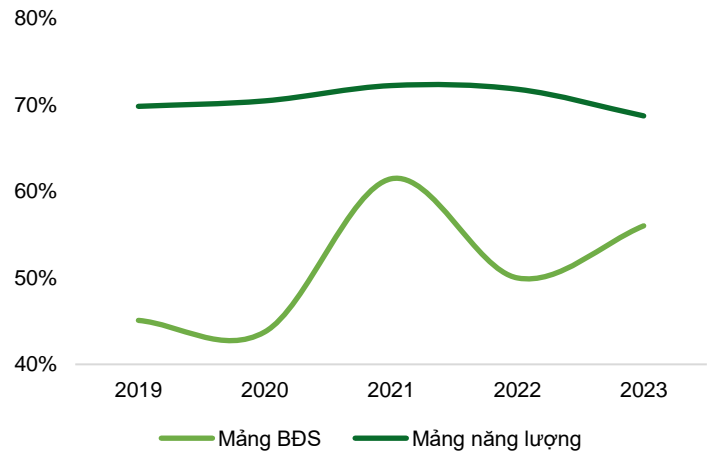
Mảng điện mặt trời còn nhiều khó khăn, HDG tập trung khai thác tiềm năng mảng điện gió

Với mảng điện gió, HDG đang xem xét việc mở rộng mạnh công suất trong giai đoạn từ 2025-2030 thông qua 7 dự án mới, 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.

	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu	3.581	2.889	2.719	3.998
+/- yoy (%)	-5%	-19%	-6%	47%
Lợi nhuận thuần	1.362	866	576	1.046
TS LN gộp (%)	62%	60%	58%	63%
TS LN thuần (%)	38%	30%	21%	26%
EPS - TTM (đồng)	3.605	2.175	1.715	3.113

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024

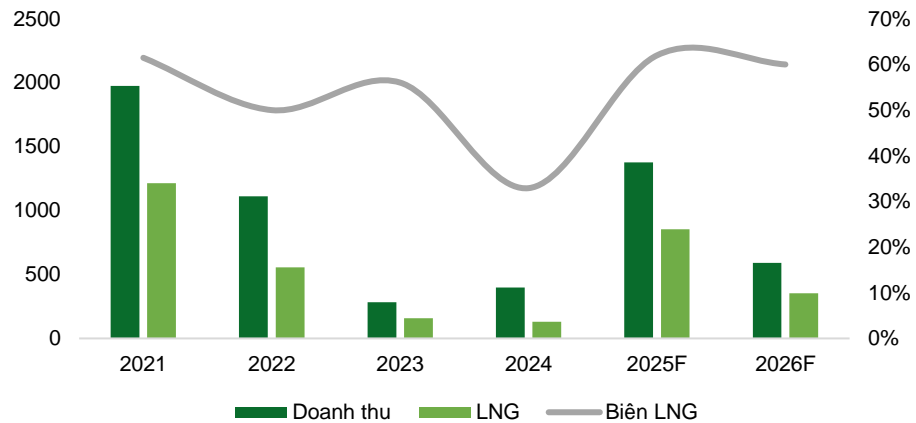
Đơn vị: Tỷ VND	2023	2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	2.889	2.719	-5,8%	HDG ghi nhận khoản giảm trừ doanh thu đạt 57 tỷ từ việc thu hồi một số sản phẩm tại Charm Villas. Doanh thu mảng điện trong Q4 hồi phục đáng kể, đạt 685 tỷ đồng (+54% QoQ/ +6% YoY) nhờ lượng nước cải thiện tại các nhà máy khu vực miền Trung.
Lợi nhuận gộp	1.723	1.589	-7,7%	Cơ cấu doanh thu không có nhiều sự biến động, biên lợi nhuận gộp đạt 58%, đi ngang so với cùng kỳ.
Doanh thu từ HĐTC	40	57	42,5%	Lãi tiền gửi đạt 50 tỷ đồng (+348 % YoY) nhờ HDG gia tăng khoản đầu tư vào trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi.
Chi phí tài chính	569	367	-35,5%	Lãi vay đạt 348 tỷ đồng (-29% YoY) do HDG giảm dư nợ tại mảng năng lượng. Khoản vay ngân hàng tại cuối Q4/2024 giảm 12%, đạt 4.203 tỷ đồng.
LNST	866	753	-13,1%	Biên lợi nhuận sau thuế đạt 28%, giảm nhẹ so với cùng kỳ (30%) do chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh, đạt 353 tỷ đồng (+62% YoY).

KQKD của HDG (đv: tỷ đồng)

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp mảng năng lượng và BĐS của HDG


Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP
Mảng BĐS: Charm Villas đem lại dòng tiền tích cực trong năm 2025

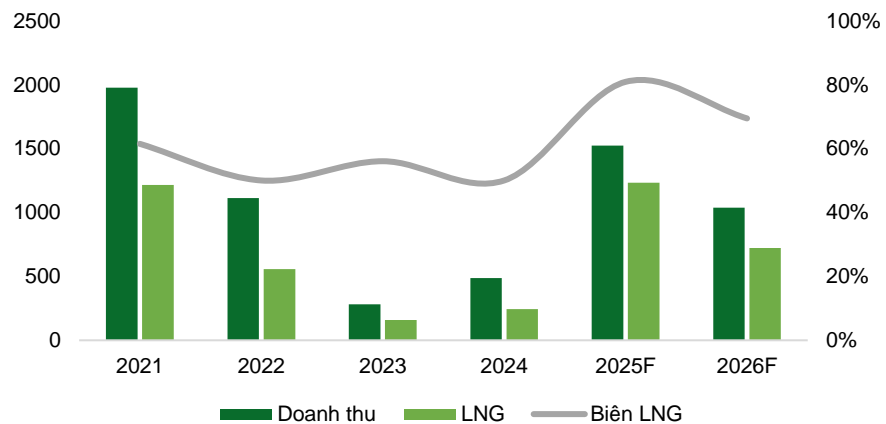
Tận dụng sự phục hồi của thị trường bất động sản, cùng với mặt bằng giá bán khu vực Tây Hà Nội được hỗ trợ tích cực bởi các dự án có quy hoạch bài bản như Vinhomes Đan Phượng, An Lạc Symphony, VCBS kỳ vọng HDG sẽ tiến hành mở bán phần còn lại của dự án Hado Charm Villas (bao gồm 108 căn) ngay trong năm 2025 với mức giá bán đạt khoảng 145 – 160 triệu đồng/ m2. Do toàn bộ sản phẩm đã được xây dựng hoàn thiện, chúng tôi kỳ vọng đợt mở bán cuối này sẽ đem lại cho HDG khoảng 1.969 tỷ đồng doanh thu - ghi nhận chủ yếu trong năm 2025.

KQKD Hado Charm Villas


Nguồn: HDG, VCBS

Ngoài Charm Villas, Green Lane và Minh Long (TP.HCM) là hai dự án gối đầu đóng góp dòng tiền quan trọng cho mảng BĐS của doanh nghiệp trong giai đoạn 2026-2027. Trong bối cảnh Nghị quyết thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất được thông qua, kỳ vọng vướng mắc pháp lý về chuyển mục đích sử dụng đất tại hai dự án cơ bản sẽ được tháo gỡ ngay trong năm 2025.

Với sản phẩm chủ yếu là chung cư phân khúc trung cấp và vị trí nằm tại trung tâm TP.HCM, chúng tôi đánh giá khả năng hấp thụ của hai dự án sẽ tương đối tốt và kỳ vọng hai dự án có thể bắt đầu đóng góp vào dòng tiền doanh nghiệp từ năm 2026.

Doanh thu và LNG mảng BĐS


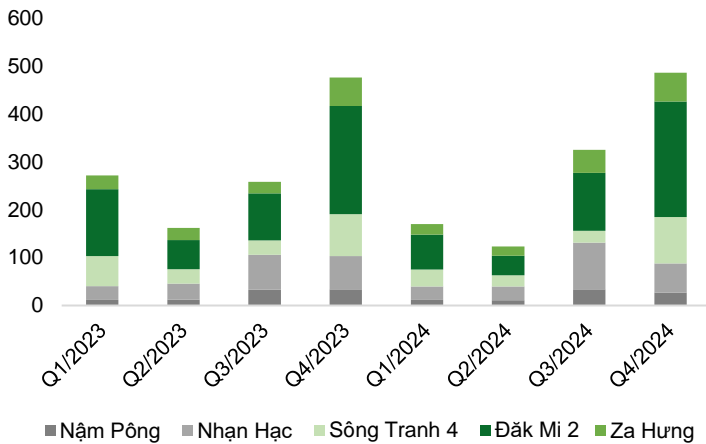
Nguồn: HDG, VCBS

Mảng thủy điện: Sản lượng điện ghi nhận sự hồi phục tích cực

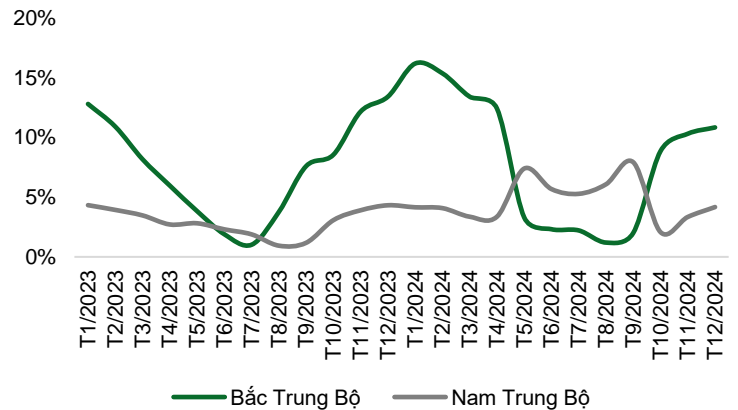
Sản lượng thủy điện cho thấy tín hiệu đảo chiều từ Q2/2024 và ghi nhận sự hồi phục rõ rệt trong Q4/2024, với tổng sản lượng đạt 486 kWh, tương đương so với cùng kỳ.

Kỳ vọng xu hướng tăng của sản lượng thủy điện sẽ được duy trì trong năm 2025 khi mực nước khu vực miền Trung (nơi tập trung 75% sản lượng thủy điện của HDG) dự báo ghi nhận mức tăng mạnh nhất về lượng mưa trong năm 2025 - cao hơn trung bình nhiều năm khoảng 20% nhờ ảnh hưởng của trạng thái thời tiết La Nina.

Sản lượng thủy điện HDG
Đơn vị: triệu kWh



Mức nước thượng lưu so với mức nước chết tại các hồ chứa khu vực Bắc Trung Bộ và Nam Trung Bộ



Nguồn: HDG, EVN

Bên cạnh đó, giá bán điện trung bình của HDG cũng kỳ vọng tăng trong năm 2025 do EVN có thể điều chỉnh giảm tỷ lệ alpha đối với các nhà máy thủy điện từ mức 98% về mức 90 - 95% nhờ tình hình tài chính của EVN đã được cải thiện nhất định thông qua việc tăng tần suất điều chỉnh giá bán điện. Việc điều chỉnh tỷ lệ alpha sẽ tác động tích cực đến 3 nhà máy lớn (đóng góp 80% tổng công suất thủy điện của HDG) bao gồm: Dakmi 2, Sông Tranh 4, Nhạn Hạc.

Trong dài hạn, mảng thủy điện vẫn là động lực đóng góp dòng tiền quan trọng cho doanh nghiệp xét đến: (1) Việc mở rộng công suất thông qua hai nhà máy mới: Sơn Linh (15 MW) và thủy điện Sơn Nham (9 MW), (2) Xu hướng tăng giá bán điện trên thị trường cạnh tranh qua các năm.

Mảng điện mặt trời còn nhiều khó khăn, HDG tập trung khai thác tiềm năng mảng điện gió

Trong tháng 12.2024, Bộ Công Thương đã chính thức công bố danh sách các dự án năng lượng tái tạo sai phạm và phương án giải quyết, trong đó có dự án Hồng Phong 4 (của HDG) không đủ điều kiện áp dụng giá FIT do xây dựng trong khu vực dự trữ titanium quốc gia. Theo đó, giá bán điện dự kiến trong thời gian tới sẽ được điều chỉnh về mức giá chuyển tiếp (giảm 50% so với mức giá FIT), tương ứng mức tổng doanh thu chênh lệch dự kiến hồi tố khoảng 300 tỷ đồng và sẽ ghi nhận dần trong các quý tiếp theo. VCBS đánh giá mức độ ảnh hưởng trên tổng thể hoạt động kinh doanh là không quá đáng kể do dự án chỉ đóng góp tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu tổng doanh thu của doanh nghiệp (khoảng 7%).

Với mảng điện gió, HDG đang xem xét việc mở rộng mạnh công suất trong giai đoạn từ 2025-2030 thông qua 7 dự án mới, 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.

Dự án điện gió trong kế hoạch 2025-2030

Dự án	Vị trí	Sản lượng dự kiến/năm (kWh)	CS (MW)

7A mở rộng (7A GD 2)	Ninh Thuận	63	21
Ea H'leo 1&2	Dak Lak	153	57
Phước Hữu	Ninh Thuận	141	50
Sóc Trăng 13	Sóc Trăng	97	40
Hado Quảng Trị	Quảng Trị	107	30
V3	Ninh Thuận	800	250
An Phong	Ninh Thuận	938	300
Bình Gia	Lạng Sơn	N/A	80

Nguồn: VCBS tổng hợp

Mảng năng lượng tái tạo mặc dù hiện tại còn nhiều khó khăn, tuy nhiên mang nhiều tiềm năng trong dài hạn khi: (1) Là nguồn cung cấp điện quan trọng trong bối cảnh công suất hạn chế từ thủy điện, (2) Chính phủ đang thể hiện những động thái quyết liệt hơn trong việc đưa ra các phương án chỉ đạo gỡ khó cho các dự án điện năng lượng tái tạo.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HDG năm 2025 đạt lần lượt là **3.998 tỷ đồng (+47% yoy)** và **1.046 tỷ đồng (+81% yoy)**, tương ứng với **EPS là 3.113 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu HDG dựa trên một số phương pháp:

Định giá từng phần

Mảng kinh doanh	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Bất động sản	2.986
Năng lượng & Khác	11.508
Nợ vay ròng	2.769
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.312
Giá trị VCSH ròng hợp lý	10.418
Số cổ phiếu (triệu)	336
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	30.975

Định giá tương đối

	P/B
KDH	2,01
CEO	1,36

AGG	0,84
DIG	1,66
TAL	1,59
Trung vị	1,59
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	22.793
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	36.241

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu HDG là **33.608 đồng/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá từng phần	30.975
Phương pháp định giá tương đối	36.241
Kết hợp 2 phương pháp	33.608

ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HDG trong năm 2025 đạt lần lượt là **3.998 tỷ đồng (+47% yoy)** và **1.046 tỷ đồng (+81% yoy)**, tương ứng với **EPS là 3.113 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh trong năm 2025 của HDG sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, động lực chính đến từ việc mở bán Hado Charm Villas và sản lượng thủy điện hồi phục. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** theo [Báo cáo cập nhật ngày 04.12.2024](#) với mức giá hợp lý là **33.608 VNĐ/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Vân Trang

Chuyên viên Phân tích

pvtrang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>