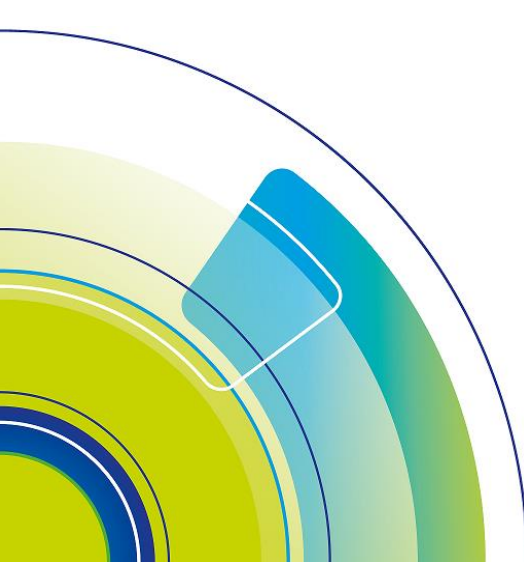




Báo cáo lần đầu HDG – MUA

Ngày 15/04/2025



Phạm Đức Toàn

(+84 28) 7300 7000 (x1051)

toanpd@acbs.com.vn

Báo Cáo Lần Đầu

Khuyến nghị

MUA

HoSE: HDG

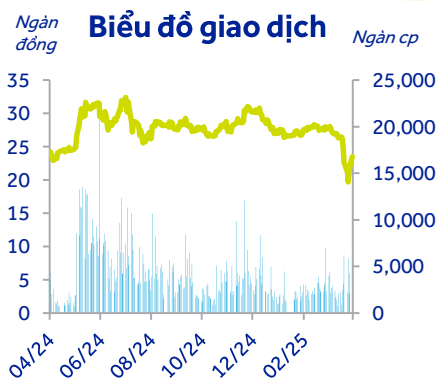
Đa ngành

Giá mục tiêu (VND)	31.000
Giá hiện tại (VND)	23.500
Tỷ lệ tăng giá	32,0%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	2,1%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	34,1%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-17,5	-20,0	-18,4	-13,7
Tương đối	-15,6	-11,8	-17,8	-12,6

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Trọng Thông	31,8%
Nguyễn Văn Tô	8,1%
CTBC Vietnam Equity Fund	4,9%
PYN Elite Fund	4,9%
Nguyễn Phương Đông	4,8%

Thông kê

Mã Bloomberg

14/04/25

HDG

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	19.700 – 33.000
SL lưu hành (triệu cp)	336
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.904
Vốn hóa (tr. USD)	316
Room khối ngoại còn lại (%)	30,2
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	53,6
KLGD TB 3 tháng (cp)	2.496.537
VND/USD	25.030
Index: Vnindex / HNX	1.241,4/215,00

CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HoSE: HDG)

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HoSE: HDG) tiền thân là xí nghiệp xây dựng thuộc Viện Kỹ thuật Quân sự - Bộ Quốc Phòng, vì vậy hoạt động xây dựng từng là mảng kinh doanh chủ lực của công ty. Tuy nhiên, sau nhiều năm phát triển, hiện HDG đã trở thành tập đoàn đa ngành với nhiều mảng kinh doanh bao gồm: năng lượng, phát triển và cho thuê bất động sản (BDS), kinh doanh khách sạn, và xây lắp dân dụng. Trong đó, phát triển BDS và năng lượng (đặc biệt là năng lượng tái tạo – NLTT) được xác định sẽ là hai mũi nhọn chính của Công ty.

HDG hiện đang sở hữu 462 MW năng lượng (Thủy điện: 314 MW, Điện gió: 50 MW, ĐMT: 98 MW). Doanh thu mảng điện 2024 đạt 1.891 tỷ đồng, chiếm 68,1% tổng doanh thu, tăng 5,2 lần so với 2018 (363 tỷ đồng, đóng góp 11,3% tổng doanh thu). Chu kỳ La Nina quay trở lại giai đoạn 2025 – 2026 sẽ là yếu tố tích cực hỗ trợ KQKD của HDG. Bên cạnh đó, HDG hiện đang có kế hoạch tiếp tục gia tăng công suất, chủ yếu tập trung vào mảng NLTT với 6 dự án đang chờ chủ trương đầu tư (755 MW). Tuy nhiên, trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi cho rằng, chưa có dự án nào có khả năng hoàn thiện và đóng góp vào lợi nhuận của HDG.

HDG đang sở hữu hơn 42.000 m² văn phòng cho thuê, và 1 khách sạn 217 phòng. Hai mảng này mang lại dòng tiền và lợi nhuận ổn định cho HDG. Bên cạnh đó, HDG là một nhà phát triển BDS uy tín, ghi dấu ấn với nhiều dự án BDS đã phát triển thành công: Hado Centrosa, Park View, Charm Villas,... Đáng chú ý là dự án Charm Villas giai đoạn 3 sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng cho HDG trong giai đoạn 2025 – 2026 với 108 căn villas còn lại kỳ vọng sẽ được mở bán trong giai đoạn này, với doanh thu ước tính hơn 2.700 tỷ đồng.

Xây lắp và xây dựng hiện không còn là hoạt động kinh doanh chính của công ty do HDG đã thoái vốn tại CTCP Hà Đô 45 (2020) và CTCP Hà Đô 1 (2021) – 2 công ty con hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực xây dựng. Vì vậy, doanh thu đến từ mảng xây lắp sụt giảm mạnh sau năm 2020, tới cuối năm 2024 chỉ còn chiếm 0,5% tổng doanh thu.

Định giá & khuyến nghị: Cho năm 2025, chúng tôi ước doanh thu đạt 3.173 tỷ đồng, +16,7% svck và LNST đạt 1.072 tỷ đồng, +139,8% svck, chủ yếu nhờ mở bán Charm Villas giai đoạn 3 và ghi nhận 743 tỷ đồng doanh thu. Dự phóng này đã bao gồm việc điều chỉnh giảm doanh thu & lợi nhuận của dự án ĐMT Hồng Phong 4.1 do các vướng mắc về pháp lý. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho HDG với mức giá mục tiêu 31.000 đồng/cp, tương ứng 34,1% tổng mức sinh lời kỳ vọng.

	2022	2023	2024	2025F	2026F
DT Thuần (tỷ đồng)	3,581	2,889	2,718	3,173	3,321
Tăng trưởng	-5.2%	-19.3%	-5.9%	16.7%	4.7%
EBITDA (tỷ đồng)	2,576	2,009	1,667	2,191	2,273
Tăng trưởng	12.2%	-22.0%	-17.0%	31.4%	3.7%
LNST (tỷ đồng)	1,362	865	447	1,072	1,158
Tăng trưởng	1.3%	-36.5%	-48.3%	139.8%	8.1%
EPS (hiệu chỉnh. VND)	3,327	1,974	1,035	2,535	2,740
Tăng trưởng	0.1%	-40.7%	-47.6%	145.0%	8.1%
ROE	20.8%	12.0%	6.1%	13.3%	13.2%
ROA	9.0%	6.0%	3.2%	7.8%	8.4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	2.4	2.7	2.9	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	5.0	6.3	7.2	5.0	4.2
P/E (lần)	6.6	11.1	21.3	8.7	8.0
P/B (lần)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
Cổ tức (đồng)	-	500	500	500	500
Suất sinh lợi cổ tức	-	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%

Thông tin doanh nghiệp

HDG tiền thân là Xí nghiệp xây dựng thuộc Viện Kỹ thuật Quân sự - Bộ Quốc Phòng. Năm 1992, HDG được chuyển sang đơn vị hạch toán độc lập và đổi tên thành Công ty Xây dựng Hà Đô. Năm 2004, HDG 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 (HoSE). Doanh nghiệp ban đầu hoạt động trong lĩnh vực xây dựng, sau đó mở rộng sang lĩnh vực BĐS và cuối cùng là năng lượng – sản xuất điện từ NLTT. Hiện tại BĐS và điện cũng là hai mảng kinh doanh quan trọng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của HDG.

Cơ cấu doanh nghiệp

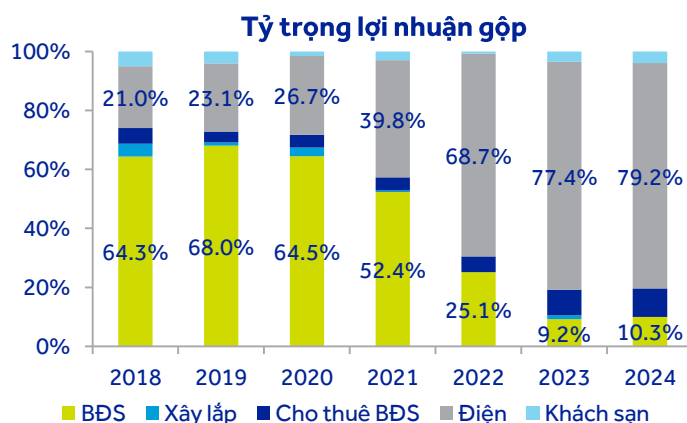
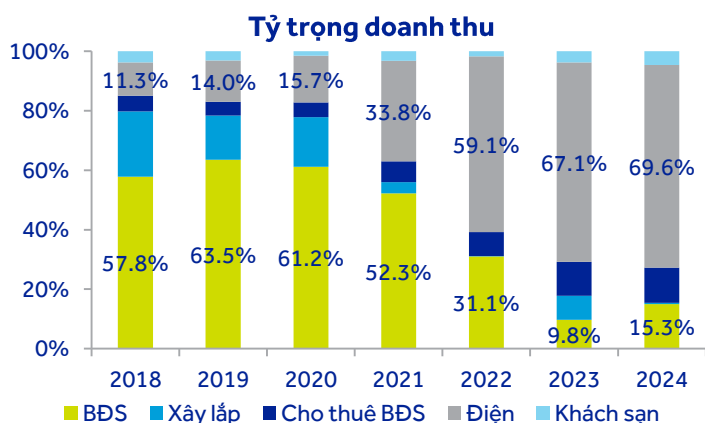
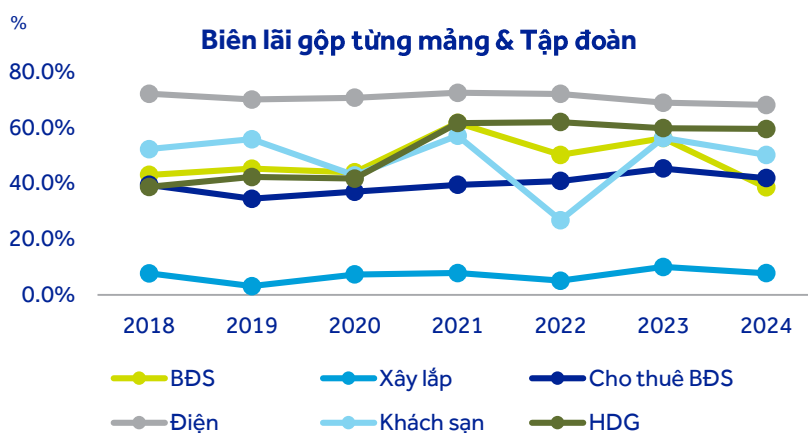
Kết thúc năm tài chính 2024, HDG hiện sở hữu 17 công ty con trong lĩnh vực phát triển, kinh doanh BĐS và năng lượng. HDG đã thoái vốn các công ty trong mảng xây lắp từ sau năm 2020.

Lĩnh vực	STT	Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu
Phát triển BĐS			
	1	CTCP Hà Đô - 756 Sài Gòn	63,00%
	2	CTCP Đầu tư Khánh Hà	70,92%
	3	CTCP Thiết bị Giáo dục 1	99,95%
	4	CTCP Đầu tư BĐS Bình An Riverside	99,97%
	5	CTCP Minh Long Đông Sài Gòn	99,98%
	6	CT TNHH MTV Đầu tư Quốc tế Hà Đô	100,00%
Kinh doanh BĐS			
	1	CTCP Quản lý - Vận hành - Khai thác BĐS Hà Đô	99,95%
	2	CTCP Quản lý và Kinh doanh BĐS Hà Đô	99,99%
Năng lượng			
	1	CTCP Za Hưng	51,75%
	2	CTCP Năng Lượng Agrita Quảng Nam	99,98%
	3	CTCP Năng Lượng Hà Đô	99,98%
	4	CTCP Thủy điện Sông Tranh 4	89,88%
	5	CTCP Xây dựng thủy điện Sơn Linh	99,00%
	6	CT TNHH Hà Đô Bình Thuận	90,00%
	7	CT TNHH MTV Điện gió Hà Đô Thuận Nam	100,00%
	8	CT TNHH Năng Lượng Surya Prakash VN	100,00%
	9	CTCP Điện gió Tiến Thành Hàm Kiệm	56,00%

Nguồn: HDG, ACBS

Bức tranh doanh thu & lợi nhuận từ các mảng kinh doanh

Doanh thu của HDG phần lớn đến từ 2 mảng kinh doanh chính là phát triển BĐS và năng lượng, chiếm 69,1% doanh thu 2018, và tăng lên 84,8% trong năm 2024. Tỷ trọng đóng góp từ 2 mảng kinh doanh này thậm chí còn cao hơn trong cơ cấu lợi nhuận gộp, đạt lần lượt 85,3% năm 2018 và 89,5% trong năm 2024.



Nguồn: HDG, ACBS

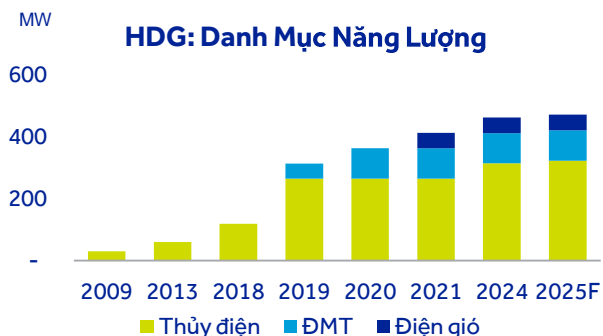
Năng lượng

Năm 2013, HDG bắt đầu tham gia vào mảng năng lượng với nhà máy đầu tiên là thủy điện Nậm Pông (30 MW), nhưng tới năm 2018 HDG mới thực sự bắt đầu đẩy mạnh phát triển mảng năng lượng. Hiện tại, HDG đang sở hữu 09 nhà máy với tổng công suất 462 MW bao gồm thủy điện – 314 MW (chiếm 68,0%), ĐMT – 98 MW (21,2%) và 50 MW điện gió (10,8%). Đây là mảng kinh doanh có tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận gộp đóng góp lớn nhất cho tập đoàn năm 2024, lần lượt là 68,1% và 78,0%. Thêm nữa, đây cũng là mảng có biên lãi gộp cao nhất với 67,9% (biên lợi nhuận gộp cả tập đoàn đạt 59,3% trong 2024).

Lĩnh vực	Nhà máy	Công suất: MW	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Vốn đầu tư: tỷ đồng	Suất đầu tư: tỷ đồng/MW
Thủy điện		314			9.581	
1	Za Hưng	30	Quảng Nam	51,75%	504	16,8
2	Nậm Pông	30	Nghệ An	51,75%	796	26,5
3	Nhạn Hạc	59	Nghệ An	51,75%	1.881	31,9
4	Sông Tranh 4	48	Quảng Nam	89,88%	1.700	35,4
5	Đăk Mi 2 - Tổ máy 1&2	98	Quảng Nam	99,98%	3.000	30,6
6	Đăk Mi 2 - Tổ máy 3	49	Quảng Nam	99,98%	1.700	34,7
ĐMT		98			2.155	
1	Hồng Phong 4.1	48	Bình Thuận	90,00%	1.100	22,9
2	Infra 1	50	Ninh Thuận	100%	1.055	21,1
Điện gió		50			1.875	
1	7A Thuận Nam	50	Ninh Thuận	100%	1.875	37,5
Tổng cộng		462				

Nguồn: HDG, ACBS

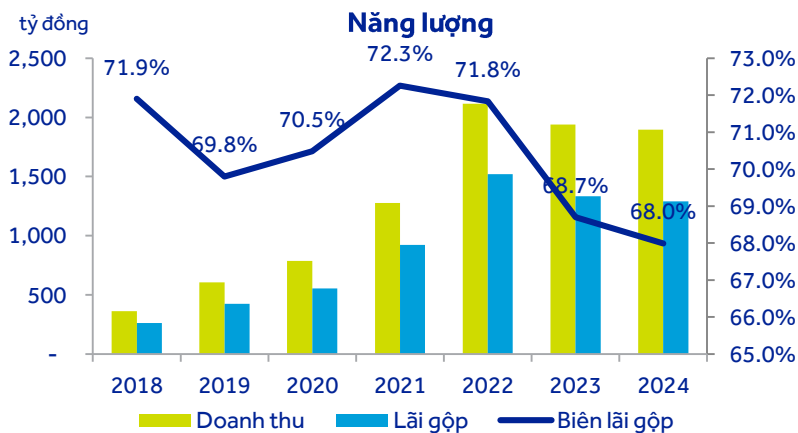
Hiện HDG vẫn đang tiếp tục phát triển mảng năng lượng với một loạt dự án gối đầu. Tuy nhiên, chúng tôi thấy, trong giai đoạn 2025-2026, HDG chỉ có thể gia tăng công suất từ việc xây dựng nhà máy thủy điện Sơn Nham 9 MW trong Q4/2024, song song với đó là để xuất nâng công suất lên 15 MW. Các dự án điện gió sẽ cần nhiều thời gian để triển khai hơn do chưa có khung pháp lý rõ ràng.



	Dự án	Công suất: MW	Vị trí	Loại hình
1	Sơn Linh – Sơn Nham	24	Quảng Ngãi	Thủy điện
2	Bình Gia	80	Lạng Sơn	Điện gió
3	Lộc Bình	50	Lạng Sơn	Điện gió
4	7A – Giai đoạn 2	21	Ninh Thuận	Điện gió
5	Hướng Phùng	30	Quảng Trị	Điện gió
6	V3 Wind Farm	250	Ninh Thuận	Điện gió
7	An Phong	300	Ninh Thuận	Điện gió

Nguồn: HDG, ACBS

Doanh thu từ mảng năng lượng bắt đầu tăng mạnh sau 2018 và đạt đỉnh vào 2022 nhờ: (1) liên tục tìm kiếm, xây dựng nhà máy mới, và (2) hưởng lợi từ chu kỳ thủy văn thuận lợi do tỷ trọng thủy điện cao, cụ thể chu kỳ La Nina kéo dài ba năm liên tiếp (2020-2021-2022) thay vì hai năm như thông thường.



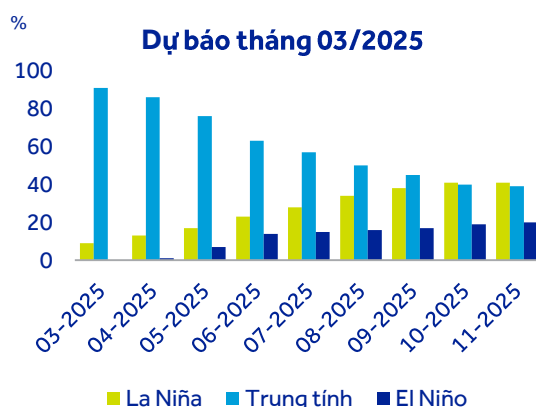
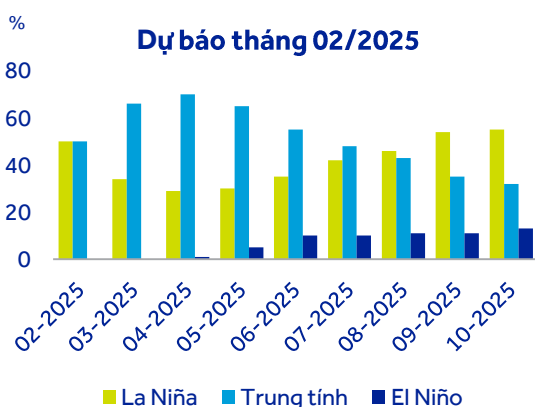
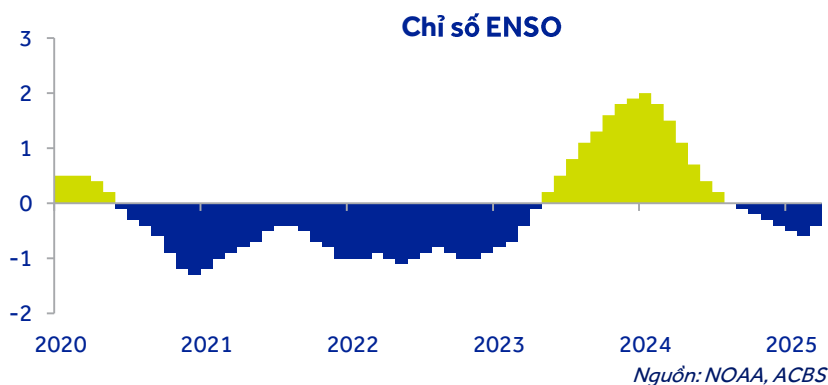
Nguồn: HDG, ACBS

	Q4/2023	Q4/2024	Svck	2023	2024	Svck
Sản lượng: triệu kWh	542	558	3.0%	1,450	1,385	-4.5%
Thủy điện	476	487	2.3%	1,168	1,104	-5.5%
Điện gió	33	38	15.2%	112	106	-5.4%
DMT	33	33	0.0%	170	175	2.9%
Doanh thu: tỷ VND	644	685	6.4%	1,939	1,891	-2.5%
Thủy điện	508	539	6.1%	1,339	1,280	-4.4%
Điện gió	66	79	19.7%	227	219	-3.5%
DMT	74	76	2.7%	369	398	7.9%

Nguồn: HDG, ACBS

Chu kỳ ENSO

Theo NOAA, chu kỳ ENSO đã chính thức chuyển sang pha La Nina cuối tháng 02/2025 khi chỉ số ghi nhận ở mức -0,6. Đây là yếu tố tích cực ủng hộ cho KQKD mảng năng lượng của HDG trong giai đoạn 2025-2026. Tuy nhiên, ghi nhận mới nhất trong tháng 03/2025 lại cho thấy chỉ số lại giảm về vùng trung tính -0,4. Như vậy, chu kỳ La Nina đã kết thúc một cách chóng vánh và bất thường (tuy các dấu vết vẫn còn trong khí quyển). Hiện tại, cả La Nina lẫn pha ngược của nó, El Nino, đều không còn hiện diện. Thay vào đó, thế giới bước vào một giai đoạn ENSO trung tính, dự kiến kéo dài qua mùa xuân, mùa hè và ít nhất là đến đầu mùa thu năm nay. Bên cạnh đó, sự vắng mặt của cả 2 pha làm cho mọi việc trở nên rất khó đoán định.



Nguồn: NOAA, ACBS

Dự án Hồng Phong 4.1: Rủi ro từ kết luận thanh tra

Dự án ĐMT Hồng Phong 4.1 đối diện với nguy cơ giảm giá bán từ giá FIT 9,35 cent/kWh xuống theo giá NLTT chuyển tiếp, còn khoảng 4,7 cent/kWh (tương đương 1.184,9 đồng/kWh tạm tính theo tỷ giá quy đổi tại Vietcombank ngày 02/04/2025 là 25.370 đồng/USD), dựa trên quyết định số 21/QĐ-BCT ngày 07/01/2023, do xây dựng trái phép trên phần đất dự trữ khoáng sản quốc gia. Tuy hiện tại vẫn chưa có kết luận chính thức về sai phạm trên, nhưng HDG đã trích lập dự phòng trước 200 tỷ đồng cho phần hồi tố doanh thu chênh lệch kể từ khi vận hành thương mại đến khi có quyết định chính thức. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, sắp tới HDG sẽ tiếp tục trích lập thêm cho phần hồi tố doanh thu chênh lệch từ dự án này với giả định giá bán theo quyết định số 21. Tuy nhiên, trong BCTC 2024 có kiểm toán mới đây, HDG đã trích khoảng 500 tỷ đồng dự phòng cho khoản mục

này, đây là toàn bộ khoản doanh thu phải trả lại EVN do chênh lệch giá bán như đã nêu ở trên từ lúc dự án được đưa vào vận hành cho đến nay.

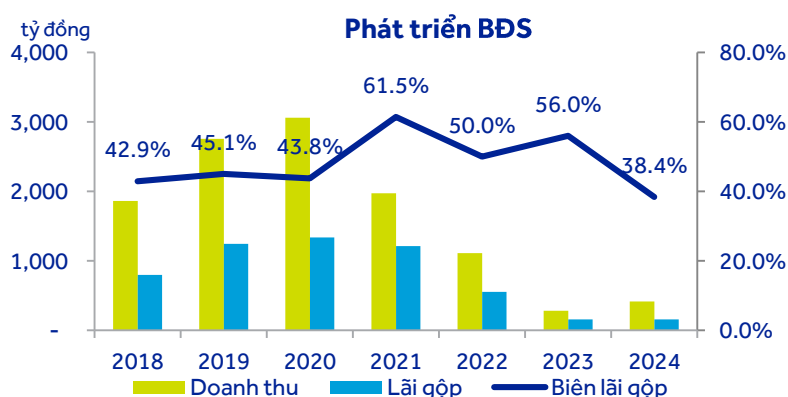
Phát triển BĐS: Dự án Charm villas là động lực tăng trưởng trong năm 2025

Trong danh mục các dự án BĐS của HDG hiện tại, đa số các dự án BĐS của HDG đều đang chờ hoàn thiện pháp lý. Tuy nhiên, dự án Charm Villas giai đoạn 3 (108 căn biệt thự) với doanh thu ước tính gần 3.000 tỷ đồng đã hoàn thiện và có thể sẵn sàng mở bán để ghi nhận doanh thu, dòng tiền.

STT	Dự án	Vị trí	Diện tích: ha	Vốn đầu tư: tỷ VND	Tỷ lệ sở hữu	Tình trạng	Thông tin chung
1	Charm Villas	Hà Nội	30	1.700	100%	Đang mở bán	528 villas, còn lại 108 căn
2	Green Lane	Quận 8	2,3	1.707	99%	Chờ pháp lý	1.231 chung cư
3	Noongtha Central Park	Lào	70,4	1.934	100%	Ngừng mở bán	586 villas
4	Hado Minh Long	Thủ Đức	2,7	2.200	100%	Chờ pháp lý	31 nhà phố, 1.409 chung cư/ Shophouse/ Officetel
5	62 Phan Đình Giót	Hà Nội	2,2	2.400	100%	Chờ pháp lý	Chung cư + Văn phòng
6	30 Tạ Quang Bửu	Hà Nội	0,1	160	100%	Chờ pháp lý	Văn phòng
7	Dịch Vọng Complex	Hà Nội	1,0	3.500	100%	Chờ pháp lý	Văn phòng/ Khách sạn/ Chung cư
8	CC3	Hà Nội	0,5	547	100%	Chờ pháp lý	Văn phòng/ Chung cư
9	Bảo Đại Resort	Nha Trang	8,9	1.027	70%	Chờ pháp lý	Villas, Khách sạn 5 sao,...

Nguồn: HDG, ACBS

Lũy kế 2024, doanh thu phát triển BĐS đạt 414 tỷ đồng, +46,8% svck (riêng Q3/2024 không ghi nhận doanh thu), chủ yếu là bàn giao các dự án cũ đã mở bán trong giai đoạn trước. Trong năm 2024, HDG hầu như không mở bán thêm các dự án BĐS nào. Năm 2025, HDG kỳ vọng có thể tiếp tục mở bán 30 căn biệt thự từ dự án Charm Villas, ghi nhận doanh thu khoảng 743 tỷ đồng, phần còn lại sẽ tiếp tục mở bán trong giai đoạn 2026 – 2027 để có dòng tiền tiếp tục tái đầu tư vào các dự án BĐS khác như: Greenlane, Minh Long,... hoặc các dự án NLTT như điện gió Hướng Phùng, 7A giai đoạn 2,



Nguồn: HDG, ACBS

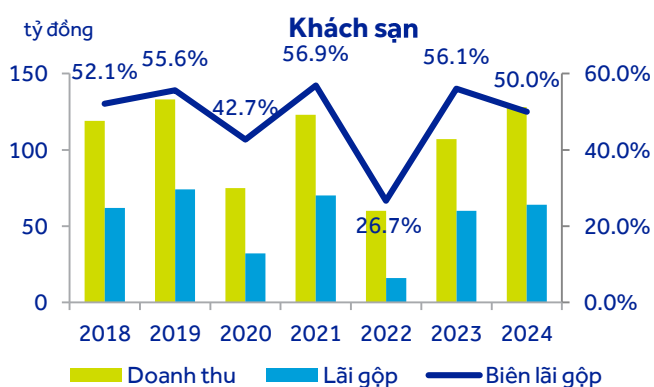
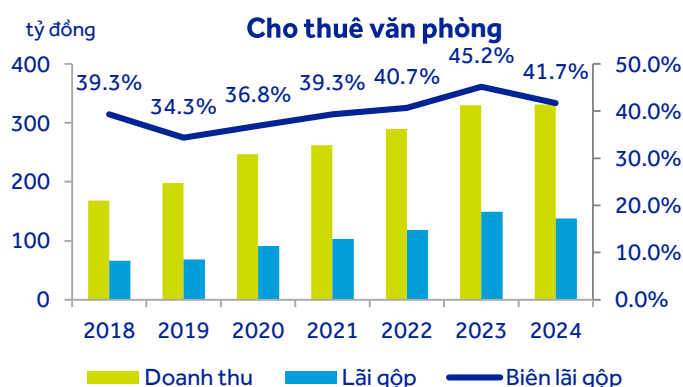
Cho thuê văn phòng & khách sạn: hoạt động hiệu quả, kiến tạo dòng tiền ổn định

Hoạt động cho thuê văn phòng, khách sạn của HDG đang dần trở lại ổn định sau COVID-19, giúp mang lại dòng tiền ổn định cho HDG. HDG hiện có hơn 42.000 m² văn phòng cho thuê và 217 phòng khách sạn. Năm 2024, mảng này đóng góp 16,8% doanh thu và 14,0% lợi nhuận gộp về cho tập đoàn. Trong đó, mảng cho thuê văn phòng đóng góp 12,1% doanh thu và 9,9% lợi nhuận gộp.

Hiện tại, HDG đang không có dự án văn phòng hay khách sạn nào mới sắp đưa vào vận hành. Vì vậy, khả năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của mảng này trong giai đoạn 2025-2026 được chúng tôi dự phóng ở mức bình quân 3,0 % chủ yếu nhờ yếu tố tăng giá cho thuê bình quân hàng năm.

Lĩnh vực	Diện tích: m ²	Phòng	Vị trí
Khách sạn		217	
1	IBIS Hotel	217	Tân Bình, HCM
Văn phòng cho thuê		42.028	
1	Hado South	17.000	Tân Bình, HCM
2	Hado Airport	10.843	Tân Bình, HCM
3	CC3 Dịch Vọng	4.506	Cầu Giấy, Hà Nội
4	183 Hoàng Văn Thái	2.084	Thanh Xuân, Hà Nội
5	Hado Centrosa Garden	7.595	Quận 10, HCM

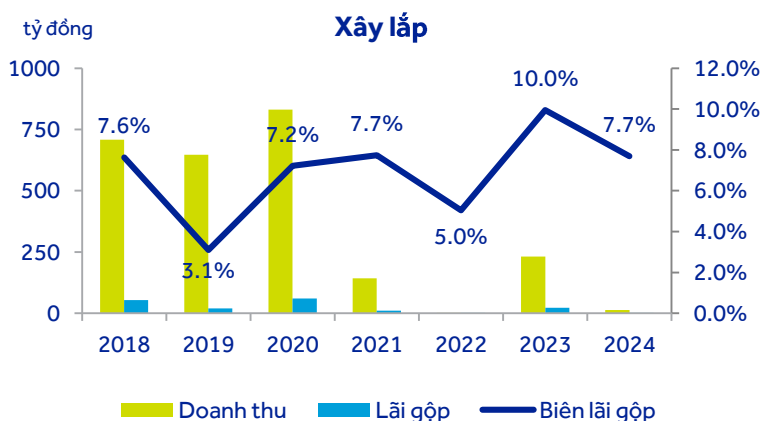
Nguồn: HDG, ACBS



Nguồn: HDG, ACBS

Xây dựng & xây lắp

HDG đã thu hẹp dần mảng kinh doanh này do tăng trưởng doanh thu thấp và biên lợi nhuận thường rất mỏng. Công ty thoái vốn khỏi các công ty con như CTCP Hà Đô 45 và Hà Đô 1 vào năm 2020 và 2021. Doanh thu và lợi nhuận cũng lần lượt giảm dần từ sau năm 2020. Cụ thể, tỷ trọng doanh thu đóng góp từ mảng xây lắp giảm từ 22,0% năm 2018 còn 0,5% năm 2024. Tương tự, tỷ trọng lợi nhuận gộp giảm từ 4,3% năm 2018 về 0,1% năm 2024. Lũy kế 2024, HDG chỉ ghi nhận 13 tỷ đồng doanh thu và hơn 500 triệu đồng lợi nhuận gộp trong mảng này (2023: doanh thu 231 tỷ đồng, lãi gộp 23 tỷ đồng).



Nguồn: HDG, ACBS

Dự phóng 2025F - 2026F

KQKD trong năm 2024 liên tiếp đi lùi 2 năm và kém tích cực hơn so với cùng kỳ chủ yếu do: (1) HDG không tiếp tục mở bán và ghi nhận doanh thu từ mảng bất động sản thương mại như giai đoạn trước đó 2021-2022, và (2) chu kỳ La Nina đạt đỉnh trong năm 2022 và chuyển sang pha El Nino giai đoạn 2023-2024 làm suy yếu KQKD của HDG trong mảng năng lượng (chủ yếu là thủy điện).

Cho năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu HDG đạt hơn 3.100 tỷ đồng, +16,8% svck. Trong đó, đáng chú ý:

1. Doanh thu phát triển BĐS đạt 743 tỷ đồng nhờ tiếp tục mở bán 1 phần nhỏ dự án Charm Villas (30 căn biệt thự).
2. Doanh thu năng lượng đạt 1.947 tỷ đồng, +2,7% svck, nhờ chu kỳ pha El Nino đã kết thúc đầu năm 2025, giúp sản lượng mưa bình quân tăng lên. Sản lượng điện ước đạt 1,4 tỷ kWh, +7,0% svck; trong đó, thủy điện ước đạt 1,2 tỷ kWh, +8,9% svck, doanh thu ước đạt 1.407 tỷ đồng, +10,0% svck. Tuy nhiên, doanh thu ĐMT được ước tính giảm 22,2% svck, đạt 310 tỷ đồng, do áp dụng giá mới – giá cho các dự án NLTT chuyển tiếp thay vì giá FIT như hiện nay.

Lợi nhuận gộp 2025 ước đạt 2.115 tỷ đồng, +32,9% svck và LNST ước đạt 1.072 tỷ đồng, +139,8% svck.

Năm 2026F, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 3.324 tỷ đồng, +4,7% svck, chủ yếu nhờ các yếu tố tương tự 2024 như:

1. Tiếp tục mở bán dự án Charm Villas khi thị trường BĐS dần ấm hơn.
2. Pha trung tính khả năng cao vẫn là chủ đạo và ủng hộ KQKD của thủy điện. Theo đó, doanh thu thủy điện đạt 1.513 tỷ đồng, +7,6% svck giúp doanh thu mảng năng lượng đạt 2.058 tỷ đồng, +5,7% svck.

Lợi nhuận gộp ước đạt 2.218 tỷ đồng, +4,9% svck và LNST ước đạt 1.159 tỷ đồng, +8,1% svck.

Đơn vị: tỷ VND	2024	2025F	Svck	2026F	Svck
Doanh thu	2.718	3.173	14,1%	3.321	4,7%
Phát triển BĐS	415	743	78,9%	765	3,0%
Xây lắp	13	13	3,0%	14	3,0%
Cho thuê BĐS	328	338	3,0%	348	3,0%
Điện	1.891	1.947	3,0%	2.058	5,7%
Khách sạn	128	132	3,0%	136	3,0%
Lợi nhuận gộp	1.591	2.115	32,9%	2.218	4,9%
Phát triển BĐS	164	614	274,3%	636	3,7%
Xây lắp	1	1	-19,7%	1	3,0%
Cho thuê BĐS	158	128	-18,7%	132	3,0%
Điện	1.261	1.305	3,5%	1.379	5,7%
Khách sạn	65	67	3,4%	69	3,0%
LNST	447	1.072	139,8%	1.158	8,1%

Định giá

Dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho HDG là 31.000 đồng/cổ phiếu¹, tương ứng tổng mức sinh lời kỳ vọng 34,1%.

¹ Chúng tôi không đưa dự án thủy điện Sơn Nham vào dự phóng.

DỰ PHÓNG KQKD	Giá hiện tại: VND	23.500	Giá mục tiêu: VND	31.000	Vốn hóa: tỷ VND	7.904
Đơn vị: tỷ VND nếu không ghi chú khác	2022	2023	2024	2025F	2026F	
Doanh thu	3,581	2,889	2,718	3,173	3,321	
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-5.2%</i>	<i>-19.3%</i>	<i>-5.9%</i>	<i>16.7%</i>	<i>4.7%</i>	
Giá vốn	1,369	1,167	1,127	1,058	1,103	
EBITDA	2,576	2,009	1,667	2,191	2,273	
<i>Biên EBITDA</i>	<i>71.9%</i>	<i>69.5%</i>	<i>61.3%</i>	<i>69.0%</i>	<i>68.4%</i>	
Khấu hao	528	520	525	520	520	
Lãi từ hoạt động sản xuất kinh doanh	1,614	960	832	1,412	1,546	
<i>Biên lãi từ hoạt động sản xuất kinh doanh</i>	<i>45.1%</i>	<i>33.2%</i>	<i>30.6%</i>	<i>44.5%</i>	<i>46.5%</i>	
Chi phí lãi vay ròng	456	476	298	259	207	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>7.5%</i>	<i>8.8%</i>	<i>6.1%</i>	<i>6.1%</i>	<i>5.7%</i>	
Hệ số thanh toán lãi vay (x)	4.5	3.1	3.8	6.5	8.5	
Thuế	(23)	-	-	(17)	(18)	
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>2.1%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.0%</i>	
LNST Cty mẹ	1,096	664	348	836	903	
<i>Biên lãi ròng</i>	<i>30.6%</i>	<i>23.0%</i>	<i>12.8%</i>	<i>26.3%</i>	<i>27.2%</i>	
Tiền mặt từ hoạt động kinh doanh	1,624	1,184	873	1,356	1,423	
Tổng số lượng cổ phiếu	245	306	336	336	336	
EPS: VND	4,575	2,172	1,035	2,535	2,740	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cổ phiếu (x)	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	
EPS hiệu chỉnh: VND	3,327	1,974	1,035	2,535	2,740	
<i>Tăng trưởng</i>	<i>0.1%</i>	<i>-40.7%</i>	<i>-47.6%</i>	<i>145.0%</i>	<i>8.1%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2022	2023	2024	2025F	2026F
Thay đổi vốn lưu động	80	326	117	197	172
Capex	429	147	18	256	261
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	(784)	(301)	(345)	(760)	(1,390)
Các khoản mục dòng tiền khác	87	(635)	(168)	(424)	(970)
Dòng tiền tự do	1,986	377	915	1,240	1,411
Phát hành cp	-	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	267	134	286	168	168
Thay đổi nợ ròng	(1,719)	(243)	(629)	(1,072)	(1,243)
Nợ ròng cuối năm	6,119	5,426	4,884	4,241	3,629
VCSH	6,548	7,230	7,376	8,064	8,781
Giá trị sổ sách trên mỗi cp (VND)	26,770	23,645	21,932	23,976	26,108
Nợ ròng / VCSH	93.4%	75.1%	66.2%	52.6%	41.3%
Nợ ròng / EBITDA (x)	2.4	2.7	2.9	1.9	1.6
Tổng tài sản	15,105	14,440	13,848	13,702	13,778

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ROE	20.8%	12.0%	6.1%	13.3%	13.2%
ROA	9.0%	6.0%	3.2%	7.8%	8.4%
ROIC	16.2%	11.8%	9.3%	13.6%	14.1%
WACC	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
EVA	3.3%	-1.1%	-3.6%	0.7%	1.2%
P/E (x)	6.6	11.1	21.3	8.7	8.0
EV/EBITDA (x)	5.0	6.3	7.2	5.0	4.2
EV/FCF (x)	6.5	33.4	13.1	8.8	6.8
P/B (x)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
P/S (x)	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
EV / Doanh thu (x)	3.6	4.4	4.4	3.4	2.9
Lợi suất cổ tức	-	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 7300 7000

Chi nhánh Hà Nội

10 Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Giám Đốc Phòng Phân Tích

Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)
trangdm@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 7300 7000 (x1043)
trucptt@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Tài chính

Cao Việt Hùng
(+84 28) 7300 7000 (x1049)
hungcv@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 7300 7000 (x1042)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí

Phan Việt Hưng
(+84 28) 7300 7000 (x1044)
hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu Xây dựng, Hóa chất

Trần Nhật Trung
(+84 28) 7300 7000 (x1045)
trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Ngành Điện, nước

Phạm Đức Toàn
(+84 28) 7300 7000 (x1051)
toanpd@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô & TT Tiến tệ

Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 7300 7000 (x1046)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Võ Phú Hữu
(+84 28) 7300 7000 (x1052)
huvvp@acbs.com.vn

CVPT - Logistic

Nguyễn Thế Hùng
(+84 28) 7300 7000 (x1047)
hungnt@acbs.com.vn

NVPT – Dữ liệu thị trường

Mai Duy Anh
(+84 28) 7300 7000 (x1110)
anhmd@acbs.com.vn

CVPT – Xây dựng

Đỗ Tiến Đạt
(+84 28) 7300 7000 (x1048)
datdt@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Trưởng phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 7000 (x1083)
huongctk@acbs.com.vn
groupis@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Nguyễn Trần Như Huỳnh
(+84 28) 7300 7000 (x1088)
huynhntn@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức), cao hơn 20%, $E(R) \geq 20\%$

KHẢ QUAN: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) thấp hơn 20%, và cao hơn 10%, $10\% \leq E(R) < 20\%$

TRUNG LẬP: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -10%, và thấp hơn 10%, $-10\% \leq E(R) < 10\%$

KÉM KHẢ QUAN: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -20%, và thấp hơn -10%, $-20\% \leq E(R) < -10\%$

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -20%, và thấp hơn -10%, $E(R) < -20\%$

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào.

ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giả chứng khoản được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.**

Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2025). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích. Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.