

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

33.773

Upside

28,90%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản, Điện
Thị giá (26/05/2025)	26.200
Biến động 1 năm	19.700 – 32.400
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3.838.731
Vốn hóa (Tỷ đồng)	8.778
P/E TTM	16,63
P/B TTM	1,17

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>

CHARM VILLAS – ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2025

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HDG trong năm 2025 đạt lần lượt là **3.209 tỷ đồng (+18% yoy)** và **1.093 tỷ đồng (+144% yoy)**, tương ứng với **EPS là 2.533 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi đánh giá KQKD năm 2025 của HDG sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực xét đến: (1) Charm Villas dự kiến mở bán giai đoạn 3 trong Q2, (2) Hoàn thành việc trích lập dự phòng cho nhà máy Hồng Phong 4. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mức giá hợp lý là **33.773 VNĐ/ cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Charm Villas – động lực tăng trưởng trong năm 2025

HDG dự kiến sẽ mở bán 30 căn trong quỹ 175 căn còn lại trong quý 2/ 2025. VCBS đánh giá đợt mở bán tiếp theo của Charm Villas sẽ thu được kết quả tích cực về doanh số bán hàng và hưởng lợi mặt bằng giá bán mới đã được thiết lập bởi Vinhomes Đan Phượng.

Pháp lý tại các dự án gói đầu đã dần được tháo gỡ

Sau khi Hà Nội công bố danh sách các dự án đủ điều kiện tháo gỡ, chúng tôi kỳ vọng TP. Hồ Chí Minh cũng sẽ sớm đưa ra danh sách chính thức trong năm 2025, theo đó, tháo gỡ vướng mắc cho dự án Hado Minh Long và Hado Green Lane (theo [Báo cáo đánh giá – Thí điểm thực hiện dự án NOTM](#) của chúng tôi).

Mảng năng lượng: Áp lực trích lập giảm bớt trong năm 2025

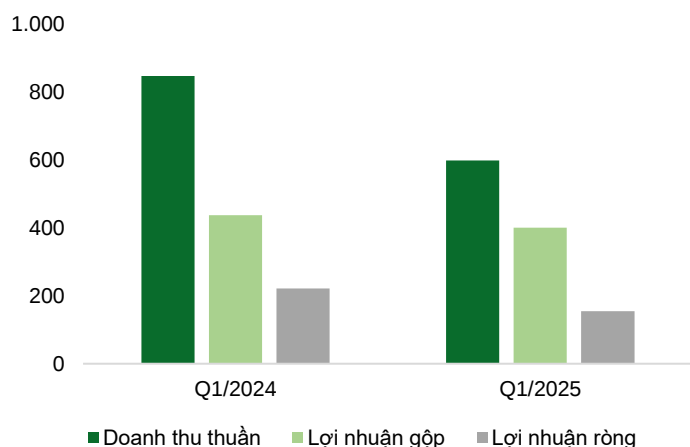
Sản lượng thủy điện vẫn sẽ ghi nhận mức tăng trưởng nhất định trong 6 tháng đầu năm 2025 nhờ mức nền thấp trong cùng kỳ. Đối với các dự án điện mặt trời: HDG đã hoàn tất việc trích lập cho nhà máy Hồng Phong 4. Đối với dự án nhà máy điện mặt trời Infra SP1, đến nay cơ quan nhà nước có thẩm quyền vẫn chưa ban hành văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu công trình xây dựng của chủ đầu tư, dẫn đến rủi ro phải thực hiện trích lập dự phòng trong thời gian tới.

	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	3.581	2.889	2.719	3.209	4.488
+/- yoy (%)	-5%	-19%	-6%	18%	40%
LNST	1.362	866	447	1093	1.768
TS LN góp (%)	62%	60%	58%	66%	65%
TS LNST (%)	38%	30%	16%	34%	39%
EPS - TTM (đồng)	3.605	2.175	1.715	2.533	4.098

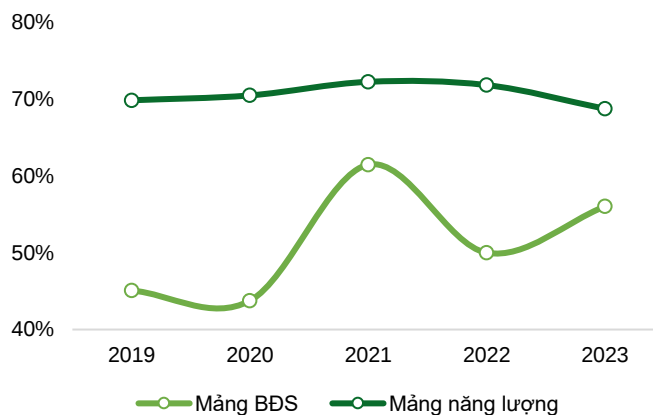
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1/2025

Đơn vị: Tỷ VND	Q1/2024	Q1/2025	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	848	599	-29%	Doanh thu thuần giảm 29% svck do Q1/2025 HDG không ghi nhận doanh thu từ bán giao BDS. Mảng thủy điện tiếp tục là nguồn đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu.
Bất động sản	315	0	-100%	
Thủy điện	414	503	21%	
Cung cấp dịch vụ và cho thuê BDS đầu tư	80	79	-1%	Sản lượng Q1/2025 ghi nhận sự cải thiện tích cực hơn so với cùng kỳ nhờ hiện tượng thời tiết La Nina, đạt 235 triệu KWh (+38% yoy). Trong đó, dự án Dakmi đóng góp phần lớn trong mức tăng trưởng sản lượng.
Lợi nhuận gộp	438	401	-8%	Biên lợi nhuận gộp đạt 68% (tăng so với mức 52% cùng kỳ) nhờ biên lợi nhuận gộp mảng thủy điện cải thiện khi sản lượng phát tăng, trong khi chi phí vận hành là ổn định.
Doanh thu từ HĐTC	13	14	8%	Doanh thu hoạt động tài chính đi ngang so với cùng kỳ, chủ yếu là lãi tiền gửi, tiền cho vay (đạt 10 tỷ đồng).
Chi phí tài chính	96	108	13%	Chi phí lãi vay vẫn chiếm tỷ trọng chính, đạt 75 tỷ đồng. Ngoài ra, Q1/2025 phát sinh thêm khoản chi phí tài chính khác đạt 32 tỷ đồng, tăng mạnh so với cùng kỳ.
Chi phí bán hàng & quản lý	34	56	65%	Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh 69,1%, đạt 55,1 tỷ đồng. Ngược lại, chi phí bán hàng lại được tiết giảm do không ghi nhận hoạt động bán giao BDS.
LNST	264	207	-22%	Biên lợi nhuận sau thuế đạt 35%, cao hơn cùng kỳ nhờ mảng điện đóng góp tỷ trọng cao.

Hình 1: KQKD của HDG (đv: tỷ đồng)



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



Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

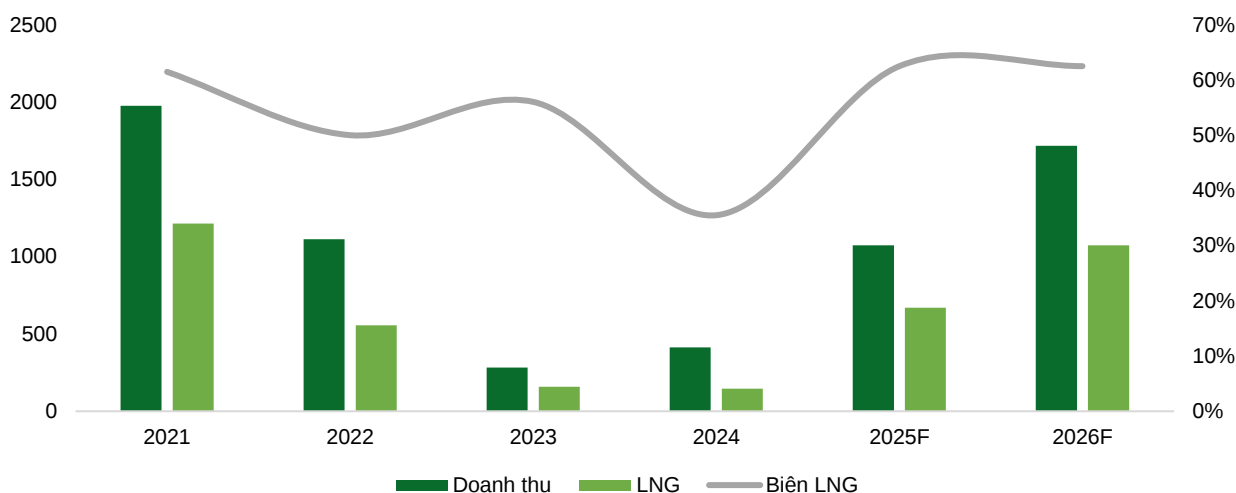
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Charm Villas – động lực tăng trưởng trong năm 2025

HDG dự kiến sẽ mở bán 30 căn trong quý 1/25 và 175 căn còn lại trong quý 2/2025. Thị trường bất động sản phía Tây Hà Nội đã ghi nhận sự sôi động trở lại sau đợt mở bán đầu tiên của dự án Vinhomes Đan Phượng với mức độ quan tâm và tỷ lệ hấp thụ tốt. Do đó, VCBS đánh giá đợt mở bán tiếp theo của Charm Villas sẽ thu được kết quả tích cực về doanh số bán hàng và hưởng lợi mặt bằng giá bán mới đã được thiết lập bởi Vinhomes Đan Phượng.

Giá bán trung bình ước tính rơi vào khoảng 130-150 triệu đồng/m². Các sản phẩm còn lại sẽ được chia thành nhiều đợt bán, ghi nhận doanh thu dần trong giai đoạn 2025-2027, là nguồn đóng góp dòng tiền chính cho doanh nghiệp trong khi chờ tháo gỡ pháp lý tại các dự án còn lại.

KQKD Hado Charm Villas



Nguồn: HDG, VCBS

Pháp lý tại các dự án gói đầu đã dần được tháo gỡ

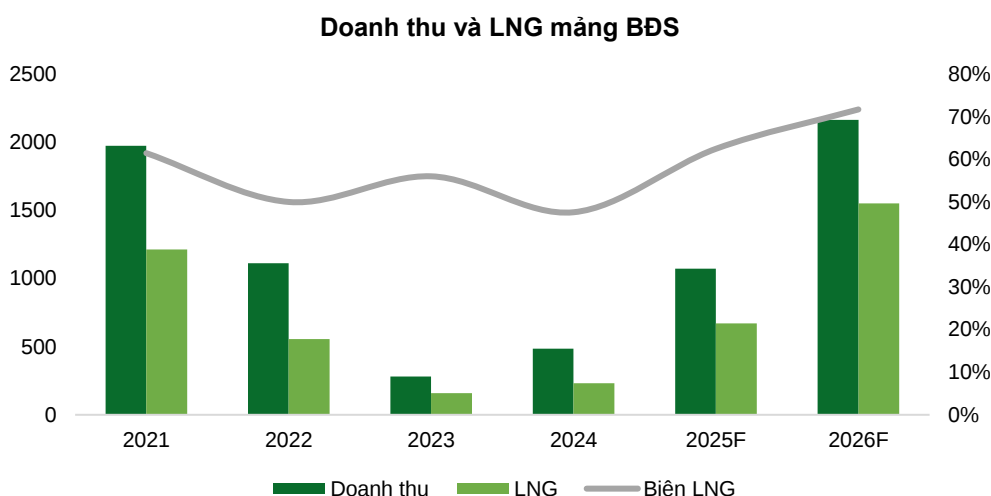
Dự án	Diện tích	CĐT	Vị trí	Sản phẩm	Tiến độ
Hado Minh Long	2,7 ha	Tập đoàn HDG	Thủ Đức, TP.HCM	Chung cư & nhà liền kề	Đã giải phóng mặt bằng, đang điều chỉnh quy hoạch 1/500 và đợi phê duyệt chuyển đổi mục đích sử dụng đất.
Hado Green Lane	2,3 ha	Tập đoàn HDG	Quận 8, Tp.HCM	Chung cư	Đã giải phóng mặt bằng, đang điều chỉnh quy hoạch 1/500 và đợi phê duyệt chuyển đổi mục đích sử dụng đất.
62 Phan Đình Giót	2,2 ha	CTCP Thiết bị giáo dục 1	Thanh Xuân, Hà Nội	Chung cư & Văn phòng cho thuê	Đã phê duyệt chuyển mục đích sử dụng đất thông qua thí điểm

Nguồn: HDG, VCBS

Ngày 30/04/2025, UBND Thành phố Hà Nội đã phê duyệt thông qua Danh mục khu đất dự kiến thực hiện dự án thí điểm phát triển NOTM trên địa bàn thành phố Hà Nội. Dự án Phan Đình Giót của CTCP Thiết bị giáo dục 1 – thành viên của Tập đoàn Hà Đô cũng có tên trong danh sách này. Đây là dự án có quy mô 2,24 ha, tổng mức đầu tư dự kiến 4.500 tỷ đồng. VCBS đánh giá dự án sẽ cần thêm thời gian dài để triển khai công tác GPMB và hạ tầng trước khi đủ điều kiện đưa vào kinh doanh.

Sau khi Hà Nội công bố danh sách các dự án đủ điều kiện tháo gỡ, chúng tôi kỳ vọng TP. Hồ Chí Minh cũng sẽ sớm đưa ra danh sách chính thức trong năm 2025, theo đó, tháo gỡ vướng mắc cho dự án Hado Minh Long và Hado Green Lane (theo [Báo cáo đánh giá – Thí điểm thực hiện dự án NOTM](#) của chúng tôi).

Đây là hai dự án nằm tại khu vực trung tâm TP.HCM, nơi quỹ đất đang cực kỳ hạn chế. Bên cạnh đó, chỉ tiêu dân số tại TP. Thủ Đức được bổ sung thêm 2 triệu dân, tạo điều kiện cho việc cấp phép dự án. Với mật độ dân số cao trong bối cảnh nguồn cung hạn chế, 2 dự án trên dự báo sẽ ghi nhận doanh số tích cực khi mở bán, qua đó là nguồn đem lại dòng tiền quan trọng cho giai đoạn từ năm 2026 trở đi (khi Charm Villas đã dần hoàn thành bàn giao).



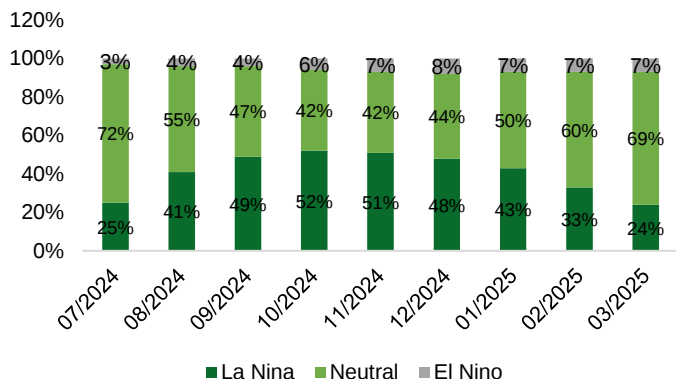
Nguồn: HDG, VCBS

Màng năng lượng: Áp lực trích lập giảm bớt trong năm 2025

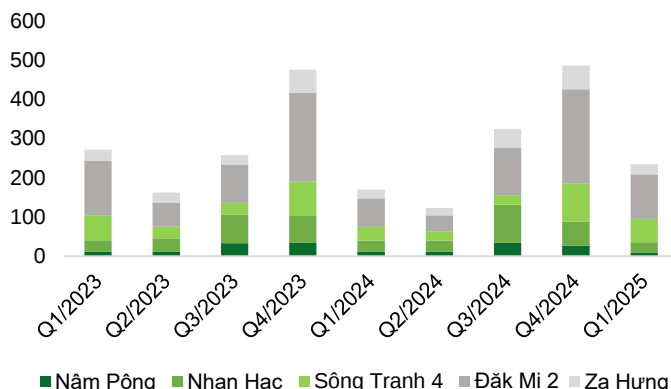
Theo Trung tâm khí tượng thủy văn quốc gia, dự báo tổng lượng mưa tại khu vực Trung Trung Bộ dự kiến cao hơn 5-15% mức trung bình nhiều năm. Khu vực này tập trung phần lớn nhà máy của HDG, chiếm 75% tổng công suất, tạo cơ sở cho kỳ vọng tăng sản lượng trong năm 2025.

Mặc dù pha trung tính sẽ chiếm ưu thế chủ đạo trong năm 2025, tuy nhiên chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện vẫn sẽ ghi nhận mức tăng trưởng nhất định trong 6 tháng đầu năm 2025 nhờ mức nền thấp trong cùng kỳ.

Tình hình thời tiết



Sản lượng thủy điện theo quý
Đơn vị: triệu kWh



Nguồn: IRI, HDG, VCBS

Đối với các dự án điện mặt trời: Rủi ro liên quan đến trích lập dự phòng cho dự án Hồng Phong 4 hiện không còn do doanh nghiệp đã hoàn tất việc trích lập. Đối với dự án nhà máy điện mặt trời Infra SP1, dự án này đã nằm trong danh sách 173 nhà máy được công nhận ngày vận hành thương mại (COD) và đang được áp dụng mức giá bán điện theo cơ chế khuyến khích (FIT) dành cho các dự án điện mặt trời. Tuy nhiên, đến nay cơ quan nhà nước có thẩm quyền vẫn chưa ban hành văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu công trình xây dựng của chủ đầu tư. Điều này dẫn đến khả năng giá bán điện hiện tại có thể bị điều chỉnh, kéo theo rủi ro phải thực hiện trích lập dự phòng trong thời gian tới.

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 GĐ 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

Về dài hạn, Tập đoàn tiếp tục định hướng mở rộng công suất thông qua việc phát triển các dự án điện gió. Hiện các dự án này vẫn đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý. BLĐ công ty cho biết thời gian thực hiện hồ sơ pháp lý cho các dự án năng lượng tái tạo hiện nay kéo dài hơn đáng kể so với giai đoạn trước do các quy trình thẩm định khắt khe hơn. Tuy nhiên, giá bán điện kỳ vọng sẽ cải thiện trong tương lai do Bộ Công Thương đã đề xuất mức giá áp dụng cho các dự án mới, cao hơn so với mức giá chuyển tiếp hiện hành.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HDG năm 2025 đạt lần lượt là **3.209 tỷ đồng (+18% yoy)** và **1.093 tỷ đồng (+144% yoy)**, tương ứng với **EPS là 2.533 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	3.395
Năng lượng & Khác	11.169
Nợ vay ròng	2.969
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.312
Giá trị VCSH ròng hợp lý	10.283
Số cổ phiếu (triệu)	336
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	30.573

Định giá tương đối

	P/B
KDH	1,62
TAL	1,87
AGG	0,81
DXG	1,18
HLD	1,62
Trung vị	1,62
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	22.823
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	36.973

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	30.573

Phương pháp định giá tương đối	36.973
--------------------------------	--------

Kết hợp 2 phương pháp	33.773
-----------------------	--------

ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HDG trong năm 2025 đạt lần lượt là **3.209 tỷ đồng (+18% yoy)** và **1.093 tỷ đồng (+144% yoy)**, tương ứng với **EPS là 2.533 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi đánh giá KQKD năm 2025 của HDG sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực xét đến: (1) Charm Villas dự kiến mở bán giai đoạn 3 trong Q2, (2) Hoàn thành việc trích lập dự phòng cho nhà máy Hồng Phong 4. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mức giá hợp lý là **33.773 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 Văn 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>