

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	33.613 VND
Upside	17%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản, Điện
Thị giá (04/12/2024)	28.850
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



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>

KỶ VỌNG SỰ HỒI PHỤC MẠNH MẼ TẠI NĂM 2025

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HDG trong năm 2024 đạt lần lượt là **2.909 tỷ đồng (1% yoy)** và **698 tỷ đồng (+80% yoy)**, tương đương mức EPS đạt **2.079 đồng/ cổ phiếu**. Đối với năm 2025, doanh thu và lợi nhuận ròng dự kiến đạt lần lượt là **4.403 tỷ đồng (+51% yoy)** và **1.292 tỷ đồng (+80% yoy)**, tương ứng với **EPS là 3.847 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi đánh giá sự phục hồi của HDG sẽ dần trở nên rõ ràng kể từ cuối năm 2024, đồng thời, cổ phiếu hiện đang giao dịch tại mức P/B tương đối hợp lý. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu HDG với mức định giá hợp lý là **33.613 đồng/ cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng BĐS: Dòng tiền tích cực trong giai đoạn 2025-2027

VCBS kỳ vọng HDG sẽ tiến hành đợt mở bán cuối bao gồm 108 căn vào năm 2025 trong bối cảnh các sản phẩm đã hoàn thiện và sẵn sàng bàn giao với giá bán ước tính rơi vào khoảng 145 – 160 triệu/m², đem lại khoảng 1.969 tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn 2025-2026.

Trong giai đoạn 2026-2027, kỳ vọng hai dự án Green Lane và Minh Long sẽ đem lại dòng tiền gởi đầu cho doanh nghiệp nhờ tháo gỡ pháp lý thông qua việc triển khai 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.

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

Theo dự báo từ Trung tâm khí tượng thủy văn, từ tháng 11/2024-01/2025, ENSO có khả năng chuyển sang trạng thái La Nina (với đặc điểm mưa nhiều). Trong đó, 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 - cao hơn trung bình nhiều năm khoảng 20%. Điều này giúp cải thiện mực nước, đảm bảo sản lượng phát điện của các nhà máy trong năm 2025.

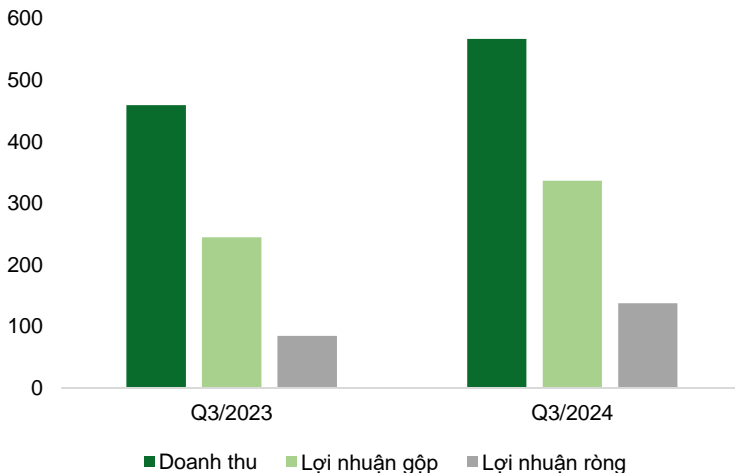
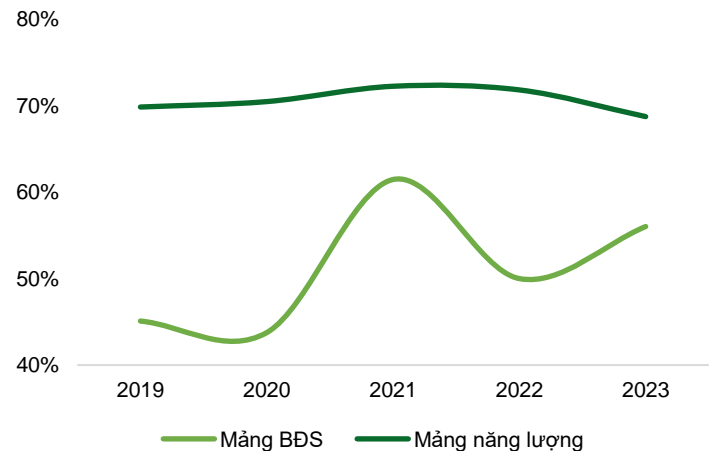
Tiềm năng dài hạn của mảng điện gió và điện mặt trời

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	2.909	4.403
+/- yoy (%)	-5%	-19%	1%	51%
Lợi nhuận thuần	1.362	866	698	1.292
TS LN gộp (%)	62%	60%	60%	65%
TS LN thuần (%)	38%	30%	24%	29%
EPS - TTM (đồng)	3.605	2.175	2.079	3.847

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q3.2024
Tóm tắt biến động kinh doanh Q3.2024

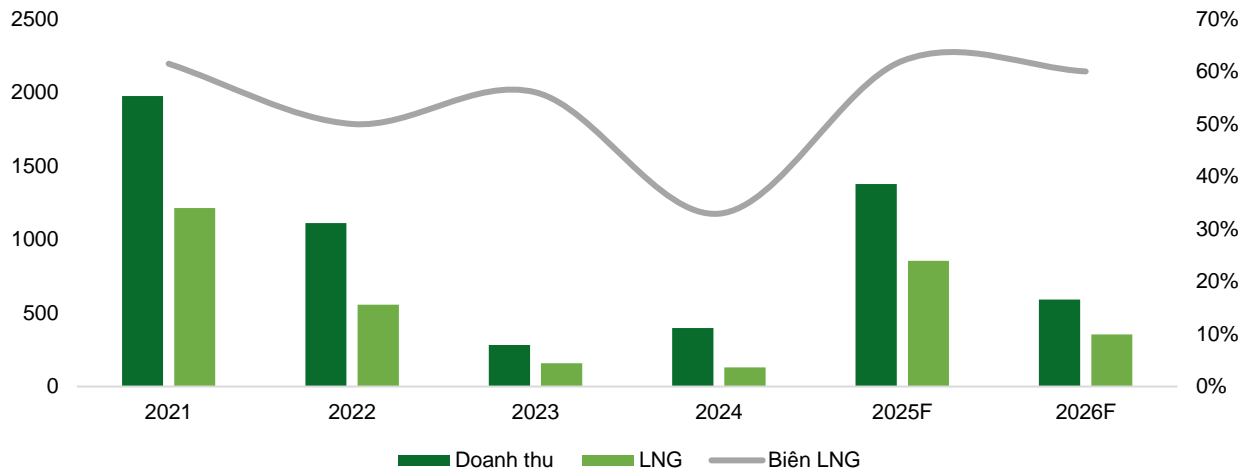
Đơn vị: Tỷ VND	Q3.2023	Q3.2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	460	567	23%	Doanh thu ghi nhận tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ nhờ sản lượng điện hồi phục khi thời tiết chuyển sang pha La Nina, gia tăng mực nước tại các hồ thủy điện. Mảng BĐS không ghi nhận doanh thu do HDG chưa thực hiện đợt mở bán thứ 3 của dự án Charm Villas. Lũy kế 9T/2024, HDG ghi nhận doanh thu từ Charm Villas đạt 399 tỷ đồng.
Lợi nhuận gộp	245	336	37%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ từ mức 53% cùng kỳ lên mức 59% nhờ tỷ trọng hoạt động sản xuất điện (vốn có biên lợi nhuận gộp cao) tăng.
Doanh thu từ HĐTC	11	17	54%	
Chi phí tài chính	127	102	-20%	Lãi tiền vay đạt 93 tỷ, giảm 23% svck nhờ giảm quy mô nợ vay tài chính.
Lợi nhuận từ HĐKD	107	208	94%	Doanh thu tăng trưởng tốt, kết hợp với việc tiết giảm chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí tài chính giúp biên lợi nhuận ròng cải thiện.
LNST	100	182	82%	Lũy kế 9T/2024, HDG hoàn thành 56% kế hoạch lợi nhuận năm.

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: Dòng tiền tích cực trong giai đoạn 2025-2027

VCBS kỳ vọng HDG sẽ tiến hành đợt mở bán cuối bao gồm 108 căn vào năm 2025 trong bối cảnh các sản phẩm đã hoàn thiện và sẵn sàng bàn giao, đồng thời nhu cầu cao tại khu vực phía Bắc kéo mặt bằng giá bán lên cao, điển hình như dự án An Lạc Green Symphony (tọa lạc tại khu vực giáp với Hà Đô Charm Villa) có mức giá bán xấp xỉ 200 triệu đồng/m². VCBS ước tính giá bán của đợt mở bán cuối rơi vào khoảng 145 – 160 triệu/m², đem lại khoảng 1.969 tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn 2025-2026.

KQKD Hado Charm Villas


Nguồn: HDG, VCBS

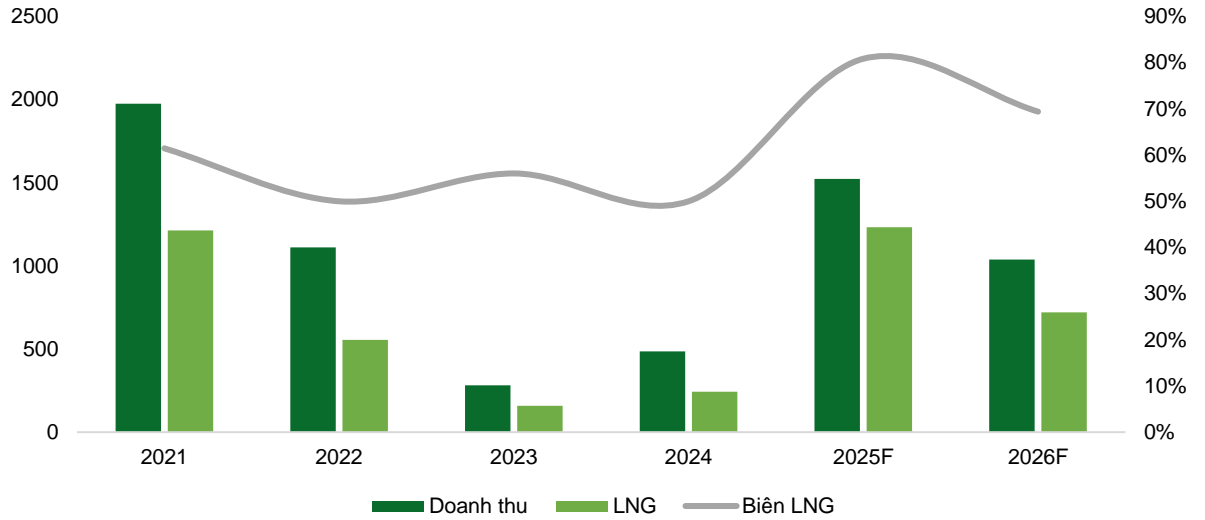
Sau khi hoàn tất bàn giao Charm Villas, kỳ vọng hai dự án Green Lane và Minh Long (TP.HCM) sẽ đem lại dòng tiền gối đầu cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2026-2027 nhờ tháo gỡ pháp lý thông qua việc triển khai Nghị quyết thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất.

Khi đưa vào kinh doanh, chúng tôi đánh giá HDG sẽ không gặp vướng mắc đáng kể về khả năng hấp thụ tại 2 dự án trên xét đến:

- Nhu cầu ngày càng tăng đối với các sản phẩm chung cư cao tầng tại khu vực nội thành, trong khi nguồn cung rất hạn chế tại TP.HCM trong các năm qua.
- **Dự án Hà Đô Greenlane:** Vị trí nằm tại quận 8 - cầu nối giữa trung tâm Quận 1 và khu vực phía Tây của thành phố. Sau khi hoàn thiện quy hoạch, thị trường bất động sản quận 8 đã trở nên sôi động hơn đáng kể với nhiều dự án mới được công bố. Bên cạnh đó, mặt bằng giá căn hộ thấp hơn khoảng 30% so với các quận khác, gia tăng sức hấp dẫn cho dự án tại khu vực này.
- **Dự án Hado Minh Long:** TP. Thủ Đức là khu vực trọng tâm đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông, chiếm 70% nguồn vốn đầu tư của TP.HCM. Các dự án hạ tầng quan trọng tại TP.Thủ Đức đang được xúc tiến triển khai như nút giao 3 tầng An Phú, tuyến Metro Bến Thành - Suối Tiên, Đường Vành đai 3,... dự kiến tạo nên mạng lưới giao thông kết nối thuận lợi và gia tăng tính hấp dẫn của thị trường BĐS khu vực.

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. Chúng tôi đánh giá tỷ lệ hấp thụ cao cùng với mặt bằng giá kỳ vọng duy trì xu hướng tăng trong bối cảnh nguồn cung khu vực trung tâm hạn chế sẽ đem lại dòng tiền tích cực cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2026 – 2027.

Doanh thu và LNG mảng BĐS

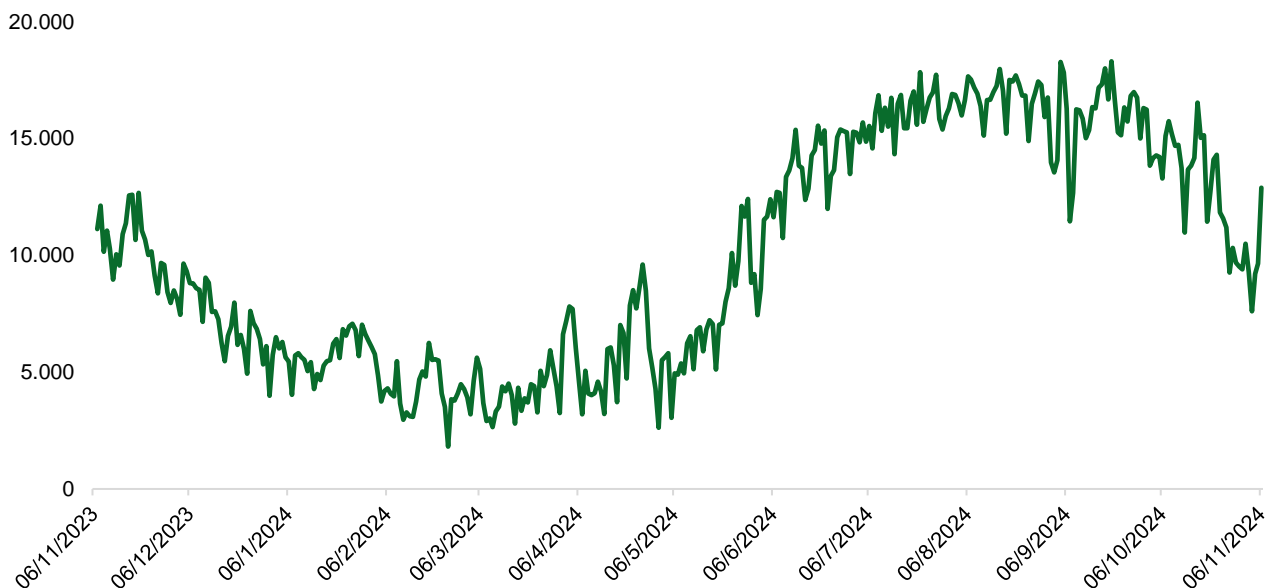


Nguồn: HDG, VCBS

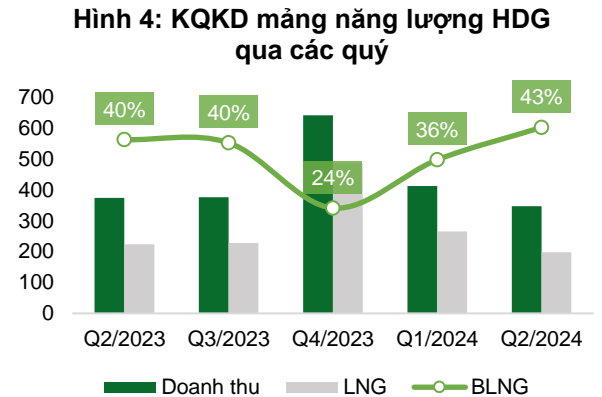
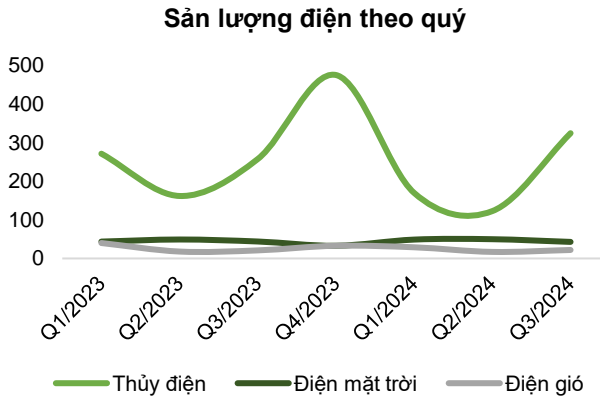
Mảng thủy điện: Hồi phục tích cực nhờ chu kỳ La Nina mới

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. Theo dự báo từ Trung tâm khí tượng thủy văn, từ tháng 11/2024-01/2025, ENSO có khả năng chuyển sang trạng thái La Nina (với đặc điểm mưa nhiều). Trong đó, 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 - cao hơn trung bình nhiều năm khoảng 20%. Điều này giúp cải thiện mực nước, đảm bảo sản lượng phát điện của các nhà máy trong năm 2025.

Sản lượng huy động thủy điện toàn hệ thống
Đv: kWh



Nguồn: EVN



Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

Trong dài hạn, VCBS đánh giá cao dư địa tăng trưởng và cải thiện hiệu quả kinh doanh mảng thủy điện của HDG dựa trên:

- 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). Hai nhà máy trên dự kiến đi vào vận hành từ cuối năm 2026, đóng góp khoảng 64 triệu kWh sản lượng điện mỗi năm.
- 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.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận thuần của HDG năm 2024 đạt lần lượt **2.909 tỷ đồng (1% yoy)** và **698 tỷ đồng (+80% yoy)**, tương đương mức EPS đạt **2.079 đồng/ cổ phiếu**. Đối với năm 2025, doanh thu và lợi nhuận ròng dự kiến đạt lần lượt là **4.403 tỷ đồng (+51% yoy)** và **1.292 tỷ đồng (+80% yoy)**, tương ứng với **EPS là 3.847 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	12.752
Nợ vay ròng	3.043
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2.304
Giá trị VCSH ròng hợp lý	10.391
Số cổ phiếu (triệu)	336
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	30.896

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 **33.613 đồng/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá từng phần	30.896
Phương pháp định giá tương đối	36.241
Kết hợp 2 phương pháp	33.613

ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi đánh giá sự phục hồi của HDG sẽ dần trở nên rõ ràng kể từ cuối năm 2024, đồng thời, cổ phiếu hiện đang giao dịch tại mức P/B tương đối hợp lý. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu HDG với mức định giá hợp lý là **33.613 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 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>