

Chuyên viên phòng phân tích

Lê Anh Thắng

Thang.la@shs.com.vn

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá hiện tại (19/06/2025): **24.850 VNĐ/cp**

Giá mục tiêu: **31.262 VNĐ/cp**

% tăng/giảm giá: **+25,8%**

Thông số cơ bản

Vốn hoá (tỷ đồng)	9.195
Số lượng CPLH	369.964.681
KLGD trung bình 10 phiên	3.506.040
Giá thấp 52w	17.910
Giá cao 52w	30.000
Sở hữu NĐT nước ngoài	19%
Sở hữu nhà nước	0%

Nguồn: SHS Research

Diễn biến giá cổ phiếu



Các chỉ số tài chính

	2022	2023	2024
Tổng tài sản	15.105	14.438	13.849
VCSH	6.548	7.229	7.376
Doanh thu	3.581	2.889	2.774
LNST	1362	866	477
ROE	20,8%	12,0%	6,5%
ROA	9,0%	6,0%	3,4%
EPS (VND)	3,605	2.068	1.083
BVPS (VND)	21.681	19.352	18.133

HDG – VƯỢT QUA KHÓ KHĂN

- **Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô** tiền thân là doanh nghiệp xây dựng thuộc Bộ Quốc phòng (đã thoái hết vốn năm 2017), dần chuyển hướng sang tập trung kinh doanh bất động sản và sản xuất điện.
- **Hoạt động kinh doanh** của HDG hiện nay:
 - ✓ **Mảng điện:** đang vận hành 452MW bao gồm thủy điện (70%), điện mặt trời (19%) và điện gió (11%).
 - ✓ **Mảng bất động sản:** chỉ có dự án Charm Villas đang trong chu kỳ kinh doanh, các dự án còn lại đang còn nhiều vướng mắc pháp lý.
 - ✓ **Mảng bất động sản đầu tư:** vận hành các khách sạn, văn phòng và thương mại chủ yếu tại TPHCM quy mô doanh thu khoảng 450 tỷ/năm.
- **Năm 2024**, HDG đạt doanh thu 2774 tỷ (-4% yoy) và lợi nhuận trước thuế 573 tỷ (-41% yoy) do bất động sản bàn giao ít sản phẩm và mảng điện trích lập dự án Hồng Phong 4 502 tỷ.
- **KQKD những năm tới dự kiến hồi phục mạnh mẽ:**
 - **Mảng BDS:** Mở bán GĐ3 Charm Villas ước tính đem lại doanh thu ~ 3.000 tỷ, lợi nhuận ~ 1.600 tỷ;
 - **Mảng điện:** doanh thu tiếp tục duy trì tốt nhờ đóng góp của mảng thủy điện (70%-80%), lợi nhuận tăng trưởng do giảm trích lập dự phòng điện mặt trời và giảm chi phí lãi vay
 - **Mảng BDS đầu tư:** tăng trưởng ổn định
- Giá mục tiêu kỳ vọng 01 năm tới là **31.262 đồng/cổ phần**, cao hơn 25,8% so với giá đóng của ngày 19/06/2025.
- **Rủi ro và yếu tố cần theo dõi**

Thay đổi các chính sách liên quan đến giá bán điện.

Trích lập dự phòng Infra 1 và lỗ tỷ giá có thể ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận ngắn hạn.

Việc mở bán HaDo Charm Villas tiếp tục bị trì hoãn.

Tiền sử dụng đất dự án HaDo Charm Villas cao hơn so với ước tính của doanh nghiệp

1. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

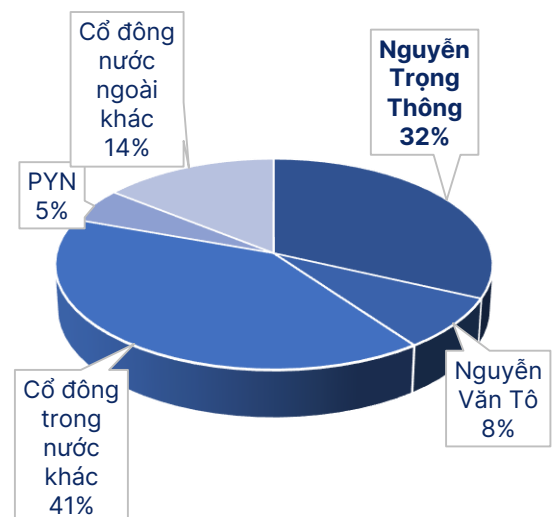
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HoSE: HDG) HDG tiền thân là Xí nghiệp xây dựng trực thuộc Viện Kỹ thuật Quân sự - Bộ Quốc Phòng thành lập năm 1990, chuyển sang mô hình công ty cổ phần từ năm 2004. Tập đoàn Hà Đô đã trải qua các giai đoạn phát triển chính:



Cơ cấu cổ đông

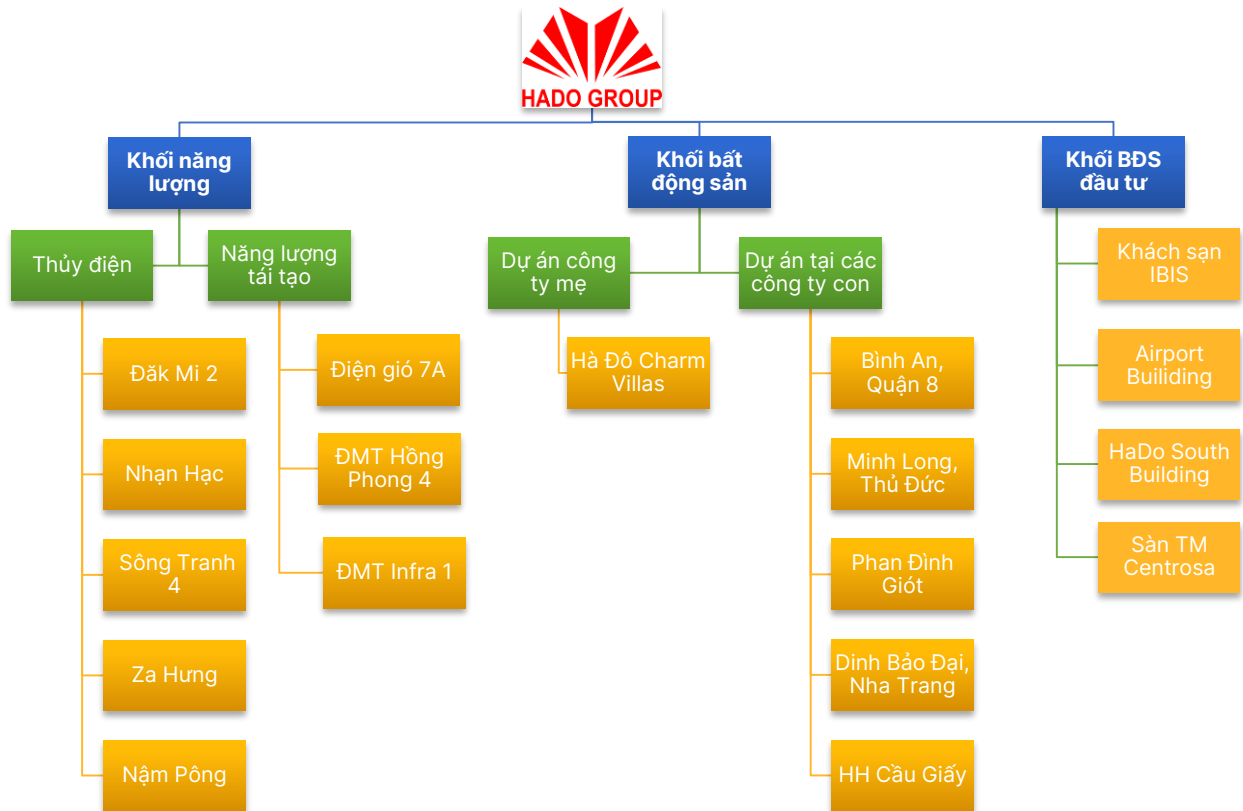
Ông Nguyễn Trọng Thông - chủ tịch sáng lập và sở hữu 107 triệu cổ phần, tương ứng với 32%. Còn lại các cổ đông khác nắm giữ 68%, trong đó khối ngoại nắm giữ 19%.

Nhóm cổ đông	SLCP sở hữu
Nguyễn Trọng Thông	117.760.292
Nguyễn Văn Tô	30.045.270
Cổ đông trong nước khác	149.657.688
PYN	19.470.880
Cổ đông nước ngoài khác	53.030.551
Tổng	369.964.681



Nguồn: VSDC, Fiinpro

Cấu trúc doanh nghiệp, dự án



Hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp

▪ Sản xuất điện năng lượng tái tạo

Tập đoàn Hà Đô bắt đầu tham gia thị trường điện từ năm 2009 với dự án Thủy điện Za Hưng 30MW, nhưng đến giai đoạn từ 2018 thì mảng Sản xuất điện mới bắt đầu thành trọng tâm chiến lược của Tập đoàn khi liên tục đưa vào hoạt động các dự án điện năng lượng tái tạo mới, hiện nay HDG đang vận hành **08 dự án điện với tổng công suất 452 MW**.

Điểm nổi bật trong việc phát triển các dự án của HDG:

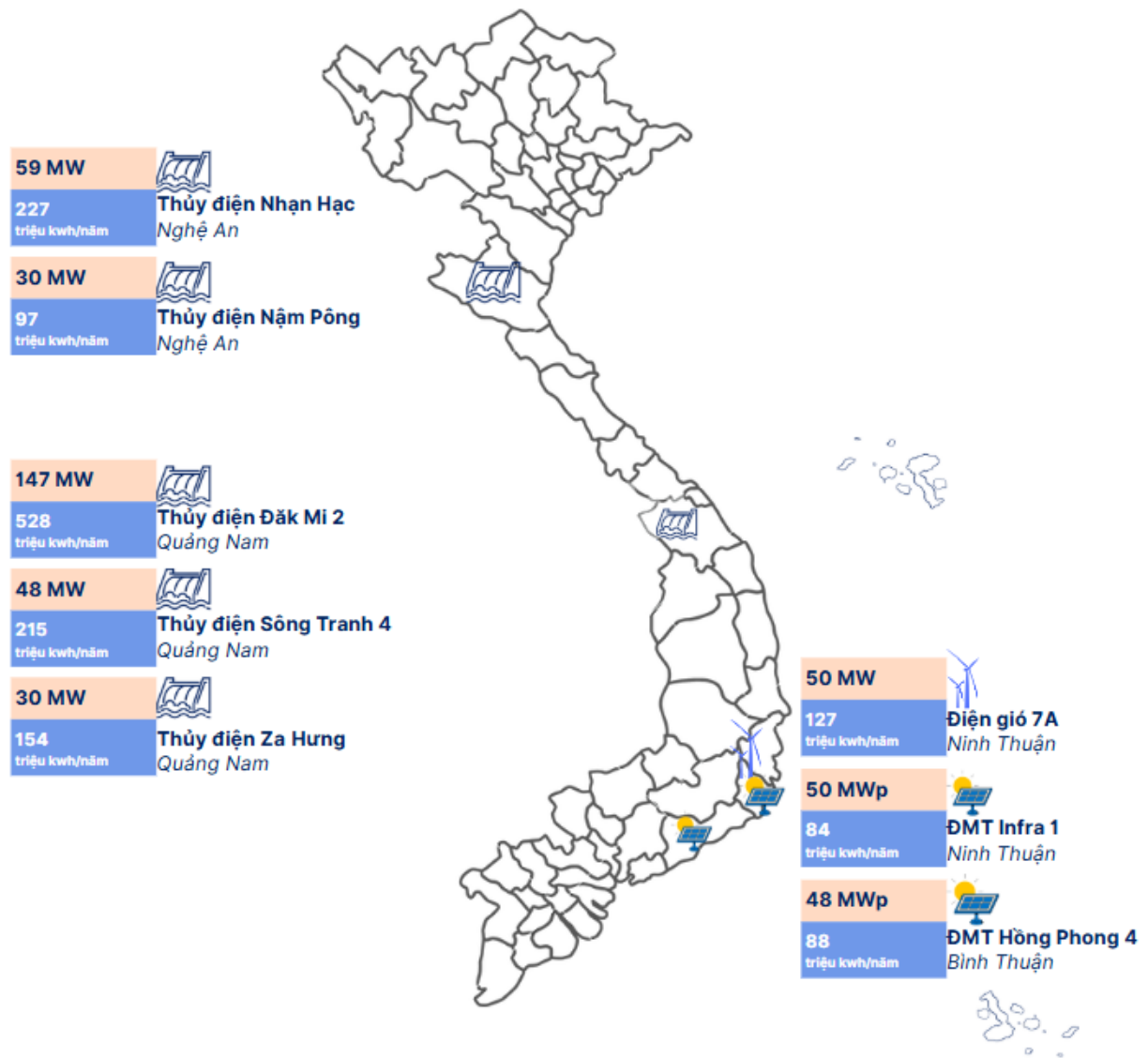
- tập trung phát triển ở các khu vực có điều kiện thời tiết thuận lợi tại Việt Nam cho từng loại hình: các dự án Thủy điện tại Quảng Nam, các dự án Điện mặt trời, Điện gió tại Bình Thuận và Ninh Thuận;
- kiểm soát tốt chi phí để có suất đầu tư thấp so với bình quân ngành: i) các dự án thủy điện thấp hơn ~ 20% so với các dự án cùng thời kỳ; các dự án điện mặt trời, điện gió thấp hơn khoảng 10%; và
- tận dụng tốt cơ chế khuyến khích phát triển năng lượng tái tạo để có giá bán tốt: giá FIT cho các dự án điện mặt trời 9,35 UScent/kWh, điện gió là 8,5 UScent/kWh.

Danh mục các dự án của HDG

Tên dự án	Loại hình	Vị trí	Công suất (MW)	% lợi ích	COD	TMĐT
Za Hưng	Thủy điện	Quảng Nam	30	51,8%	Q4/2009	503
Nậm Pông	Thủy điện	Nghệ An	30	51,8%	Q1/2014	796

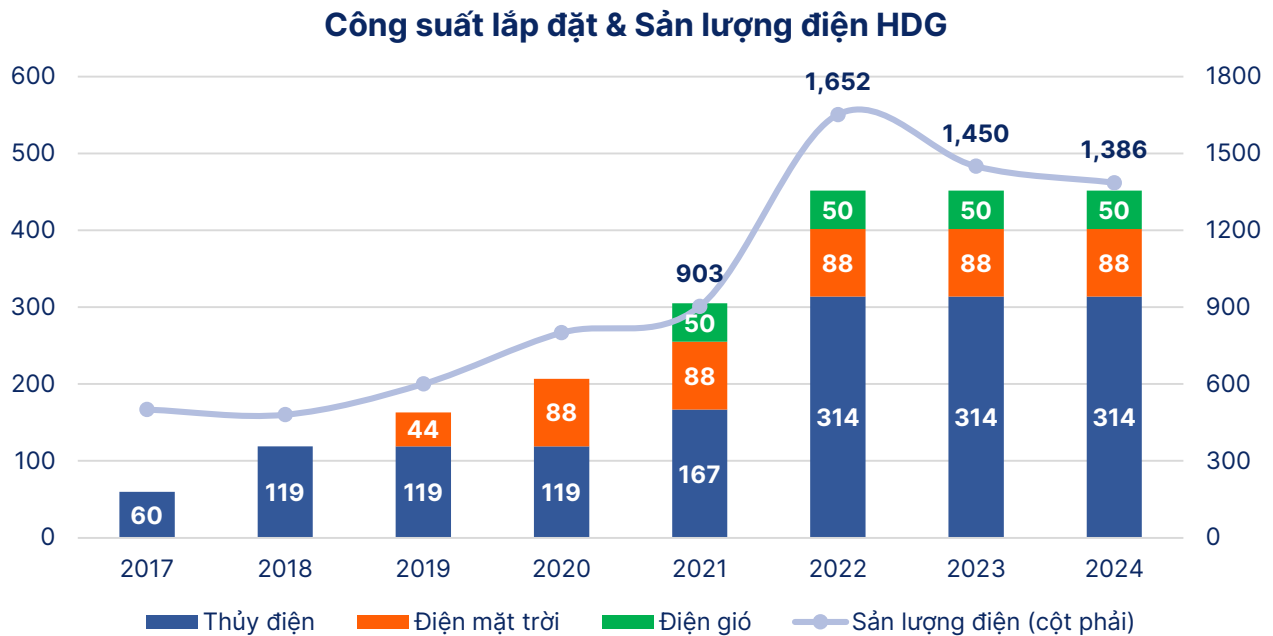
Tên dự án	Loại hình	Vị trí	Công suất (MW)	% lợi ích	COD	TMĐT
Nhận Hạc	Thủy điện	Nghệ An	59	51,8%	Q3/2018	1.214
Hồng Phong 4	Điện mặt trời	Bình Thuận	44	83,3%	Q2/2019	900
SP Infra 1	Điện mặt trời	Ninh Thuận	44	100,0%	Q3/2020	820
Sông Tranh 4	Thủy điện	Quảng Nam	48	63,0%	Q4/2021	1.365
Đak Mi 2	Thủy điện	Quảng Nam	147	97,6%	Q1/2022	3.250
Thuận Nam 7A	Điện gió	Ninh Thuận	50	100,0%	Q4/2021	1.550
			452			10.398

Vị trí các dự án điện của HDG:



Nguồn: HDG & SHS

Sản lượng và công suất lắp đặt



Nguồn: HDG và SHS

Kinh doanh bất động sản:

Mảng bất động sản từng là lĩnh vực mũi nhọn của HDG, các dự án của HDG phát triển tập trung tại Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Sản phẩm BĐS chủ yếu của HDG là căn hộ chung cư và nhà ở thấp tầng phân khúc trung cấp, trong đó nổi bật là dự án Hà Đô Centrosa quy mô 6,85ha đã đem về cho HDG mức doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt khoảng 10.000 tỷ/4.000 tỷ trong giai đoạn 2018-2021.

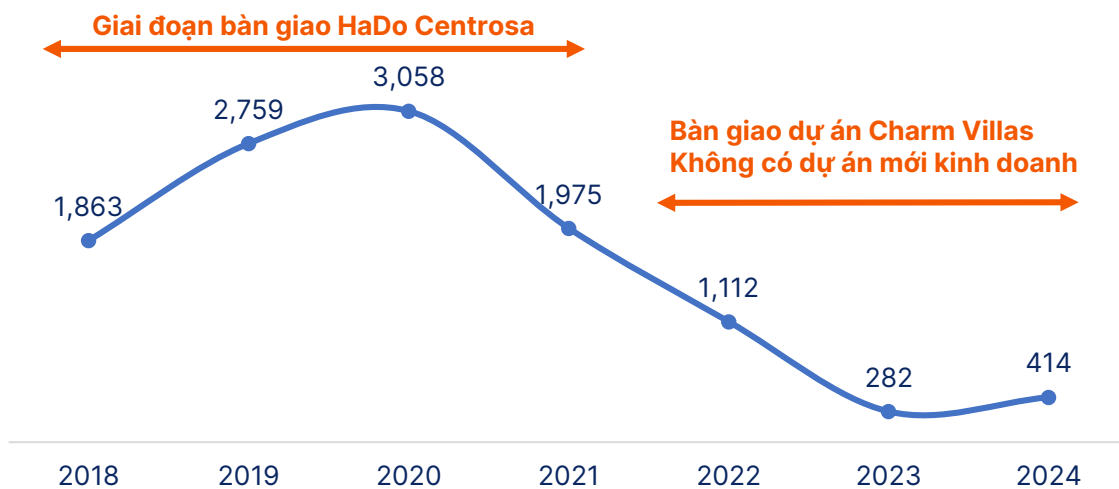
Một số dự án HDG đã triển khai:

Dự án	Tỉnh/Thành	Diện tích (m2)	Sản phẩm chính	Hoàn thành
Hà Đô Centrosa Garden	TP HCM (Q.10)	68.500	Căn hộ chung cư, liền kề	2020
Hà Đô Parkside	Hà Nội (Cầu Giấy)	2.206	Căn hộ chung cư	2018
Hà Đô Riverside	TP HCM (Q.12)	54.983	Căn hộ chung cư, liền kề	2018
Hà Đô Garden Villas	TP HCM (Q.10)	7.174	Biệt thự	2015
Hà Đô Parkview	Hà Nội (Cầu Giấy)	5.262	Căn hộ chung cư	2014



Các dự án BĐS của HDG trong quá khứ đã giúp HDG có nền tảng để đầu tư cho mảng điện, tuy nhiên từ sau khi hoàn tất bàn giao HaDo Centrosa năm 2021 **thị quy mô doanh thu bất động có sự suy giảm rõ rệt** khi HDG chỉ đưa vào kinh doanh được dự án HaDo Charm Villas (là dự án Dragon City mở bán lại sau thay đổi quy hoạch).

Doanh thu BĐS Nhà ở HDG



Trong giai đoạn 2018-2020, HDG đã M&A một số quỹ đất thông qua mua lại các doanh nghiệp tại Thành phố HCM và Hà Nội để triển khai các dự án chung cư, tuy nhiên **không thể thực hiện được việc chuyển đổi sang đất ở để thực hiện dự án** do những quy định pháp lý liên quan đến thực hiện dự án nhà ở thương mại.

Danh mục quỹ đất/dự án của HDG hiện nay:

Dự án	Vị trí	Diện tích (m2)	Sản phẩm dự kiến
Charm Villas	Hà Nội	300.250	Biệt thự và liền kề
Green Lane	TP. HCM	23.237	Chung cư
Bảo Đại Resort	Khánh Hòa	89.200	Khách sạn, biệt thự

Dự án	Vị trí	Diện tích (m2)	Sản phẩm dự kiến
HH Dịch vọng	Hà Nội	9.861	Hỗn hợp nhà ở và TTTM
Linh Trung	TP. Hồ Chí Minh	27.125	Hỗn hợp nhà ở và TTTM
62 Phan Đình Giót	Hà Nội	22.399	Hỗn hợp nhà ở và TTTM
Nongtha Central Park	Lào	745.000	Thấp tầng

Trong quỹ đất hiện tại của HDG chỉ còn 108 căn thấp tầng tại dự án Charm Villas là có thể đưa vào kinh doanh, do vậy HDG đã chủ động giãn tiến độ bán hàng để chờ tăng giá và tháo gỡ pháp lý các quỹ đất khác để có dự án bất động sản gối đầu.

▪ Bất động sản đầu tư:

Mảng bất động sản đầu tư của HDG chủ yếu tập trung tại Thành phố Hồ Chí Minh, vị trí thuận lợi và hiệu suất khai thác cao, đem lại nguồn thu ổn định:

BDS đầu tư	Loại hình	Vị trí	Quy mô	Giá trị đầu tư (nguyên giá)
IBIS Airport Hotel	Khách sạn	Tân Bình, TPHCM	217 phòng khách sạn 65 căn hộ dịch vụ	304,5 tỷ
HaDo Airport Building	Văn phòng	Tân Bình, TPHCM	10.843 m2 sàn	173,1 tỷ
HaDo South Building	Văn phòng	Tân Bình, TPHCM	17.000 m2 sàn	127,5 tỷ
HaDo Centrosa	Thương mại	Quận 10, TPCHM	7594,5 m2 sàn TM + tầng hầm	436,5 tỷ
TM khác	Thương mại	Các mặt bằng thương mại tại các chung cư đã hoàn thành của HDG tại Hà Nội		135,6 tỷ
TTTM CC3	Thương mại	Cầu Giấy, Hà Nội	3.700 m2 sàn	Chưa xây dựng
Tổng Giá trị đầu tư				1.177 tỷ đồng



IBIS Airport Hotel

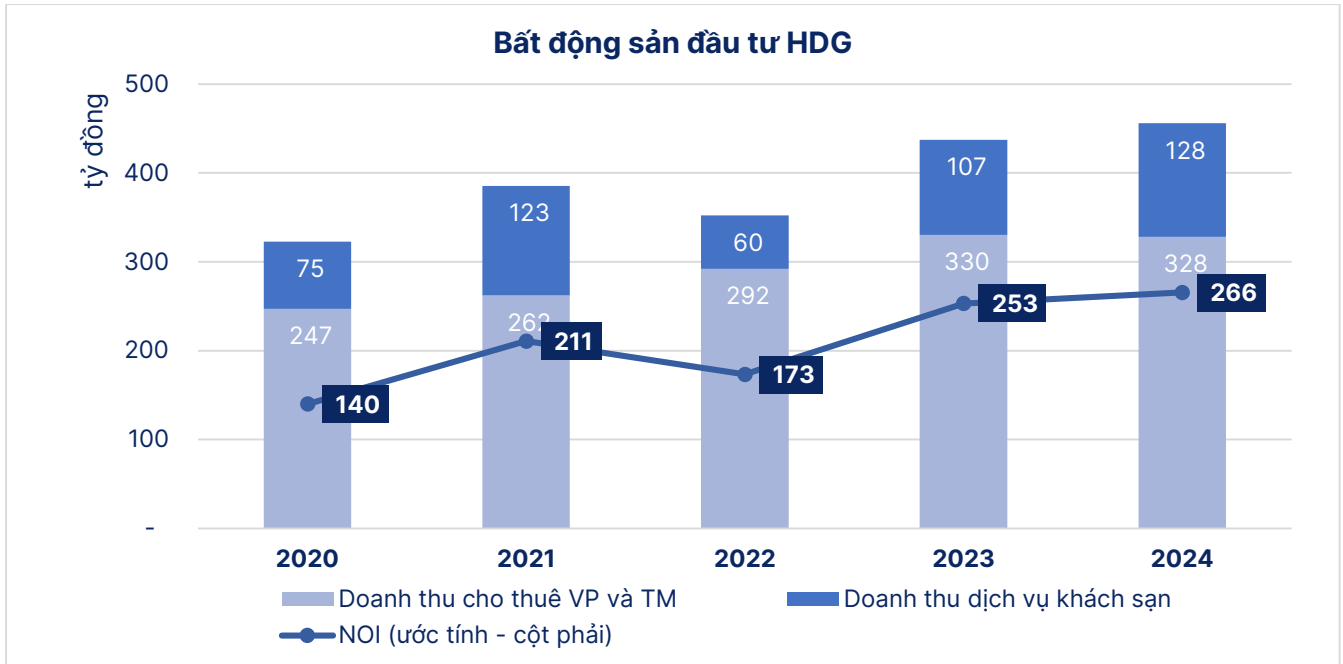


HaDo South Building

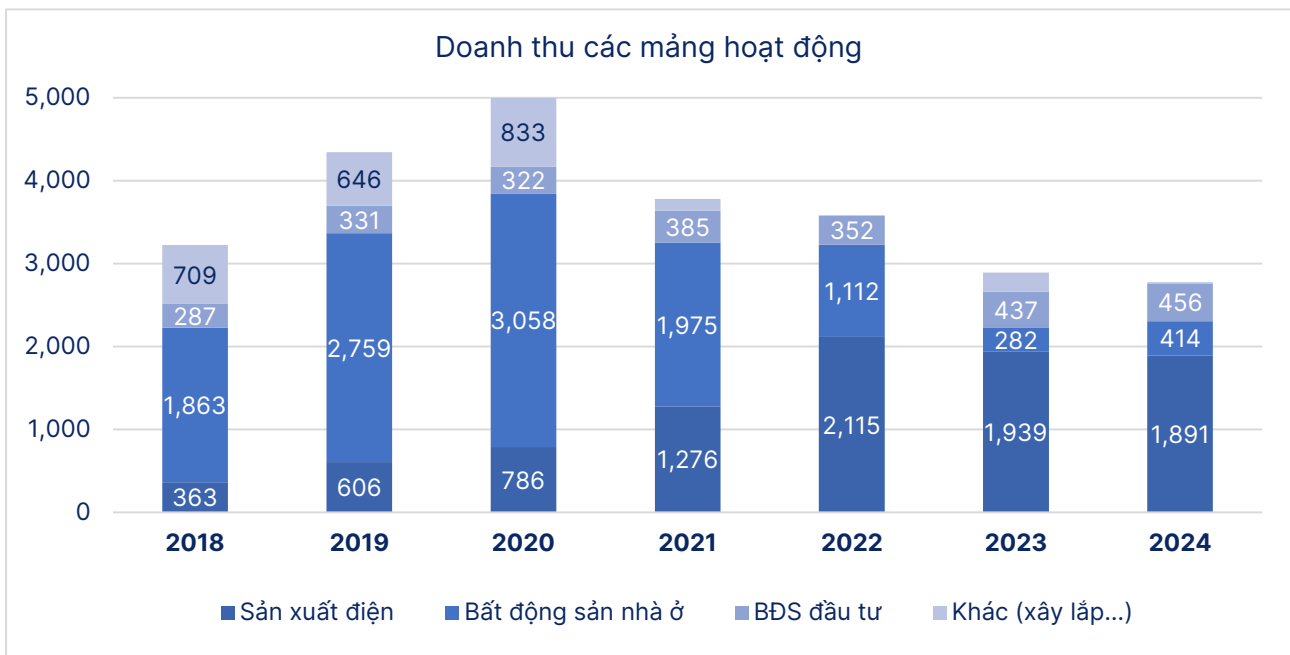
Các dự án BĐS đầu tư của HDG có vị trí khá thuận lợi: *Ibis Hotel, Airport Building, South Building nằm sát sân bay Tân Sơn Nhất; HaDo Centrosa nằm cách CBD TPHCM 1km.*

Các mặt bằng của HDG có giá thuê khá tốt từ 20USD/m² – 25USD/m² (đã bao gồm phí quản lý), tỷ lệ lấp đầy cao >90% với văn phòng, thương mại và 70% với khách sạn.

Trong giai đoạn 2020-2024, Doanh thu từ Bất động sản đầu tư đạt tăng trưởng bình quân CAGR 9%/năm, NOI¹ CAGR 16%/năm từ 140 tỷ lên 266 tỷ nhờ: i) *tăng giá cho thuê* và ii) *tăng tỷ lệ lấp đầy khu thương mại HaDo Centrosa.*



Doanh thu các mảng kinh doanh của HDG

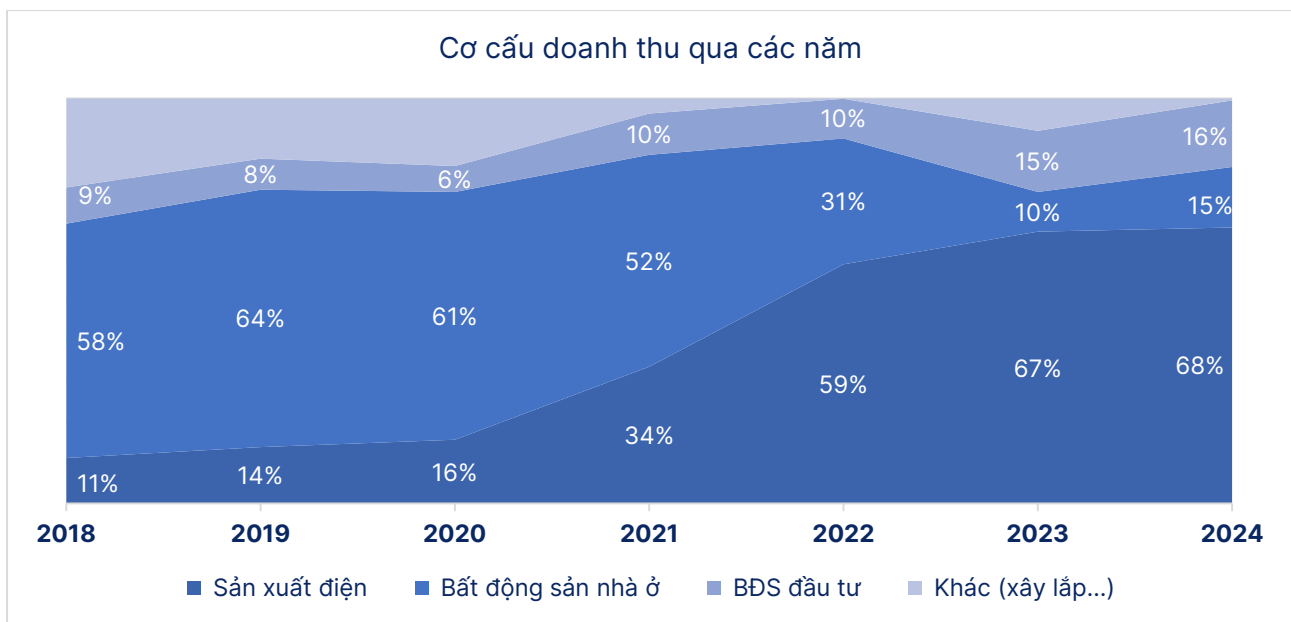


¹ **NOI**: Thu nhập ròng từ hoạt động cho thuê bất động sản đầu tư và cung cấp các dịch vụ liên quan (Doanh thu – Chi phí vận hành, tiền sử dụng đất)

Doanh thu HDG tăng trưởng mạnh giai đoạn 2018 -2020 từ mức trên 3.200 tỷ lên mức đỉnh gần 5.000 tỷ do:

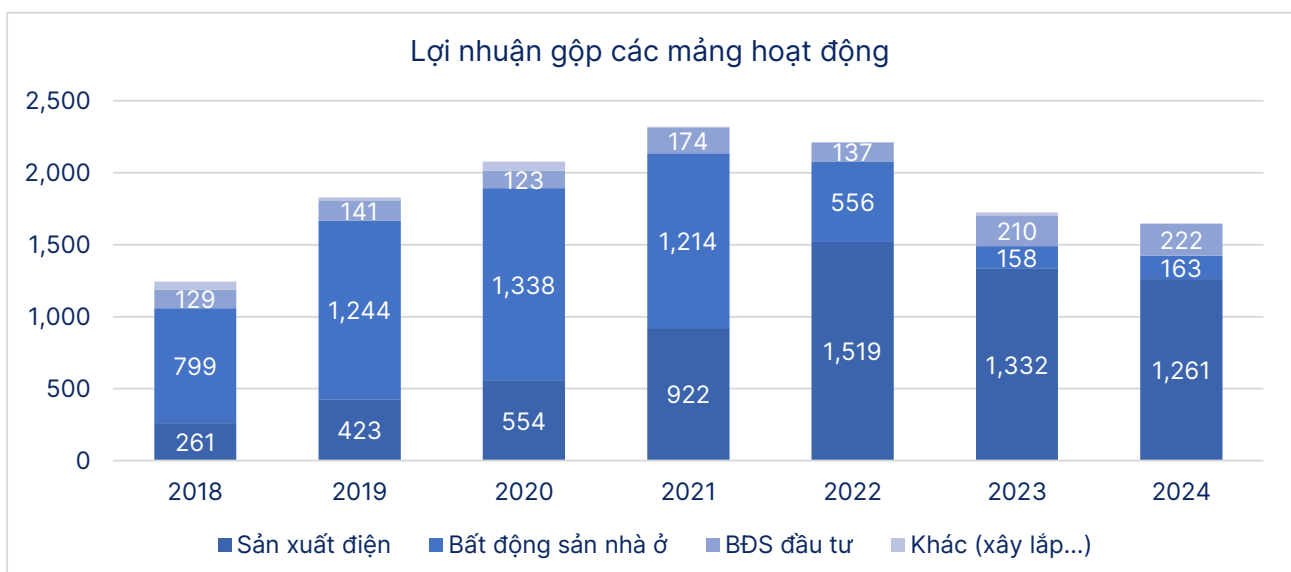
- i) Động lực chính tăng trưởng của mảng bất động sản do bàn giao dự án HaDo Centrosa;
- ii) Mảng điện cũng tăng trưởng tốt nhờ dự án Nhạn Hạc COD cuối năm 2018 và Hồng Phong 4 năm 2019;
- iii) Mảng xây dựng vẫn còn đóng góp doanh thu đáng kể khoảng 650-850 tỷ/năm.

Từ 2021, doanh thu liên tục sụt giảm từ 3.777 tỷ về 2.774 tỷ đồng năm 2024 chủ yếu do: mảng bất động sản nhà ở lao dốc sau khi dự án Charm Villas GĐ1&2 phần lớn bàn giao năm 2020-2021 còn các dự án khác không triển khai được do vướng mắc pháp lý và thoái vốn hoàn toàn khỏi mảng xây dựng. Mảng sản xuất điện sau khi đạt doanh thu kỷ lục năm 2022 thì giảm nhẹ trong hai năm gần đây do tình hình thủy văn kém thuận lợi. Mảng cho thuê BĐS đầu tư doanh thu tăng trưởng khá ổn định.

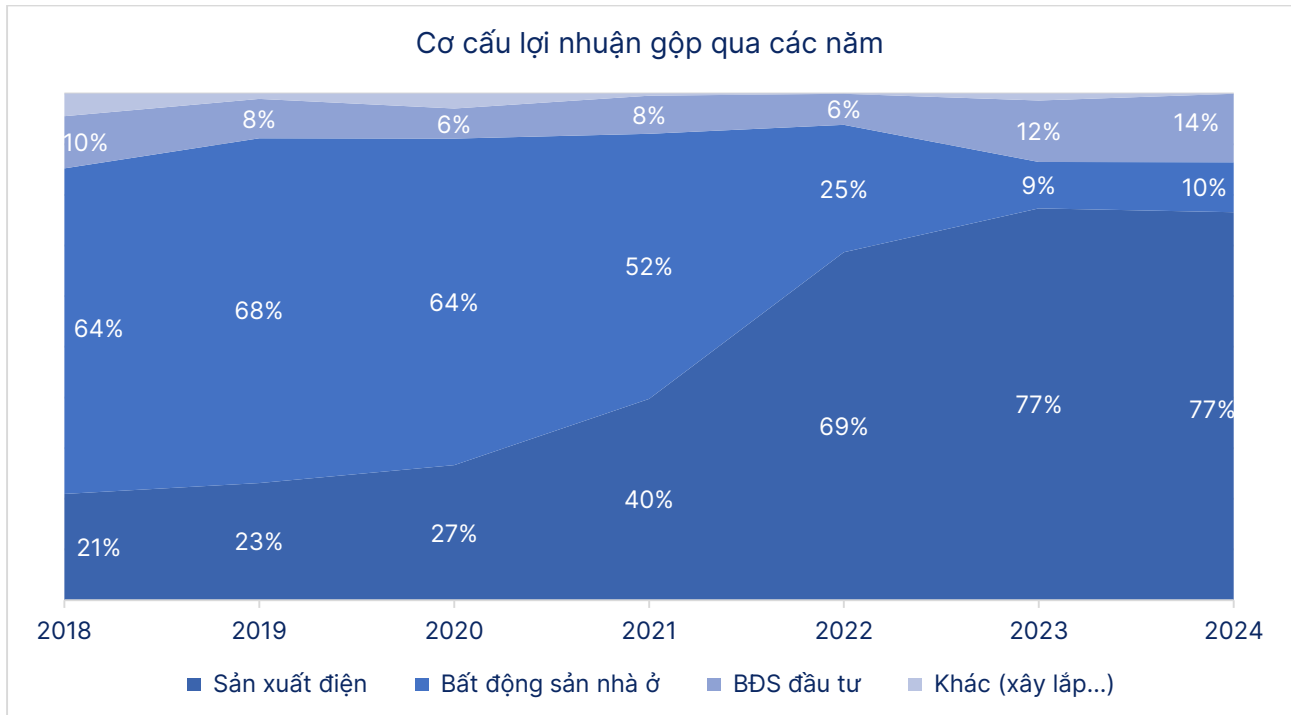


Cơ cấu doanh thu của HDG cho thấy rõ sự chuyển dịch từ doanh nghiệp bất động sản sang doanh nghiệp sản xuất điện khi tỷ trọng đóng góp của mảng BĐS giảm từ mức bình quân khoảng 60% về còn 15% trong năm 2024, trong khi đó mảng điện từ 11% tăng lên 68%, chiếm phần lớn doanh thu của HDG.

Lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh

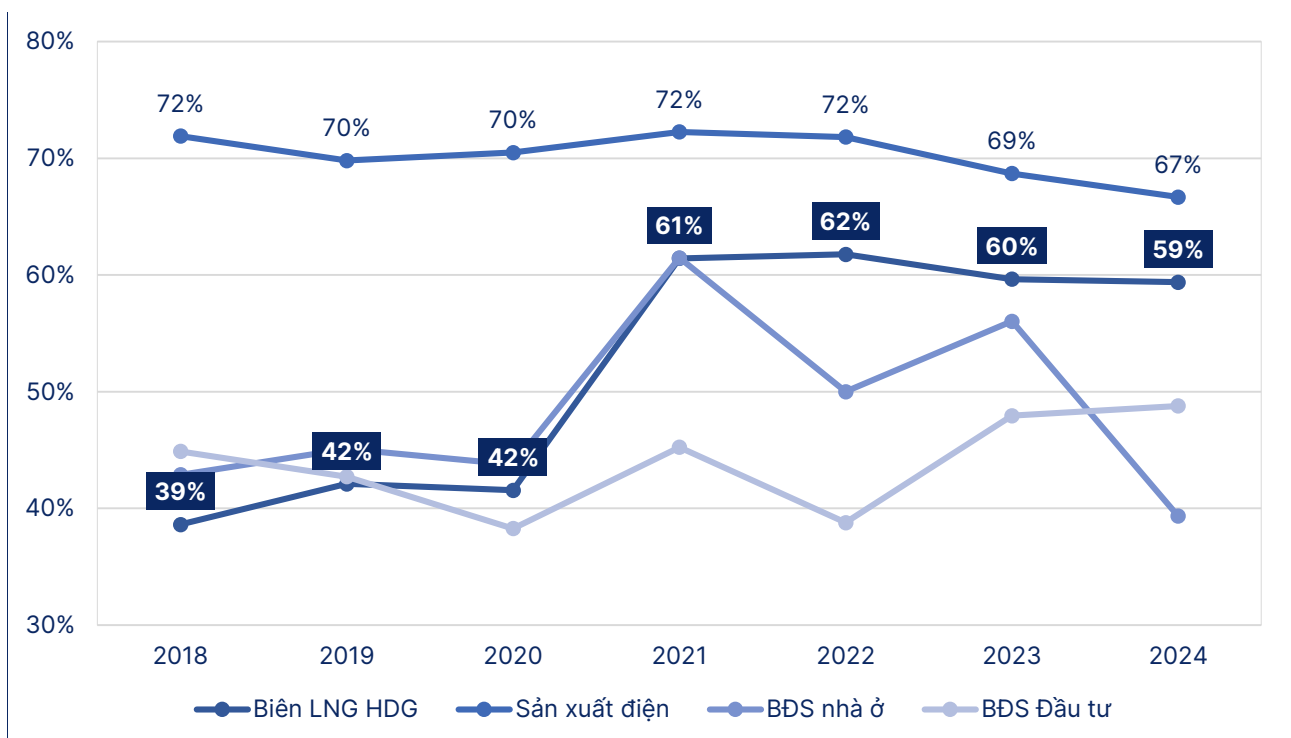


Lợi nhuận gộp của HDG tăng trưởng mạnh giai đoạn 2018-2021 với CAGR 23% nhờ tăng trưởng của cả mảng BĐS và mảng điện. Giai đoạn 2022-2024, lợi nhuận gộp liên tục sụt giảm chủ yếu do mảng BĐS khi năm 2024 chỉ đóng góp 163 tỷ lợi nhuận so với mức hơn 1.200 tỷ năm 2021.

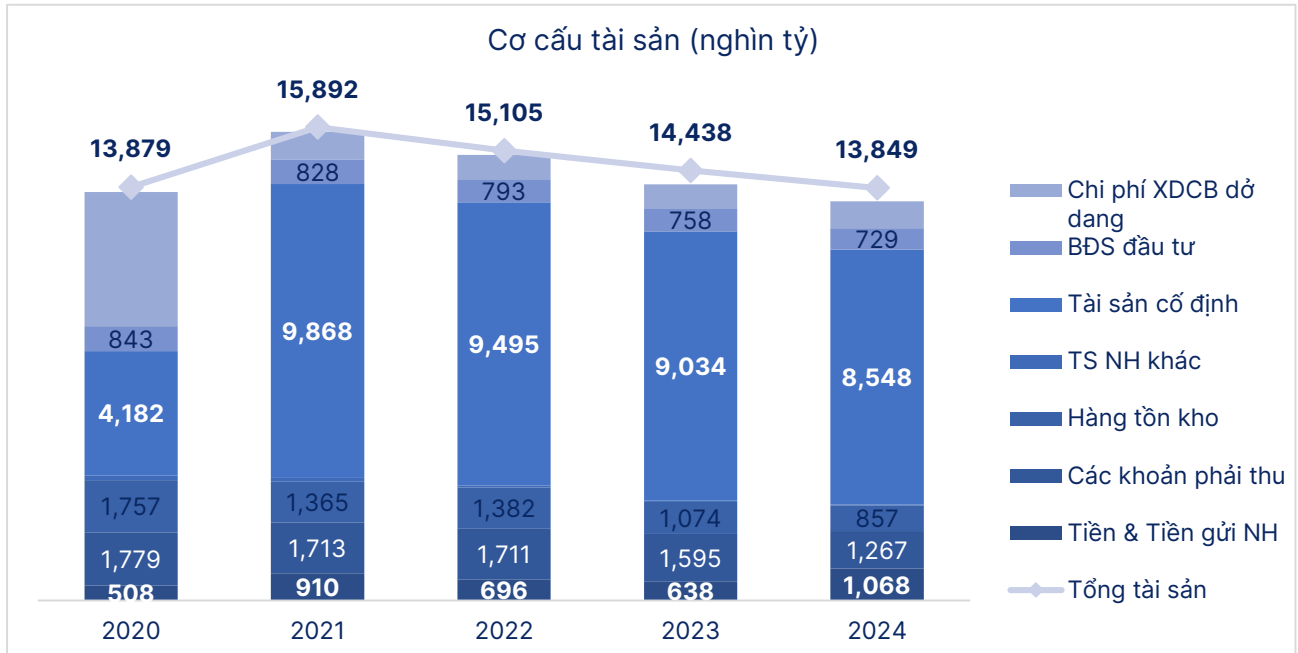


Từ năm 2022 mảng điện chiếm tỷ trọng bình quân khoảng 72% lợi nhuận gộp HDG, trong khi đó mảng bất động sản chỉ còn đóng góp 10% lợi nhuận gộp năm 2024 do thiếu vắng các dự án bàn giao.

Do tỷ trọng đóng góp của mảng sản xuất điện (*có biên lợi nhuận 65%-75%*) nên biên lợi nhuận HDG duy trì ở mức khá cao khoảng 60%, trong khi đó mảng bất động sản có biên lợi nhuận không ổn định và đang có xu hướng giảm.



Cơ cấu tài sản

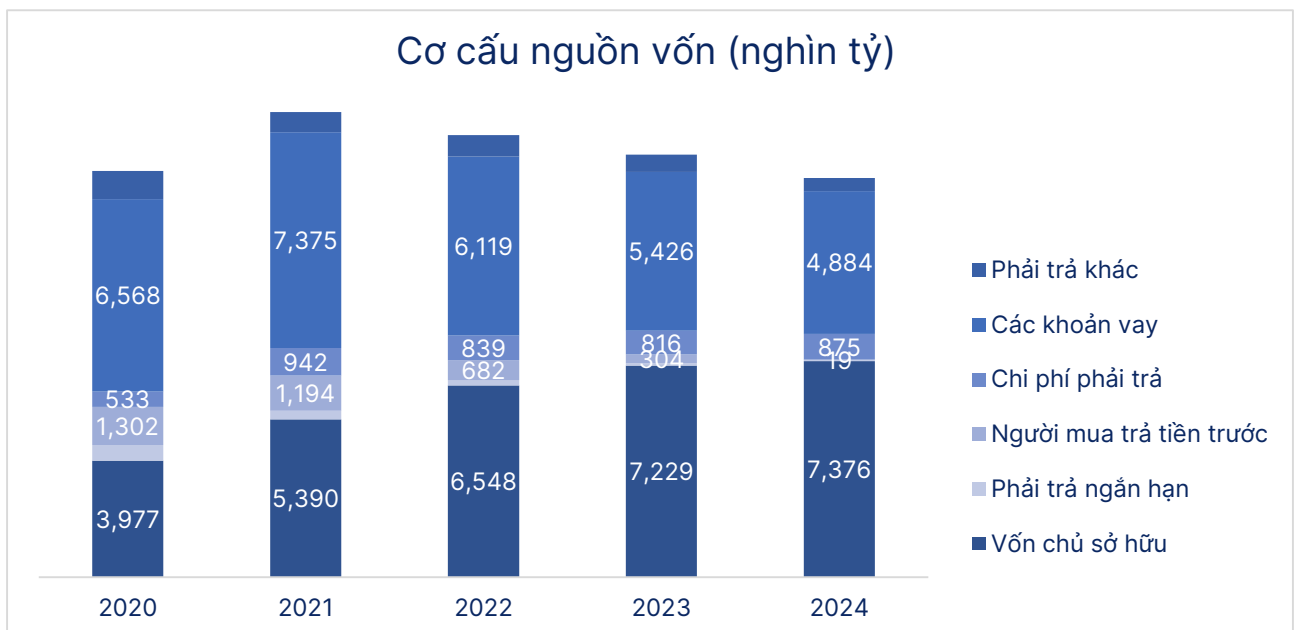


Quy mô tổng tài sản của HDG đang trong chiều hướng giảm những năm gần đây do không đầu tư dự án mới, các dự án điện khẩu hao dẫn đến giảm quy mô tài sản cố định.

Tính đến 31/12/2024, cơ cấu tài sản của HDG tập trung các khoản mục:

- i) Tài sản cố định: 8.548 tỷ (62%) chủ yếu là các nhà máy điện
- ii) Các khoản phải thu: 1.267 tỷ (9%) chủ yếu là phải thu EVN (771 tỷ) và các khách hàng bất động sản (509 tỷ); trong đó khoản EVN phải trích lập dự phòng 293 tỷ dự án Hồng Phong 4.
- iii) Tiền và đầu tư ngắn hạn: 1.068 tỷ (8%)

Cơ cấu nguồn vốn



HDG có cơ cấu vốn khá an toàn, chủ yếu tài trợ bằng nguồn vốn chủ sở hữu chiếm 48%, các khoản vay ngân hàng chiếm 32% (phần lớn là vay dài hạn của các dự án điện).

Với việc duy trì lượng tiền gửi, đầu tư tài chính trên 1.000 tỷ và dòng tiền dồi dào từ mảng bán điện thì HDG có thể đáp ứng tốt vấn đề thanh khoản.

2. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ



Mảng sản xuất điện có hiệu quả cao với động lực chính là các dự án thủy điện, dù các dự án điện mặt trời đang đối mặt với một số rủi ro pháp lý



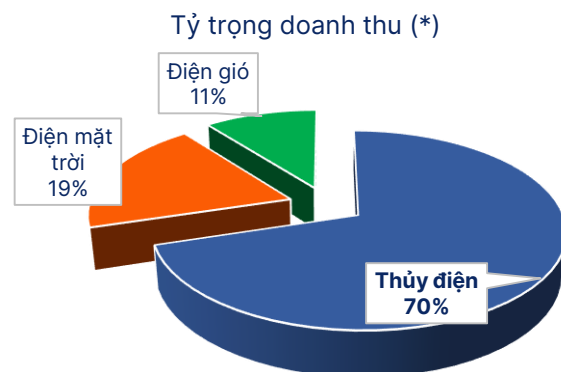
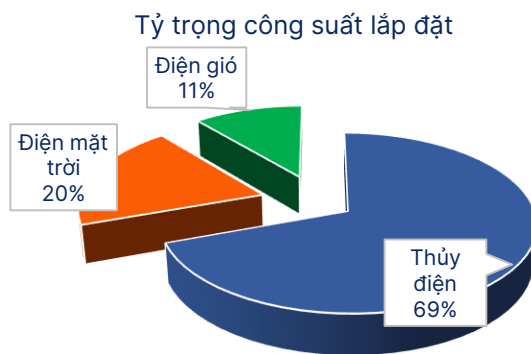
Mở bán Charm Villas Giai đoạn 3 đem lại động lực tăng trưởng cho mảng bất động sản trong khi các dự án mới vẫn chưa có nhiều tiến triển rõ nét



Kết quả kinh doanh giai đoạn từ 2025-2027 tăng trưởng trở lại trên nền thấp của năm 2024

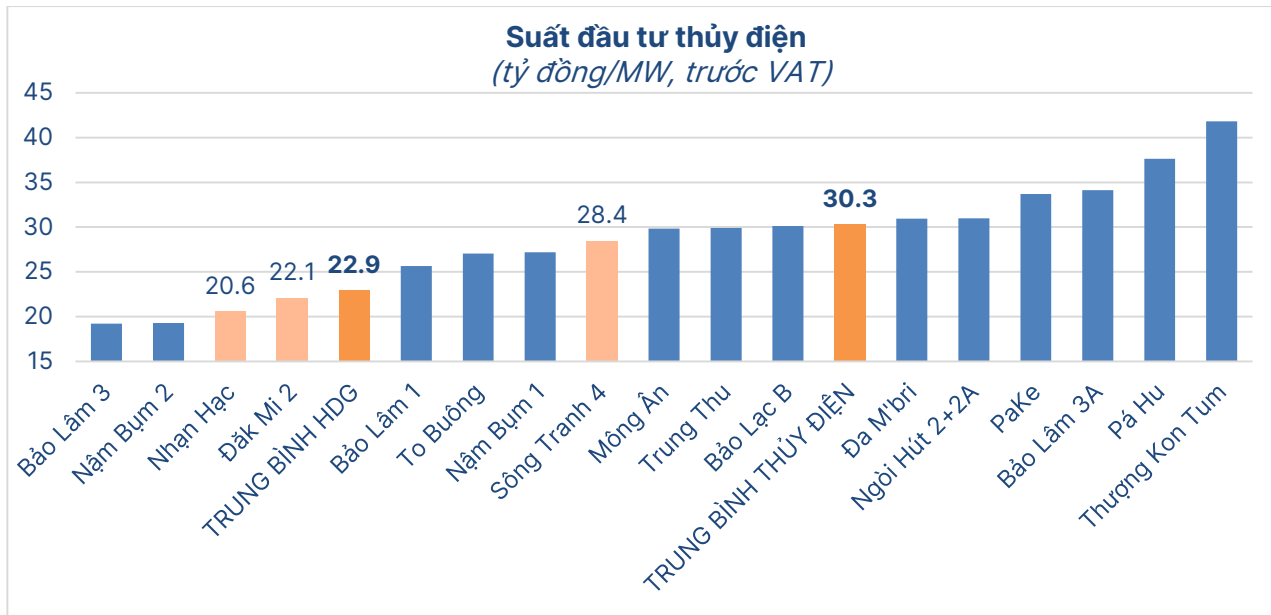
CÁC DỰ ÁN THỦY ĐIỆN VẪN ĐÓNG VAI TRÒ CHỦ YẾU TRONG CƠ CẤU SẢN XUẤT ĐIỆN, CÁC CHI PHÍ BẤT THƯỜNG CỦA ĐIỆN MẶT TRỜI ẢNH HƯỞNG ĐẾN KQKD NGẮN HẠN

Thủy điện chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu sản xuất điện của HDG với tỷ trọng 70% công suất lắp đặt và doanh thu hàng năm, tiếp theo là các dự án điện mặt trời (19%) và điện gió (11%). Trong trường hợp các dự án điện mặt trời phải điều chỉnh giảm giá FIT thì tỷ trọng đóng góp của thủy điện có thể lên đến 80% doanh thu mảng điện của HDG



❖ (*) bình quân 03 năm 2022-2024

Các dự án thủy điện của HDG có suất đầu tư thấp so với ngành: theo số liệu SHS thu thập từ các doanh nghiệp niêm yết, trong nhóm các thủy điện được vận hành sau trong 10 năm trở lại đây thì các dự án của HDG có suất đầu tư rất tốt, trung bình khoảng 22,9 tỷ/MW (trước VAT), thấp hơn khoảng 25% so với bình quân khoảng 30,3 tỷ/MW.



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp NY

Giá bán điện của HDG tương đối tốt: các dự án thủy điện của HDG có mức giá trung bình so với ngành (~ 1.000 đồng/kWh – 1.300 đồng/kWh), trong khi đó các dự án điện mặt trời và điện gió được hưởng mức giá cao do chính sách khuyến khích phát triển năng lượng tái tạo.

Dự án	Cơ chế giá	Giá thực tế
Thủy điện Za Hung	Áp dụng Biểu giá chi phí tránh được do Bộ Công Thương ban hành hàng năm	1.134 đồng/kWh
Thủy điện Nậm Pông		1.289 đồng/kWh
Thủy điện Nhạn Hạc		1.243 đồng/kWh
Thủy điện Sông Tranh 4	Bao gồm giá hợp đồng Pc và giá trên thị trường phát điện cạnh tranh Pm (thường cao hơn Pc)	1.017 đồng/kWh
Thủy điện Đắk Mi 2		1.129 đồng/kWh
ĐMT Hồng Phong 4	Giá FiT cố định trong vòng 20 năm (*)	9,35Uscent/kWh ~ 2.300 đồng/kWh
ĐMT Infra 1	Giá FiT cố định trong vòng 20 năm (*)	9,35Uscent/kWh ~ 2.300 đồng/kWh
Điện gió 7A	Giá FiT cố định trong vòng 20 năm	8,5Uscent/kWh ~ 2.100 đồng/kWh

(*) Điện mặt trời đối mặt với các vấn đề pháp lý: các dự án điện mặt trời của HDG đang phải đối mặt với một số vấn đề ảnh hưởng đến giá bán FIT trong hợp đồng với EVN như sau

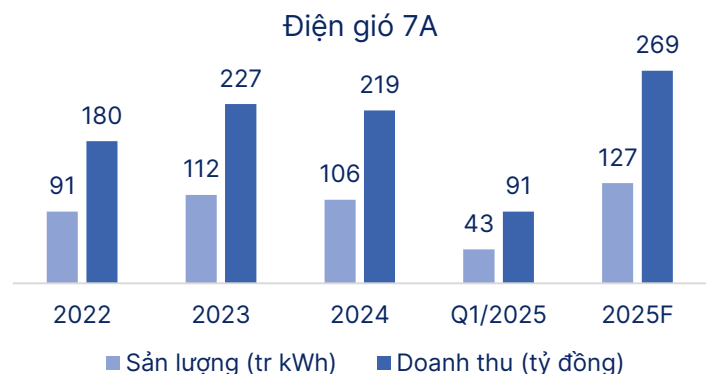
Vấn đề	ĐMT Hồng Phong 4	Điện mặt trời Infra 1
Chồng lấn quy hoạch	Dự án xây trên đất quy hoạch dự trữ khoáng sản	Không

Vấn đề	DMT Hồng Phong 4	Điện mặt trời Infra 1
Nghiệm thu công trình	Dự án chưa được cơ quan nhà nước có thẩm quyền chấp thuận kết quả nghiệm thu	Cơ quan nhà nước có thẩm quyền chấp thuận kết quả nghiệm thu ngày 28/02/2023 (sau ngày được hưởng ưu đãi giá FIT)
Thực trạng thực hiện hợp đồng với EVN	- Vẫn giao nhận điện và ghi nhận sản lượng bình thường - EVN tạm dừng thanh toán từ 08/2023	- Vẫn giao nhận điện và ghi nhận sản lượng bình thường - Từ 01/01/2024 EVN chỉ thực hiện thanh toán theo giá trần khung giá điện mặt trời chuyển tiếp 1.184,90 đồng/kWh
Doanh thu hồi tố (dự kiến bị EVN thu hồi lại khoản đã thanh toán)	Doanh nghiệp ước tính: 502 tỷ	Cách ước tính: <i>Chênh lệch giữa giá thanh toán thực tế với giá trần chuyển tiếp x Sản lượng điện đã phát lũy kế 31/12/2024</i> Giá trị ước tính: 346 tỷ
Tình hình thực hiện trích lập dự phòng đến 31/12/2024	Đã trích lập toàn bộ bao gồm 293 tỷ phải thu EVN và 208 tỷ dự phòng phải trả	Chưa trích lập

Việc trích lập điện mặt trời Hồng Phong 4 hơn 500 tỷ đã khiến lợi nhuận HDG giảm mạnh trong năm 2024. Trường hợp phải trích lập tiếp do dự án Infra 1 có thể sẽ tiếp tục ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận năm 2025 (*ước tính 346 tỷ*) nhưng các vấn đề này là chi phí bất thường và sẽ không ảnh hưởng nhiều đến triển vọng dài hạn của HDG.

Điện gió cải thiện sản lượng do không còn bị cắt giảm công suất: dự án Điện gió 7A đã ký kết phụ lục hợp đồng mua bán điện với EVN, loại bỏ điều kiện về việc cam kết ngừng/giảm công suất.

Việc này sẽ giúp cho sản lượng của NMĐG 7A *tăng khoảng 20%* so với các năm trước, thực tế sản lượng Q1/2025 của nhà máy đã tăng 48% svck 2024.

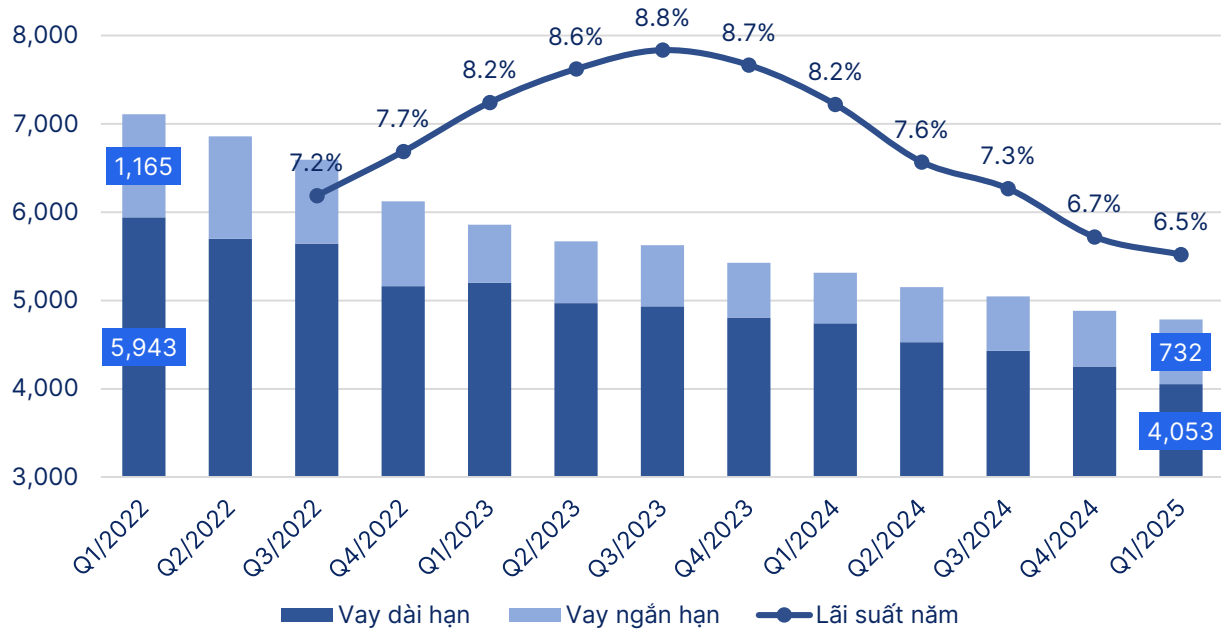


Chi phí lãi vay giảm mạnh nhờ hỗ trợ kết quả kinh doanh trong trung hạn, trong khi đó ngắn hạn chi phí tài chính tăng do EURO trượt giá.

Để tài trợ các dự án điện, HDG thường huy động khoảng 70% TMĐT là các khoản vay ngân hàng do đó chi phí lãi vay tác động lớn đến lợi nhuận của mảng điện (*chiếm khoảng 30%-50% EBIT*).

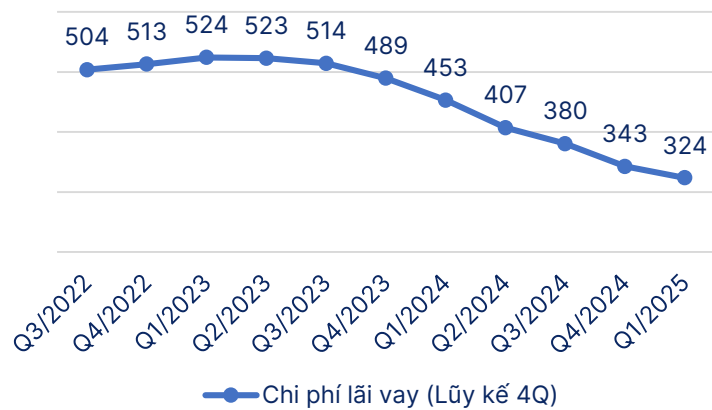
Sau khi Đăk Mi 2 đi vào vận hành đầu năm 2022, HDG chưa đầu tư thêm các dự án điện mới đáng kể, dòng tiền thu về các dự án điện đã giúp HDG chi trả nợ vay ngân hàng qua đó *dư nợ vay đã giảm 33%* từ 7.108 tỷ (Q1/2022) về 4.784 tỷ (Q1/2025).

Nhờ mặt bằng lãi suất huy động giảm (lãi suất cơ sở) và HDG tích cực đàm phán giảm biên lãi vay nên *lãi suất bình quân của HDG đã giảm từ mức đỉnh 8,8%/năm (Q3/2023) về mức hiện tại khoảng 6,5%/năm*.



Do giảm được dư nợ và lãi suất, **chi phí lãi vay của HDG đã giảm rõ rệt trong những năm gần đây từ mức khoảng 500 tỷ/năm về mức 300 tỷ/năm.**

Kết quả này sẽ giúp HDG gia tăng mạnh mẽ lợi nhuận mảng điện sau khi đã xử lý xong các vấn đề liên quan đến điện mặt trời nêu trên.



Cũng cần lưu ý, HDG có khoản vay ngoại tệ bằng Euro với dư nợ đến 31/12/2024 là 582 tỷ đồng. Tính từ đầu năm 2025 đến nay, đồng EURO đã trượt giá khoảng 13%², ước tính khoản lỗ tỷ giá trong 1H2025 là 75 tỷ đồng.

Triển vọng phát triển các dự án điện mới của HDG chưa rõ ràng

Hiện nay HDG đang hướng đến đầu tư một số dự án điện, trong đó dự án thủy điện có công suất khá nhỏ, danh mục chủ yếu các dự án điện gió tiềm năng.

Dự án	Vị trí	Công suất	Tiến độ
Thủy điện Sơn Linh	Quảng Nam	15MW	Đang xin điều chỉnh từ 9MW lên 15MW
Thủy điện Sơn Nham	Quảng Nam	9MW	Đang xin điều chỉnh từ 6MW lên 9MW Đang thi công
Điện gió Phước Hữu	Ninh Thuận	50MW	UBND tỉnh Ninh Thuận cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư vào T4/2024

² Tính theo tỷ giá Euro (bán) niêm yết của ngân hàng Vietcombank ngày 17/06/2025

Dự án	Vị trí	Công suất	Tiến độ
Điện gió Bình Gia	Lạng Sơn	80MW	UBND tỉnh Lạng Sơn trao biên bản ghi nhớ đầu tư (MOU) T4/2024
Điện gió 7A GD2	Ninh Thuận	21MW	

Sau giai đoạn bùng nổ đầu tư điện gió để hưởng giá FIT, các dự án điện gió không còn hấp dẫn nhà đầu tư do không có cơ chế giá rõ ràng. Hiện nay việc xác định giá bán của các dự án điện gió phục thuộc vào đàm phán của Chủ đầu tư và EVN theo các nguyên tắc xác định giá quy định tại Thông tư số 07/2024/TT-BCT của Bộ Công thương nhưng không vượt quá khung giá điện do Bộ Công thương ban hành.

Ngày 30/05/2025, Bộ Công thương đã ban hành khung giá phát điện (chưa bao gồm thuế giá trị gia tăng) đối với nhà máy điện gió trên đất liền: tại khu vực miền Bắc 1.959,4 đồng/kWh, miền Trung 1.807,4 đồng/kWh và miền Nam 1.840,3 đồng/kWh, tăng khoảng 14%–23% so với khung giá điện gió chuyển tiếp theo Quyết định 21/QĐ-BCT ngày 07/01/2023.

Khung giá mới này được đánh giá là sẽ thúc đẩy phát triển các dự án điện gió theo Quy hoạch điện VIII, tuy nhiên thực tế đến nay, vẫn chưa có dự án nào đàm phán được giá điện thành công do vậy triển vọng cho các dự án điện gió mới của HDG vẫn chưa rõ ràng.

MỞ BÁN CHARM VILLAS GIAI ĐOẠN 3 ĐEM LẠI ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHO MẢNG BẤT ĐỘNG SẢN TRONG NGẮN HẠN TRONG KHI CÁC DỰ ÁN MỚI VẪN CHƯA CÓ NHIỀU TIẾN TRIỂN RÕ NÉT

Trong các dự án bất động sản của HDG hiện tại, chỉ có dự án HaDo Charm Villas sẵn sàng để kinh doanh và có thể ghi nhận lợi nhuận trong những năm tới.

HaDo Charm Villas

Vị trí: cửa ngõ phía Tây của Hà Nội, tại nút giao Đại lộ Thăng Long và đường liên khu 8

Quy mô: 30ha

Sản phẩm: 528 căn biệt thự, liền kề

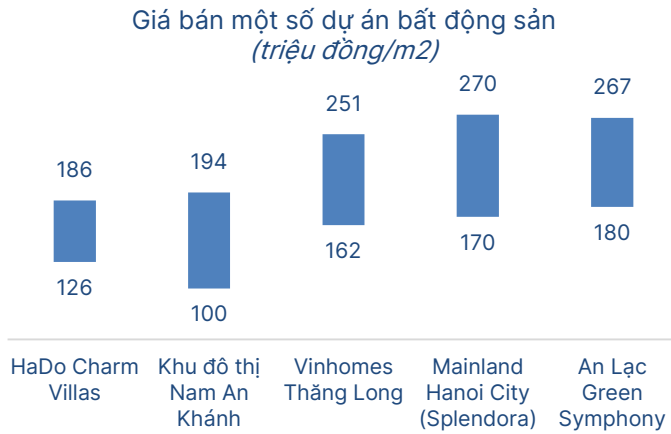
Tiến độ xây dựng: dự án đã hoàn thành xây thô toàn bộ liền kề và biệt thự

Tiến độ bán hàng: HDG đã bán và ghi nhận doanh thu 420/528 căn



Giá bất động sản nhà ở khu vực Đại lộ Thăng Long đoạn qua huyện Hoài Đức đã có mức tăng giá đáng kể trong những năm qua do các yếu tố:

- Xu hướng chung của BĐS Hà Nội: Quỹ đất nội đô Hà Nội ngày càng khan hiếm, giá chung cư nội thành tăng cao, thúc đẩy các nhà đầu tư chuyển hướng ra các khu vực vùng ven có kết nối giao thông tốt;*
- Các tuyến đường kết nối giao thông mới ở Hoài Đức: vành đai 3.5, vành đai 4, các tuyến đường liên khu giúp phát triển hạ tầng.*



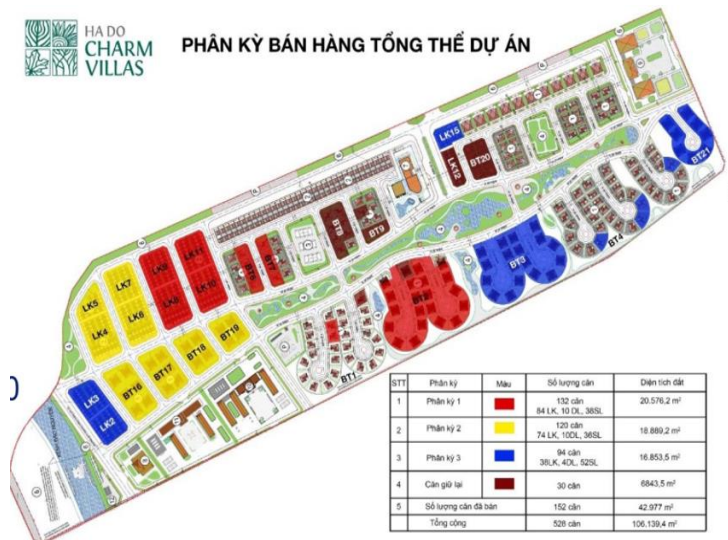
Nguồn: batdongsan.com.vn

Các dự án trong khu vực như Vinhomes Thăng long, Splendor, Nam An Khánh đều có mức tăng khoảng 100% trong giai đoạn 2021 đến nay.

Dự án HaDo Charm Villas hiện đang có giá giao dịch thứ cấp khoảng 126-186 triệu đồng/m², mức tăng đáng kể so với thời điểm mở bán Đợt 1,2 vào năm 2020-2021 dự án có mức giá từ 60-80 triệu đồng/m².

Ước tính đóng góp của dự án HaDo Charm Villas cho kết quả kinh doanh HDG những năm tới:

- Dự án Charm Villas hiện còn 108 căn chưa kinh doanh thuộc giai đoạn 3 của dự án (tổng 124 căn, diện tích 23.697 m²), theo đó diện tích thương phẩm còn lại ước khoảng 20.600 m² thấp tầng
- Giá bán dự kiến: trung bình khoảng 160 tr đồng/m² (đã bao gồm VAT) Như vậy phần còn lại dự án dự kiến sẽ đóng góp cho HDG doanh thu khoảng 3.000 tỷ và lợi nhuận sau thuế khoảng 1.500 – 1.700 tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027, phụ thuộc vào tiến độ bán hàng & bàn giao thực tế của doanh nghiệp.



Các dự án bất động sản của HDG đã vướng mắc nhiều năm chủ yếu do các vấn đề về pháp lý liên quan đến chuyển đổi mục đích sử dụng đất, chưa có nhiều chuyển biến rõ nét:

Dự án	Vị trí	Diện tích (m ²)	Sản phẩm dự kiến	Tiến độ
Green Lane	Quận 8, TP. HCM	23.237	Chung cư	Do vướng đến công xen kẹt
Bảo Đại Resort	Nha Trang, Khánh Hòa	89.200	Khách sạn, biệt thự	Dự án bị đình chỉ thi công từ năm 2017 do vấn đề bảo tồn các di tích trong quy hoạch; đã trả lại 5 biệt thự cổ nằm trong diện tích dự án
HH Dịch vụ	Cầu Giấy, Hà Nội	9.861	Hỗn hợp nhà ở và TTTM	Đang kết hợp với Công ty Nhà Từ Liêm để giải phóng mặt bằng và điều chỉnh quy hoạch

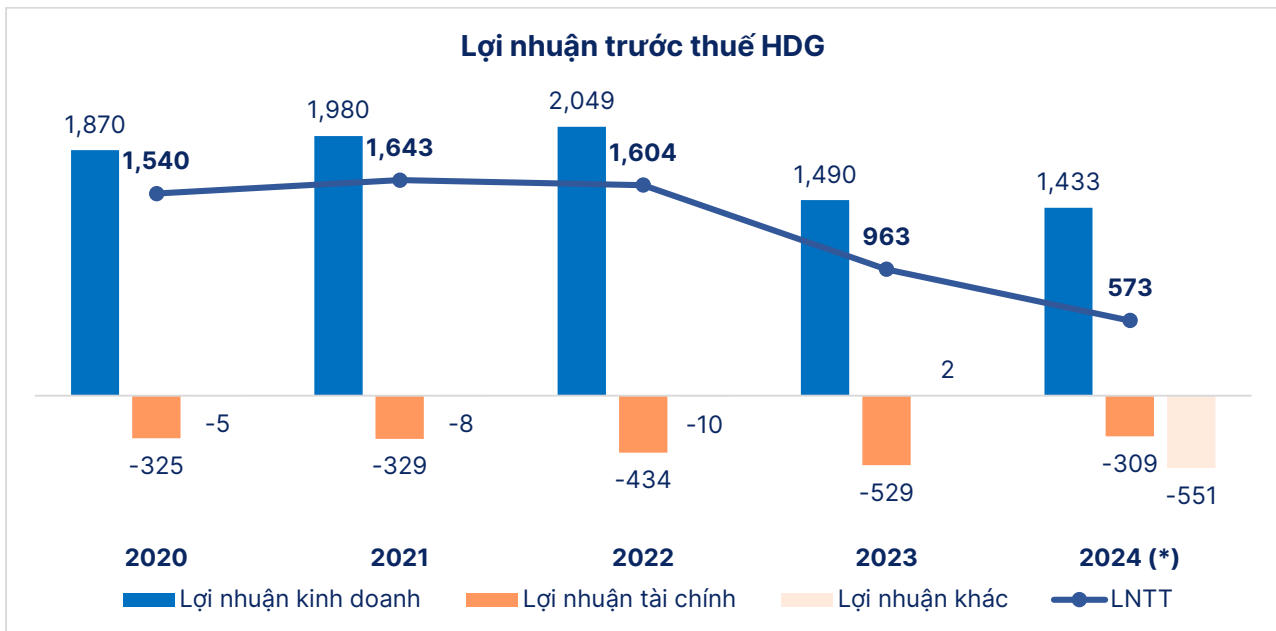
Dự án	Vị trí	Diện tích (m2)	Sản phẩm dự kiến	Tiến độ
Linh Trung	Thủ Đức, TP. Hồ Chí Minh	27.125	Hỗn hợp nhà ở và TTTM	Chưa được chấp thuận chủ trương đầu tư
62 Phan Đình Giót	Thanh xuân, Hà Nội	22.399	Hỗn hợp nhà ở và TTTM	Đã được đưa vào danh sách thí điểm nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất thực hiện dự án Nhà ở thương mại của Hà Nội
Nongtha Central Park	Viêng Chăn, Lào	745.000	Thấp tầng	Tạm dừng do thị trường bất động sản Lào chưa phát triển

GIẢI ĐOẠN TỪ 2025-2027 KQKD TĂNG TRƯỞNG TRỞ LẠI TRÊN NỀN THẤP CỦA NĂM 2024

Kết quả kinh doanh 2024 kém khả quan: năm 2024, HDG đạt lợi nhuận trước thuế 573 tỷ, giảm 40% so với năm 2023 chủ yếu do khoản trích lập dự phòng của Nhà máy Hồng Phong 4 là 502 tỷ đồng. Nếu loại trừ khoản này, lợi nhuận trước thuế của HDG ước đạt 1.075 tỷ, cao hơn mức thực hiện năm 2023 chủ yếu do tiết giảm được hơn 150 tỷ Chi phí lãi vay.

Chúng tôi cho rằng mức lợi nhuận 2024 của HDG đã tạo đáy và sẽ tăng trưởng trở lại trong những năm tới do:

- i) chi phí bất thường (nếu có) của dự án Infra 1 thấp hơn HP4;
- ii) mở bán và ghi nhận doanh thu Hado Charm Villas và
- iii) lãi suất duy trì ở mức thấp, dư nợ vay giảm dần

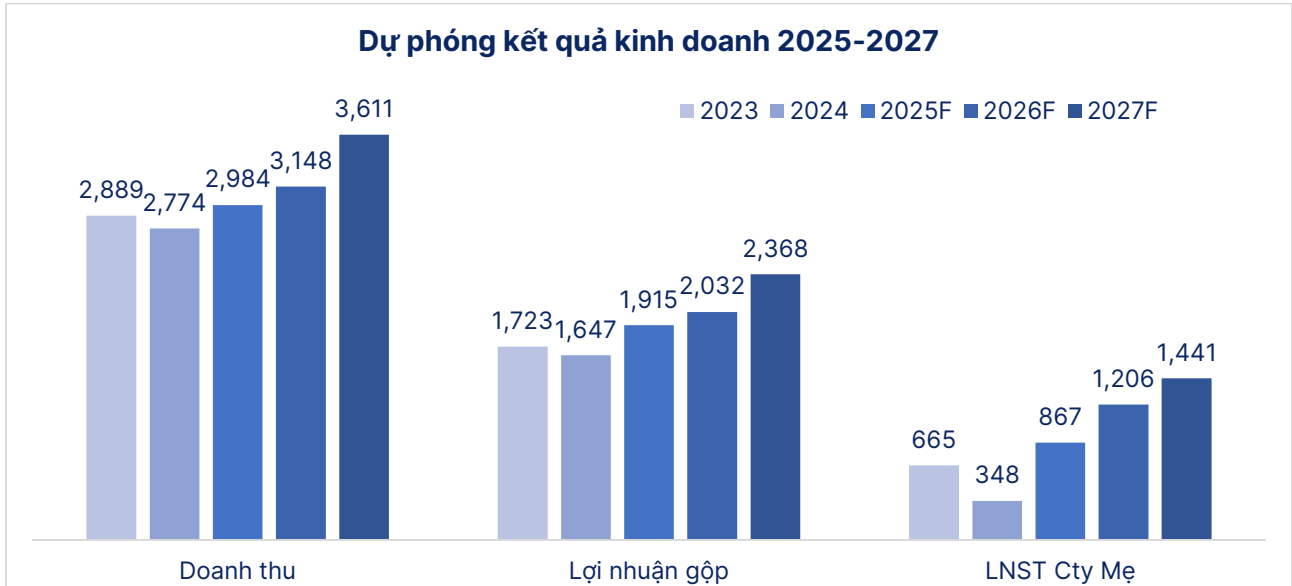


(*) điều chỉnh dự phòng phải thu EVN vào Chi phí khác

Dự phóng Kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh 03 năm tới (2025/2026/2027) của HDG dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh trên mức nền thấp của năm 2024 với mức doanh thu lợi nhuận ước đạt lần lượt (867/1.206/1.441) tỷ dựa trên những giả định

- *Mảng điện: doanh thu thủy điện duy trì ổn định, điện mặt trời giảm do không còn được hưởng giá FIT1*
- *Mảng bất động sản: dự kiến ghi nhận phần còn lại của Charm lần lượt (25%/30%/45%);*
- *Mảng bất động sản đầu tư: tăng trưởng nhẹ 3%/năm*
- *Trích lập dự phòng ĐMT: năm 2025 hoàn thành trích lập tiếp dự án Infra 1 (346 tỷ), các năm sau không phải trích lập dự phòng.*



3. ĐỊNH GIÁ VÀ CÁC RỦI RO CẦN LƯU Ý

Định giá

Chúng tôi thực hiện đánh giá lại các tài sản theo từng mảng hoạt động để định giá HDG, bao gồm:

- *Mảng điện: định giá từng nhà máy theo tỷ lệ lợi ích theo phương pháp FCFF, trích lập đối với dự án Infra 1*
- *Mảng BĐS: chỉ đánh giá lại giá trị dự án Charm Villas theo RNAV, các dự án khác trích lập 50% giá trị sổ sách do vướng mắc nhiều năm*
- *Mảng BĐS đầu tư: ước tính giá thị trường, áp dụng tỷ suất vốn hóa*

Các yếu tố đầu vào/giả định quan trọng định giá:

Yếu tố giả định	Giá trị
Lợi suất vốn chủ sở hữu	14%
Chi phí vốn vay	7,2%
WACC	11%
Tỷ suất vốn hóa BĐS đầu tư	14%
Giá bán điện Infra 1	1184,9 đồng/kWh
Giá bán điện Hồng Phong 4	Không ghi nhận
Giá bán Charm Villas đợt 3	145 tr đồng/m2

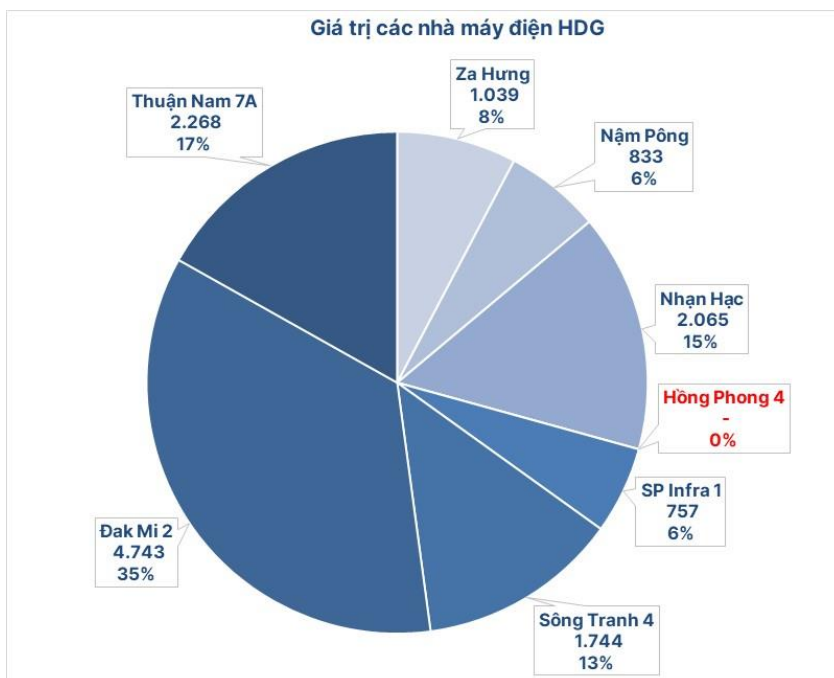
Trích lập dự án Infra 1

Chênh lệch doanh thu theo giá
chuyển tiếp và giá EVN đã thanh toán

Kết quả định giá: Giá trị hợp lý của cổ phiếu HDG là **31.262 đồng/cổ phiếu**

Xác định giá trị các nhà máy điện

Tên dự án	Giá trị dự án	Giá trị mỗi MW	Tỷ lệ lợi ích	Chênh lệch với BV ước tính	Thặng dư của HDG
Za Hưng	1.039	34,6	51,8%	843	436
Nậm Pông	833	27,8	51,8%	363	188
Nhậm Hạc	2.065	35,0	51,8%	1.155	598
Hồng Phong 4	-	-	83,3%	(664)	(553)
SP Infra 1	757	17,2	100,0%	111	111
Sông Tranh 4	1.744	36,3	63,0%	556	350
Đak Mi 2	4.743	32,3	97,6%	1.785	1.742
Thuận Nam 7A	2.268	45,4	100,0%	970	970
	13.449				3.843



Xác định giá trị hợp lý cổ phiếu HDG

HDG	31/12/2024 (tỷ đồng)
VCSH	7.583
Lợi ích thiếu số	1.329

VCSH cổ đông cty mẹ	6.254
<i>Thặng dư SX Điện</i>	<i>3.843</i>
<i>Thặng dư BĐS để bán</i>	<i>1.639</i>
<i>Thặng dư BĐS đầu tư</i>	<i>966</i>
Tổng	12.702
Trích lập dự phòng Infra 1	(346)
Trích lập dự phòng các dự án BĐS vướng mắc (50%)	(789)
Giá trị doanh nghiệp hợp lý	11.567
<i>Số cp lưu hành</i>	<i>370</i>
Giá trị hợp lý	31.262

Một số rủi ro cần lưu ý

- Thay đổi các chính sách liên quan đến giá bán điện.
- Trích lập dự phòng Infra 1 và lỗ tỷ giá có thể ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận ngắn hạn.
- Việc mở bán HaDo Charm Villas tiếp tục bị trì hoãn.
- Tiền sử dụng đất dự án HaDo Charm Villas cao hơn so với ước tính của doanh nghiệp.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà
Nội, Số 41 Ngô Quyền, Hàng Bài,
Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84.24.38181888
Fax: 84.24.38181688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Sài Gòn Metropolitan,
235 Đồng Khởi, Phường Bến
Nghé, Quận 1, TP HCM
Tel: 84.28.39151368
Fax: 84.28.39151369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2,
Số 03 Lê Đình Lý, Phường Vĩnh
Trung, Quận Thanh Khê, Thành
phố Đà Nẵng
Tel: 84.236.3525777
Fax: 84.236.3525779
Email: contact-dn@shs.com.vn



SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)



Website: shs.com.vn



Tel: 84.24.38181888



Email: contact@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SHTrading

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: trading.shs.com.vn