

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

34.457

Upside

32%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản, Điện
Thị giá (31/07/2025)	26.150
Biến động 1 năm	17.902 – 29.000
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3.573.803
Vốn hóa (Tỷ đồng)	9.674
P/E TTM	16,95
P/B TTM	1,19

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>

TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC TRONG NỬA CUỐI NĂM

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HDG trong năm 2025 đạt lần lượt là **2.788 tỷ đồng (3% yoy)** và **903 tỷ đồng (102% yoy)**, tương ứng với **EPS là 2.092 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi đánh giá những điểm tiêu cực của HDG đã tạm đi qua và kỳ vọng doanh nghiệp sẽ ghi nhận những chuyển biến tích cực hơn vào nửa cuối năm 2025 khi: (1) Bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Charm Villas, (2) Sản lượng thủy điện hồi phục rõ ràng hơn trong mùa cao điểm.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mức giá hợp lý là **34.457 VNĐ/cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hoạt động bán hàng tại Charm Villas ghi nhận diễn biến tích cực

Giá bán lẻ dự kiến dao động quanh mức 220 triệu/m2, cao hơn so với dự báo của chúng tôi trong báo cáo cập nhật trước. Chúng tôi cho rằng HDG đã tận dụng tốt xu hướng tăng giá của thị trường bất động sản trong việc mở bán dự án để đem về mức biên lợi nhuận tương đối hấp dẫn cho doanh nghiệp, xét đến việc HDG đã hoàn thành các chi phí phát triển từ lâu.

Sản lượng thủy điện tăng mạnh vào nửa cuối năm 2025

Chúng tôi ghi nhận sản lượng thủy điện đã có dấu hiệu phục hồi tích cực từ quý II và dự kiến xu hướng tăng trưởng sẽ rõ nét hơn trong nửa cuối năm. Đặc biệt, các nhà máy của HDG được đặt tại khu vực Duyên hải Nam Trung Bộ – khu vực đóng vai trò quan trọng trong nguồn cung thủy điện của hệ thống điện quốc gia.

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

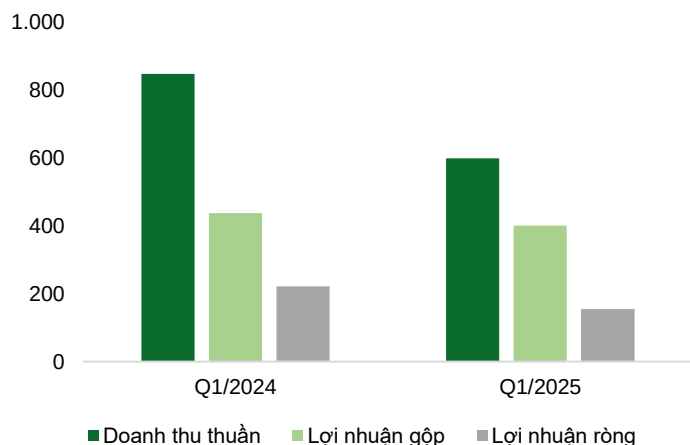
Ngày 14/7/2025, Sở Xây dựng TP.HCM đã đưa ra danh sách đánh giá mức độ phù hợp về quy hoạch xây dựng đối với 442 khu đất dự kiến thực hiện dự án NOTM thí điểm. Kỳ vọng quá trình triển khai sẽ được rút ngắn đáng kể so với đợt thực hiện đầu tiên tại Hà Nội.

	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	3.581	2.889	2.719	2.788	4.488
+/- yoy (%)	-5%	-19%	-6%	3%	40%
LNST	1.362	866	447	903	1.768
TS LN góp (%)	62%	60%	58%	102%	65%
TS LNST (%)	38%	30%	16%	32%	39%
EPS - TTM (đồng)	3.605	2.175	1.715	2.092	4.098

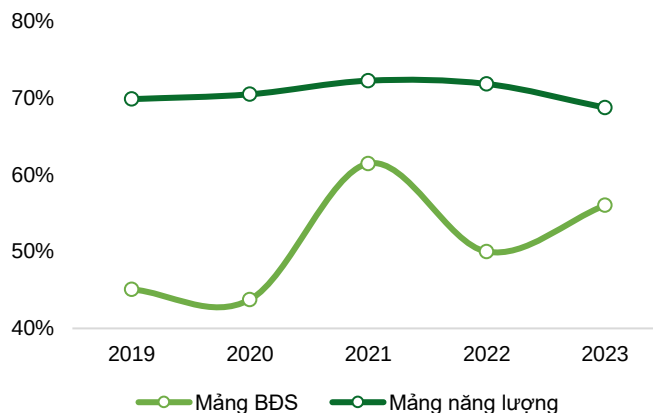
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q2/2025

Đơn vị: Tỷ VND	Q2/2024	Q2/2025	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	550	584	6%	Doanh thu ghi nhận mức tăng 6% chủ yếu nhờ sản lượng thủy điện ghi nhận đà tăng tích cực từ đầu quý 2 do đang dần bước vào mùa cao điểm, bên cạnh đó, mức nền thấp năm 2024 do ảnh hưởng từ trạng thái El Nino cũng là yếu tố hỗ trợ mức tăng trưởng cao. Dự án Hado Charm Villas hiện đang nhận booking từ cuối tháng 6/2025, vì vậy HDG chưa ghi nhận doanh thu từ dự án này.
<i>Bất động sản</i>	83	0	-100%	
<i>Thủy điện</i>	347	466	34%	
<i>Cung cấp dịch vụ và cho thuê BĐS đầu tư</i>	95	82	-14%	
Lợi nhuận gộp	263	254	-3%	Biên lợi nhuận gộp đạt 43%, giảm nhẹ so với mức 48% cùng kỳ do không ghi nhận sự đóng góp từ mảng BĐS.
Doanh thu từ HĐTC	8	20	150%	Lãi tiền gửi, cho vay tăng mạnh, đạt 13 tỷ (+333% svck) nhờ
Chi phí tài chính	105	155	48%	Chi phí tài chính tăng mạnh do ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá đạt 100 tỷ đồng, đến từ việc đánh giá lại khoản vay cho dự án 7A.
Chi phí bán hàng & quản lý	54	78	44%	Chi phí quản lý đạt 77 tỷ đồng (+45% svck) do HDG tiếp tục ghi nhận khoản trích lập chênh lệch giá bán điện dự án Hồng Phong 4.
LNST	99	34	-66%	Biên lợi nhuận sau thuế đạt 5,8%, giảm mạnh so với cùng kỳ (18%) do phát sinh các khoản chi phí trích lập từ các dự án năng lượng tái tạo, trong khi đó, doanh thu không ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể so với cùng kỳ.

Hình 1: KQKD của HDG (đv: tỷ đồng)



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



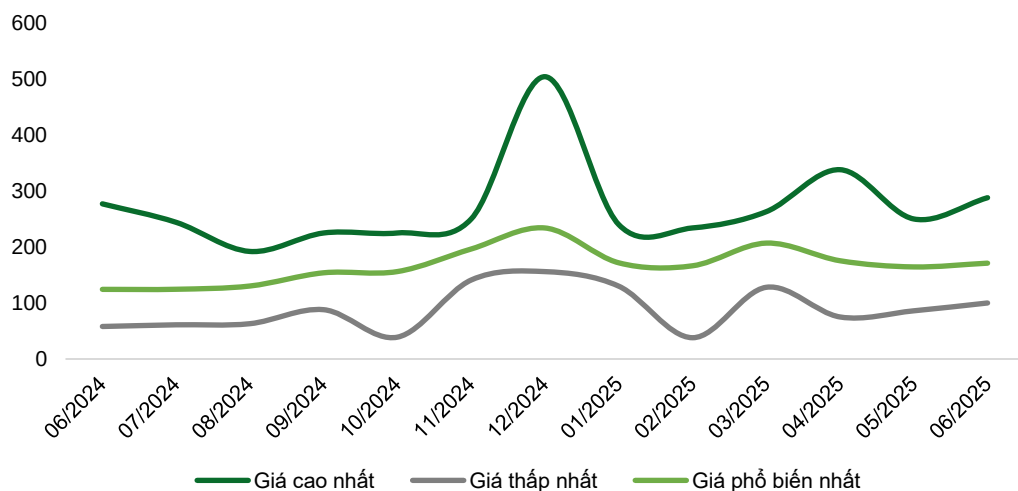
Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Hoạt động bán hàng tại Charm Villas ghi nhận diễn biến tích cực

Chính thức nhận booking đợt 3 với 25 căn liền kề vào tháng 7/2025, giá bán lẻ dự kiến dao động quanh mức 220 triệu/m², cao hơn so với dự báo của chúng tôi trong báo cáo cập nhật trước. Chúng tôi cho rằng HDG đã tận dụng tốt xu hướng tăng giá của thị trường bất động sản trong việc mở bán dự án. Mức giá bán hiện tại đem về mức biên lợi nhuận tương đối hấp dẫn cho doanh nghiệp, xét đến việc HDG đã hoàn thành các chi phí phát triển trong các giai đoạn trước.

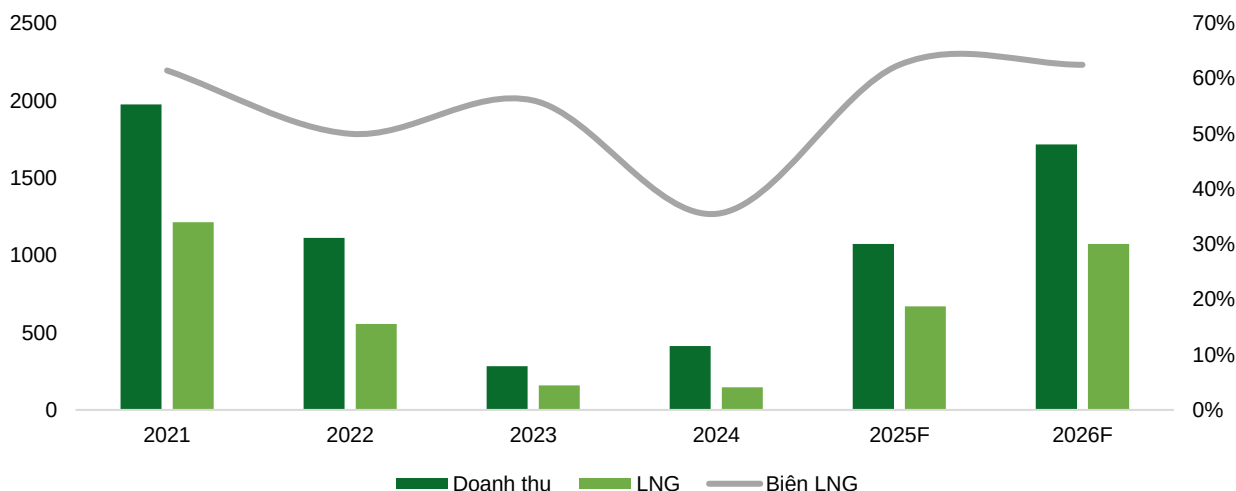
Giá bán nhà biệt thự, liền kề tại huyện Hoài Đức



Nguồn: Batdongsan.com

Trong năm 2025, HDG dự kiến bán 30 sản phẩm. Đối với lượng sản phẩm còn lại, HDG dự kiến sẽ tiếp tục triển khai mở bán theo từng đợt. Việc phân kỳ mở bán không chỉ giúp doanh nghiệp duy trì dòng tiền ổn định, mà còn phù hợp với tốc độ hấp thụ của thị trường đối với phân khúc nhà thấp tầng.

KQKD Hado Charm Villas



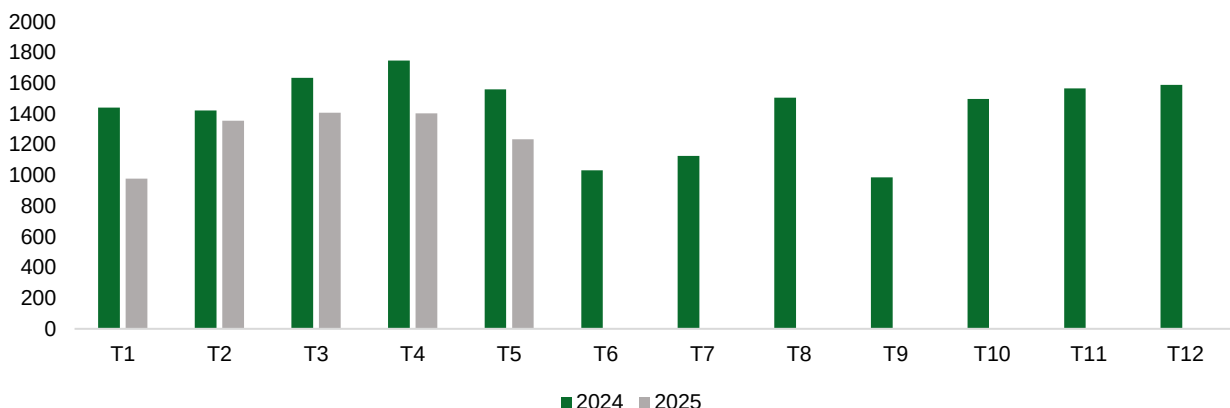
Nguồn: HDG, VCBS

Sản lượng thủy điện tăng mạnh vào nửa cuối năm 2025

Giá toàn phần thị trường điện bình quân (FMP) trong năm 2025 cho thấy xu hướng giảm rõ rệt so với cùng kỳ năm 2024. T5/2025, giá FMP đạt 1.236 đồng/ KWh, giảm 21% so với cùng kỳ.

Xu hướng này chủ yếu đến từ yếu tố thời tiết thuận lợi do mùa mưa đến sớm và nguồn thủy điện dồi dào, dẫn đến cung vượt cầu trên thị trường điện. Nếu điều kiện thời tiết này tiếp diễn, mặt bằng giá FMP trong năm 2025 nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức thấp hơn so với năm trước, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành điện, đặc biệt là các nhà máy thủy điện có chi phí cố định cao.

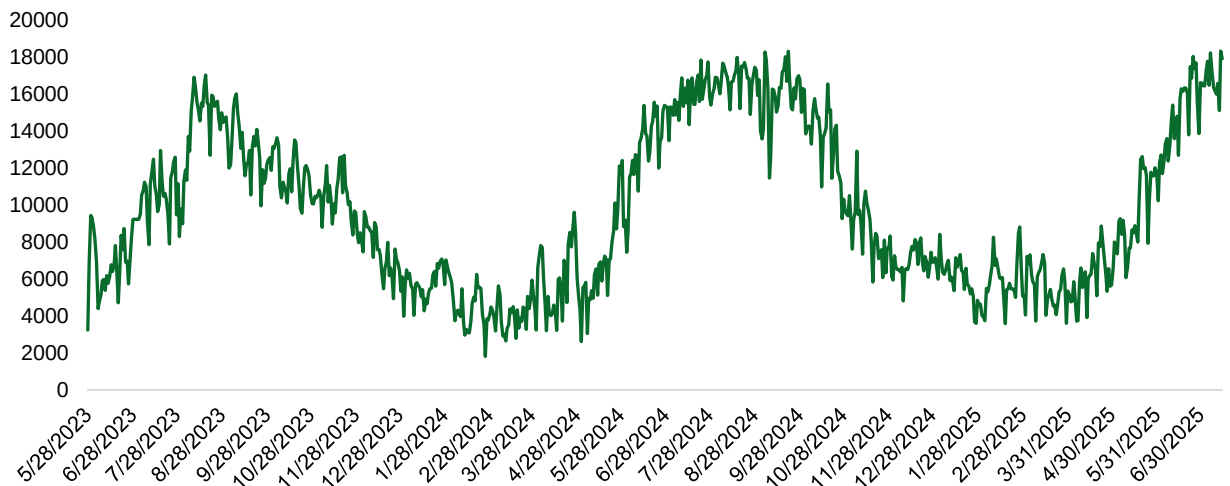
Giá toàn phần thị trường điện bình quân (FMP)
Đơn vị: Đồng/KWh



Nguồn: NSMO

Tuy nhiên, chúng tôi ghi nhận sản lượng thủy điện đã có dấu hiệu phục hồi tích cực từ quý II và dự kiến xu hướng tăng trưởng sẽ rõ nét hơn trong nửa cuối năm. Đặc biệt, các nhà máy của HDG được đặt tại khu vực Duyên hải Nam Trung Bộ – khu vực đóng vai trò quan trọng trong nguồn cung thủy điện của hệ thống điện quốc gia. Nhờ đặc thù mùa vụ, khu vực này thường đạt đỉnh sản lượng vào quý III và IV, hứa hẹn đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của HDG trong giai đoạn cuối năm.

Công suất huy động thủy điện toàn hệ thống
Đv: kWh



Nguồn: EVN

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

Dự án	Diện tích (m2)	CĐT	Vị trí	Sản phẩm	Tiến độ
Hado Minh Long	27.126	CTCP Minh Long Đông Sài Gòn	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	23.237	CTCP Bất động sản Bình An Riverside	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

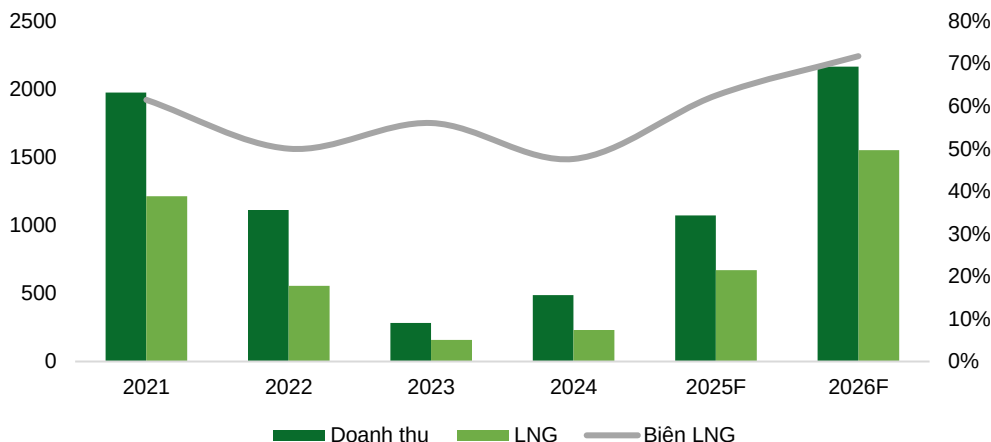
Nguồn: HDG, VCBS

Ngày 14/7/2025, Sở Xây dựng TP.HCM đã đưa ra danh sách đánh giá mức độ phù hợp về quy hoạch xây dựng đối với 442 khu đất dự kiến thực hiện dự án nhà ở thương mại thí điểm, thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất. Trong đó bao gồm dự án Hado Green Lane được đánh giá phù hợp với quy hoạch 1/2000 và khả năng kết nối hạ tầng kỹ thuật và xã hội.

Đối với dự án Hado Minh Long, do TP. Thủ Đức chưa xác định được vị trí theo phường sau sáp nhập nên sở Xây Dựng chưa đưa ra đánh giá cụ thể, tuy nhiên với việc chỉ tiêu dân số tại TP. Thủ Đức được bổ sung thêm 2 triệu dân, khả năng cao thành phố sẽ đẩy nhanh tiến độ phê duyệt dự án trong bối cảnh nguồn cung eo hẹp.

Mặc dù đây chưa phải danh sách chính thức, tuy nhiên điều đó cho thấy sự quyết liệt của thành phố trong việc triển khai thực hiện thí điểm, đặc biệt trong bối cảnh Hà Nội đã đi trước với hai đợt phê duyệt. Kỳ vọng quá trình triển khai sẽ được rút ngắn đáng kể so với đợt thực hiện đầu tiên tại Hà Nội.

Doanh thu và LNG mảng BĐS



Nguồn: HDG, VCBS

Điện năng lượng tái tạo là nguồn đóng góp quan trọng cho tổng công suất dài hạn

Việt Nam đang từng bước chuyển dịch theo xu hướng phát triển bền vững và xanh hóa nền kinh tế, với mục tiêu net zero vào năm 2050. Trong bối cảnh đó, việc thay thế phương tiện sử dụng nhiên liệu hóa thạch bằng các phương tiện chạy điện đang ngày càng phổ biến, kéo theo nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến sẽ tăng mạnh trong giai đoạn tới.

Theo QHĐ 8 ĐC, tổng công suất của hệ thống có thể tăng từ 93GW đến 147 GW trong giai đoạn 2025-2030, trong đó Điện gió trên bờ và gần bờ: tăng thêm 19GW-31GW. Với việc điều chỉnh tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện lên mức khoảng 10%/năm, việc đầu tư phát triển nguồn điện là yếu tố mang tính tiên quyết nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia cũng như đáp ứng nhu cầu tiêu dùng và sản xuất ngày càng gia tăng.

Song song với định hướng phát triển, Chính phủ cũng ban hành khung chính sách ưu đãi cho việc phát triển NLTT, tiêu biểu có thể kể đến như: Miễn tiền sử dụng khu vực biển và tiền sử dụng đất, tiền thuê đất trong thời gian xây dựng cơ bản nhưng không quá 03 năm, sản lượng điện hợp đồng tối thiểu dài hạn đối với điện gió ngoài khơi là 80% trong thời hạn trả nợ gốc vốn vay nhưng không quá 15 năm. Những chính sách này tạo điều kiện thuận lợi về mặt pháp lý và tài chính cho các doanh nghiệp đang trong quá trình triển khai NLTT.

Dự án điện gió trong kế hoạch 2025-2030 của HDG

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

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HDG trong năm 2025 đạt lần lượt là **2.788 tỷ đồng (3% yoy)** và **903 tỷ đồng (102% yoy)**, tương ứng với **EPS là 2.092 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	1,71
TAL	1,90
AGG	0,89
DXG	1,31
HLD	1,68
Trung vị	1,68
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	22.823
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	38.342

**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 **34.457 đồng/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá từng phần	30.573
Phương pháp định giá tương đối	38.342
Kết hợp 2 phương pháp	34.457

ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HDG trong năm 2025 đạt lần lượt là **2.788 tỷ đồng (3% yoy)** và **903 tỷ đồng (102% yoy)**, tương ứng với **EPS là 2.092 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi đánh giá những điểm tiêu cực của HDG đã tạm đi qua và kỳ vọng doanh nghiệp sẽ ghi nhận những chuyển biến tích cực hơn vào nửa cuối năm 2025 khi: (1) Bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Charm Villas, (2) Sản lượng thủy điện hồi phục rõ ràng hơn trong mùa cao điểm.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mức giá hợp lý là **34.457 VND/ 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>