

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	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	30.144 VND

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản, Điện
Thị giá (16/09/2024)	27.550
Biến động 1 năm	21.968 – 32.400
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3,423
Vốn hóa (Tỷ đồng)	9.316
P/E TTM	14,68
P/B TTM	1,60

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
HDG	0%	-8%	-1%
VNindex	3%	1%	5%

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>

CHỜ ĐỢI SỰ HỒI PHỤC MẠNH MẼ TẠI NĂM 2025

KQKD của HDG kỳ vọng sẽ thể hiện sự hồi phục rõ ràng hơn trong năm 2025, khi: (1) DA Charm Villas mở bán đợt mới, (2) Doanh thu phát điện tăng trưởng mạnh nhờ La Nina. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HDG trong năm 2024 đạt lần lượt là **2.699 tỷ đồng (-2% yoy)** và **631 tỷ đồng (-5% yoy)**, tương đương mức EPS đạt **2.064 đồng/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu HDG với mức định giá hợp lý là **30.144 đồng/ cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng BĐS: Dự án Hado Charm Villas dự kiến mở bán đợt mới trong năm 2025

Chúng tôi ước tính 108 sản phẩm còn lại tại Charm Villas sẽ mang về cho HDG 2.150 tỷ đồng doanh thu, ghi nhận chủ yếu trong năm 2025. Sau khi hoàn tất bàn giao Charm Villas, tiềm năng trong dài hạn sẽ nằm việc tháo gỡ pháp lý cho dự án Green Lane và Minh Long, đồng thời là việc mở rộng sang lĩnh vực BĐS khu công nghiệp.

Mảng thủy điện: Kỳ vọng sự hồi phục nhờ chu kỳ La Nina mới

Sự phục hồi trong sản lượng thủy điện dự kiến sẽ thể hiện rõ ràng hơn vào năm 2025 - khi trạng thái thời tiết chuyển sang pha La Nina với đặc điểm mưa nhiều. Chúng tôi đánh giá mảng điện của HDG còn tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn nhờ: (1) Sự gia tăng công suất thông qua đóng góp từ hai nhà máy thủy điện mới, (2) Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh tăng trưởng trong dài hạn.

Tiềm năng dài hạn của mảng điện gió và điện mặt trời

Tiềm năng trong dài hạn từ các dự án ĐMT và điện gió là rất lớn trong bối cảnh công suất hạn chế từ thủy điện và Việt Nam vẫn đang tích cực hỗ trợ quá trình phát triển các dự án năng lượng tái tạo (NLTT). Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng sẽ cần thêm thời gian để KQKD mảng NLTT ghi nhận xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ mới.

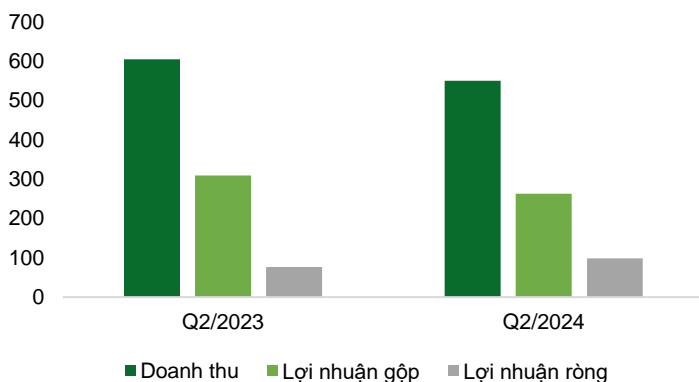
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3.581	2.889	2.821	5.405
+/- yoy (%)	-5%	-19%	-2%	92%
Lợi nhuận sau thuế	1.362	866	822	1.862
TS LN gộp (%)	62%	60%	58%	59%
TS LNST (%)	38%	30%	29%	34%
EPS - TTM (đồng)	3.605	2.175	2.064	5.536

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 6T.2024

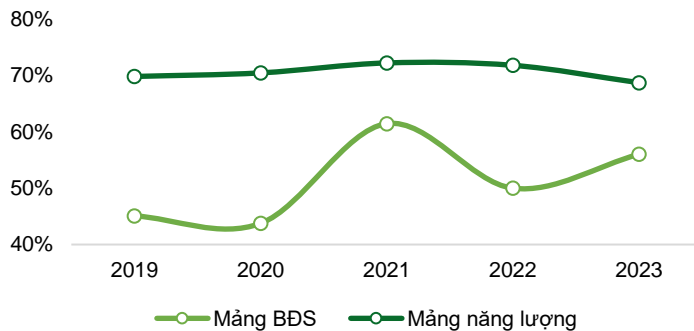
Tóm tắt biến động kinh doanh 6T.2024

Đơn vị: Tỷ VND	6T.2023	6T.2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	1.560	1.397	-10%	Doanh thu ghi nhận sự suy giảm do: <ul style="list-style-type: none"> HDG hoãn lại việc mở bán đợt 3 dự án Hado Charm Villas, do đó doanh thu BĐS 6T.2024 sụt giảm còn 398 tỷ. Sản lượng thủy điện chưa phục hồi do hiện tại thời tiết đang ở pha trung tính, chưa chính thức bước sang chu kỳ La Nina mới.
Lợi nhuận gộp	885	700	-21%	Biên lợi nhuận gộp mảng điện thu hẹp do giá bán điện trung bình của hai nhà máy Dakmi 2 và Sông Tranh 4 chịu ảnh hưởng tiêu cực do EVN tăng tỷ lệ Qc cho thủy điện từ 90% lên 98%.
Doanh thu từ HĐTC	16	21	13%	
Chi phí tài chính	289	201	-30%	
Lợi nhuận từ HĐKD	505	433	-14%	Chi phí tài chính được tiết giảm đáng kể nhờ HDG đã tích cực giảm quy mô nợ vay trong giai đoạn trước, mở rộng biên lợi nhuận ròng.
LNST	434	363	-16%	

Hình 1: KQKD của HDG (đv: tỷ đồng)



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



Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

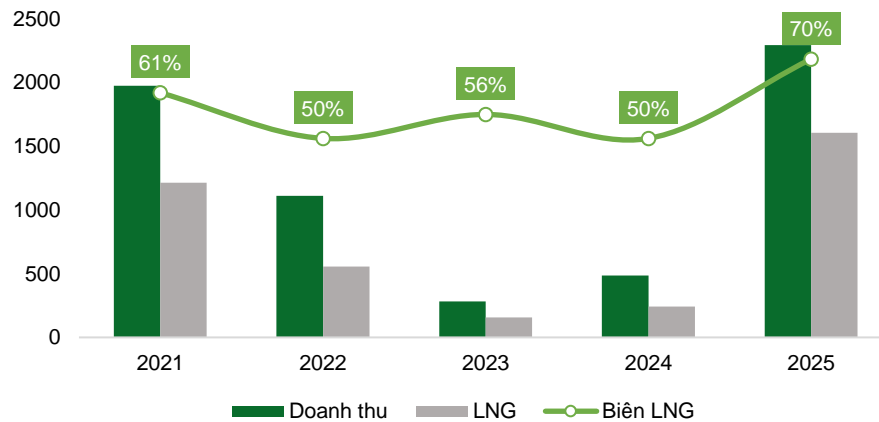
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Mảng BĐS: Dự án Hado Charm Villas dự kiến mở bán đợt mới trong năm 2025

Trong 2 quý cuối năm 2024, VCBS đánh giá KQKD mảng bất động sản của HDG vẫn ở mức tương đối hạn chế do thiếu nguồn sản phẩm sẵn sàng bàn giao tại các dự án hiện hữu. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng tăng trưởng tích cực hơn trong năm 2025, khi dự án trọng điểm Hado Charm Villas dự kiến mở bán đợt 3 (gồm 108 căn còn lại), xét đến:

- Hưởng lợi tích cực về giá bán khi thị trường BĐS đang có dấu hiệu phục hồi rõ ràng từ đầu năm 2024.
- Thời gian ghi nhận doanh thu cho 108 sản phẩm còn lại sẽ được rút ngắn do các căn đã được hoàn thiện tương đối và đang sẵn sàng để bán.

Doanh thu và LNG mảng BĐS



Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

Chúng tôi ước tính 108 sản phẩm còn lại tại Charm Villas sẽ mang về cho HDG 2.150 tỷ đồng doanh thu, ghi nhận chủ yếu trong năm 2025. Sau khi hoàn tất bàn giao Charm Villas, tiềm năng trong dài hạn sẽ nằm việc tháo gỡ pháp lý cho dự án Green Lane và Minh Long (TP.HCM), đồng thời là việc mở rộng sang lĩnh vực BĐS khu công nghiệp:

- **Dự án Green Lane và Minh Long:** Vướng mắc về việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất kì vọng được tháo gỡ nhờ việc triển khai Đề án Thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại trên đất khác. Tuy nhiên, sẽ cần một khoảng thời gian tương đối để đưa các quy định pháp lý mới vào thực tiễn và hoàn thiện hồ sơ pháp lý của dự án. VCBS kỳ vọng Hà Đô có thể mở bán 2 dự án trong giai đoạn 2026 - 2027.
- **BĐS khu công nghiệp:** HDG đã bắt đầu khảo sát các khu vực công nghiệp tiềm năng từ năm 2023 và được phê duyệt nghiên cứu quy hoạch tại huyện Ân Thi (tỉnh Hưng Yên, 450 ha) và huyện Bến Lức (tỉnh Long An, 265 ha). Đầu năm 2024, công ty đã trình Sở Công Thương Ninh Thuận đề xuất chấp thuận đầu tư vào cụm công nghiệp Phước Nam 1 và Phước Nam 2 (mỗi cụm khoảng 50 ha). Tuy nhiên, các dự án BĐS KCN chỉ mới dừng tại giai đoạn nghiên cứu và sẽ cần thêm vài năm để bắt đầu đóng góp đến KQKD của doanh nghiệp.

Bảng 1: Danh sách các dự án của HDG trong giai đoạn 2025-2030

Dự án	Diện tích	Vị trí	Sản phẩm	Tiến độ
BDS dân cư				
Linh Trung	2,7 ha	Thủ Đức, Tp.HCM	3 tòa chung cư và 100 căn liền kề	Đã GPMB, vướng mắc chuyển đổi mục đích sử dụng đất
Hado Green Lane	2,3 ha	Quận 8, Tp.HCM	3 tòa chung cư bao gồm 1.231 căn hộ	Đã GPMB, vướng mắc chuyển đổi mục đích sử dụng đất
HH Dịch Vọng	9.861 m2	Cầu Giấy, HN	Tòa 47 tầng gồm văn phòng + khách sạn + chung cư	Đang điều chỉnh lại quy hoạch dự án.
CC3 Dịch Vọng	4.506 m2	Cầu Giấy, HN	Tòa trung tâm thương mại	Đất sạch, đang điều chỉnh pháp lý dự án
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	Đất sạch, đang điều chỉnh pháp lý dự án
Hải Phòng	8.621 m2	Hải Phòng	Chưa có kế hoạch	Đất sạch, đang sử dụng mặt bằng cho thuê
Hưng Yên	6.636 m2	Hưng Yên	Chưa có kế hoạch	Đất sạch, đang sử dụng mặt bằng cho thuê
BDS Khu công nghiệp				
Dự án	Diện tích (ha)	Vị trí	Mật độ xây dựng	Tiến độ
N/A	450	Ấn Thi, Hưng Yên	N/A	UBND tỉnh đã chấp thuận cho HDG nghiên cứu lập quy hoạch
N/A	265	Bến Lức, Long An	N/A	UBND tỉnh đã chấp thuận cho HDG nghiên cứu lập quy hoạch
CCN Phước Nam 1	50	Ninh Thuận	60%	UBND tỉnh đã chấp thuận cho HDG nghiên cứu lập quy hoạch
CCN Phước Nam 2	50	Ninh Thuận	60%	UBND tỉnh đã chấp thuận cho HDG nghiên cứu lập quy hoạch

Nguồn: VCBS tổng hợp

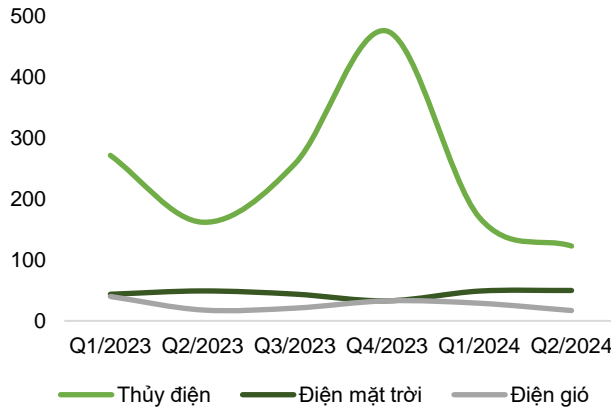
Mảng thủy điện: Kỳ vọng sự hồi phục nhờ chu kỳ La Nina mới

Sau khi chịu ảnh hưởng tiêu cực từ tác động của chu kỳ El Nino (đặc biệt từ cuối 2023), sản lượng thủy điện đã cho thấy dấu hiệu hồi phục trở lại từ giữa năm 2024. Mảng thủy điện được kỳ vọng vẫn sẽ duy trì dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp, tuy nhiên khả năng cao trong năm 2024 vẫn chưa có sự bứt tốc rõ ràng do:

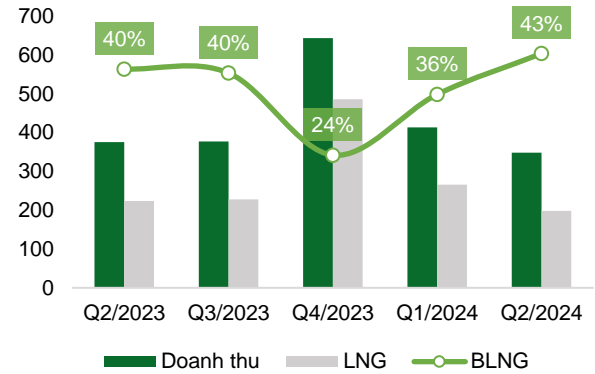
- Sản lượng cải thiện nhờ hiệu ứng La Nina dự kiến sẽ thể hiện rõ ràng vào năm 2025. Bên cạnh đó, việc mở rộng công suất từ M&A các nhà máy mới cần một thời gian để hoàn thiện pháp lý và thi công dự án.

- Giá bán thủy điện tại các nhà máy tham gia bán điện trực tiếp trên thị trường cạnh tranh (bao gồm Đakmi 2 và Sông Tranh 4) chịu ảnh hưởng tiêu cực từ việc EVN gia tăng tỷ lệ Qc từ 90% lên 98% - khiến công ty phải bán lượng điện lớn hơn với mức giá cố định theo hợp đồng (thường thấp hơn giá thị trường).

Hình 3: Sản lượng điện theo quý



Hình 4: KQKD mảng năng lượng HDG qua các quý



Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

Sự phục hồi trong sản lượng thủy điện dự kiến sẽ thể hiện rõ ràng hơn vào năm 2025 - khi trạng thái thời tiết chuyển sang pha La Nina với đặc điểm mưa nhiều. Mặc dù hiện tại sản lượng thủy điện của HDG phụ thuộc nhiều vào tình hình thời tiết do đã tạm đi qua giai đoạn gia tăng công suất mạnh nhờ các nhà máy mới, chúng tôi đánh giá mảng điện vẫn còn tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn xét đến:

- Sự gia tăng công suất thông qua đóng góp từ Hai nhà máy thủy điện mới (được HDG mua lại thành công trong năm 2023): thủy điện Sơn Linh (15 MW) và thủy điện Sơn Nham (9 MW).
- Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh còn dư địa tăng trưởng trong dài hạn nhờ nhu cầu gia tăng và nguồn cung giá rẻ hạn chế.

Tiềm năng dài hạn của mảng điện gió và điện mặt trời

HDG hiện đang gặp vướng mắc pháp lý nhất định tại hai nhà máy điện mặt trời:

- Nhà máy ĐMT Hồng Phong 4 được xây dựng trên đất dự trữ khoáng sản titan.
- Nhà máy ĐMT SP INFRA 1 nằm trong số 14 dự án được áp dụng giá FIT 1 không đúng đối tượng.

Do chưa có quyết định chính thức, hiện tại hai nhà máy ĐMT của HDG vẫn được phép bán điện cho EVN với giá FIT 9,35 cents/ KWh. VCBS đánh giá các vấn đề pháp lý trên mang đến rủi ro nhất định liên quan đến mức giá phát điện, nhưng về cơ bản sẽ không ảnh hưởng đến sản lượng phát điện tại các nhà máy.

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.

Bảng 2: 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

Tiềm năng trong dài hạn từ các dự án ĐMT và điện gió là rất lớn trong bối cảnh công suất hạn chế từ thủy điện và Việt Nam vẫn đang tích cực hỗ trợ quá trình phát triển các dự án năng lượng tái tạo (NLTT). Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng sẽ cần thêm thời gian để KQKD mảng NLTT ghi nhận xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ mới do:

- Cơ chế bán điện đối với các dự án mới chưa được xây dựng rõ ràng: Cơ chế FiT cũ đã hết hạn, trong khi việc triển khai cơ chế DPPA cần nhiều thời gian hơn để đưa vào thực tiễn.
- Các dự án NLTT mới của HDG cần 1-3 năm để hoàn thiện nốt các thủ tục pháp lý và tiến hành thi công.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro điều chỉnh giá bán từ hai nhà máy điện mặt trời

Trong trường hợp nhà máy ĐMT Hồng Phong 4 và SP INFRA 1 bị điều chỉnh giá bán điện hoặc phát sinh nghĩa vụ tài chính từ các vướng mắc pháp lý hiện tại, hiệu quả kinh doanh của các dự án trên sẽ bị ảnh hưởng đáng kể.

Tiến độ điều chỉnh quy hoạch của Minh Long và Green Lane chậm hơn dự kiến

Trong trường hợp quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất tại hai dự án cần nhiều thời gian hơn dự kiến, dòng tiền từ mảng bất động sản sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực do không có dự án gối đầu.

Ảnh hưởng từ biến động tỷ giá

HDG hiện có khoản vay ngoại tệ 26,5 triệu USD để tài trợ cho các dự án NLTT và dự kiến có thể tiếp tục gia tăng trong tương lai khi doanh nghiệp đầu tư các dự án điện gió mới. Do đó, chi phí tài chính tương đối nhạy cảm với biến động tỷ giá.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HDG năm 2024 đạt lần lượt **2.699 tỷ đồng (-2% yoy)** và **631 tỷ đồng (-5% yoy)**, tương ứng với EPS là **2.064 đồng/cổ phiếu**. Đối với năm 2025, doanh thu và lợi nhuận ròng dự kiến đạt lần lượt là **5.405 tỷ đồng (+92% yoy)** và **1.429 tỷ đồng (+26% yoy)**, tương ứng với EPS là **5.536 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	2.773
Năng lượng & Khác	11.712
Nợ vay ròng	3.286
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2.032
Giá trị VCSH ròng hợp lý	9.166
Số cổ phiếu (triệu)	336
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	27.254

**Định giá
tương đối**

	P/B
KDH	2,50
PVL	1,09
AGG	0,89
NTL	1,38
NLG	1,71
Trung vị	1,38
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	23.937
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	33.034

**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 **30.144 đồng/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá từng phần	27.254
Phương pháp định giá tương đối	33.034
Kết hợp 2 phương pháp	30.144

ĐÁNH GIÁ

KQKD của HDG kỳ vọng sẽ thể hiện sự hồi phục rõ ràng hơn trong năm 2025, khi: (1) DA Charm Villas mở bán đợt mới, (2) Doanh thu phát điện tăng trưởng mạnh nhờ La Nina. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HDG trong năm 2024 đạt lần lượt là **2.699 tỷ đồng (-2% yoy)** và **631 tỷ đồng (-5% yoy)**, tương đương mức EPS đạt **2.064 đồng/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu HDG với mức định giá hợp lý là **30.144 đồng/ 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>