

NGÀNH: ĐIỆN & BẤT ĐỘNG SẢN
Ngày 22 tháng 08 năm 2025
CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HSX: HDG)
Đầu Đức Nam

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

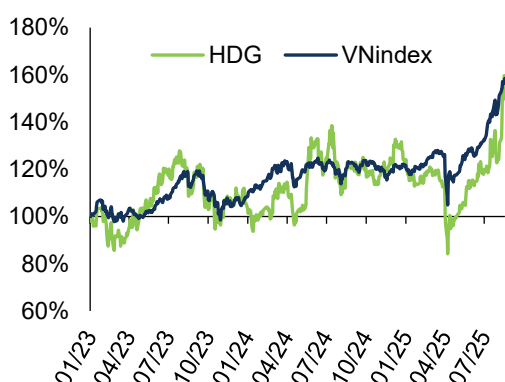
Email: namdd@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4304

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức

Trưởng phòng phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu HDG và VNIndex

Giá hiện tại: **31.150**

Giá mục tiêu: **38.100**

Tăng/giảm: **+22,3%**
KHUYẾN NGHỊ
MUA
GỠ BỎ NÚT THẮT, HƯỚNG TỚI TĂNG TRƯỞNG

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu là **38.100 đồng/cp**, cao hơn **22,3%** so với giá đóng cửa ngày 21/08/2025. Giá mục tiêu được xác định bằng cách sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) ([chi tiết](#)).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

► **Mảng điện duy trì tích cực nhờ thời tiết thuận lợi, triển vọng tăng trưởng công suất và kỳ vọng hoàn nhập dự phòng.**

- Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng điện 2025 kỳ vọng tăng trưởng lần lượt 16% và 23% YoY. Trong đó, thủy điện là mảng có tỷ trọng lớn nhất (70% doanh thu điện) vẫn đang có triển vọng tích cực nhờ thủy văn thuận lợi. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện trong 2H2025 và cả năm 2025 sẽ tăng trưởng lần lượt 4% và 19% YoY. ([chi tiết](#)).

- Trong giai đoạn 2026-2030, công suất mảng điện dự kiến gia tăng nhờ 03 nhà máy thủy điện (tổng công suất 46MW) đưa vào vận hành cũng như nhiều dự án điện gió đang triển khai sau khi Khung giá điện 2025 cho điện gió được ban hành. ([chi tiết](#))

- Chúng tôi kỳ vọng HDG có thể sẽ được hoàn nhập khoản trích lập dự phòng liên quan tới ĐMT Hồng Phong 4 (~550 tỷ đồng) do các đề xuất phương án xử lý vi phạm mới của EVN mang tính tháo gỡ hơn. ([chi tiết](#))

► **Mảng BĐS hồi phục nhờ mở bán Charm Villas và các dự án được tháo gỡ nhờ cơ chế Thí điểm NOTM.**

- HDG đã chính thức mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3, kỳ vọng sẽ đem lại 3.500 tỷ doanh thu cho HDG và có biên lợi nhuận cao do mặt bằng giá bán tại Hà Nội đã được đẩy lên cao. ([chi tiết](#))

- HDG có 3 dự án được tháo gỡ vướng mắc nhờ Nghị quyết 171 về Thí điểm NOTM không có đất ở. Đây là 3 dự án trọng điểm giúp mảng BĐS của HDG tiếp tục hồi phục trong giai đoạn 2026-2030. ([chi tiết](#))

RỦI RO ĐẦU TƯ:

► **Rủi ro pháp lý:** Các dự án ĐMT và dự án BĐS của HDG vẫn đang trong quá trình giải quyết vướng mắc pháp lý và vẫn tồn tại rủi ro phải trích lập hoặc rủi ro chậm tiến độ do vấn đề pháp lý. ([chi tiết](#))

► **Rủi ro thời tiết:** Sản lượng các nhà máy điện của HDG gần như phụ thuộc hoàn toàn vào các yếu tố thời tiết. ([chi tiết](#))

► **Rủi ro biến động lãi suất, tỷ giá.** HDG còn hơn 5.000 tỷ đồng dư nợ với lãi suất thả nổi, trong đó có cả nợ ngoại tệ bằng EUR tương đương 600 tỷ đồng. ([chi tiết](#))

Thông tin giao dịch (21/08/2024)

Giá hiện tại (đồng/cp) 31.150

Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp) 33.950

Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) 17.902

Số lượng CP niêm yết (triệu cp) 370

Số lượng CP lưu hành (triệu cp) 370

KLGD bình quân 30 ngày (cp) 9.013.639

% sở hữu nước ngoài 18,28%

Vốn hóa (tỷ VNĐ) 11.487

P/E trailing 12 tháng (lần) 27,3x

EPS trailing 12 tháng (đồng/cp) 1.139

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Tập đoàn Hà Đô
Địa chỉ	Số 8 Láng Hạ, Phường Giảng Võ, TP. Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất điện, kinh doanh bất động sản
Chi phí chính	Chi phí khấu hao, chi phí phát triển BĐS, chi phí lãi vay
Rủi ro chính	Rủi ro thời tiết, rủi ro pháp lý, rủi ro biến động lãi suất, tỷ giá

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) có trên 35 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng – bất động sản và chính thức niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM từ năm 2010.

Sản xuất điện và Kinh doanh Bất động sản đang là hai mảng kinh doanh quan trọng nhất của HDG, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu. Ngoài ra, HDG cũng hoạt động trong một số lĩnh vực khác như: xây lắp, kinh doanh khách sạn, quản lý vận hành và cho thuê BĐS.

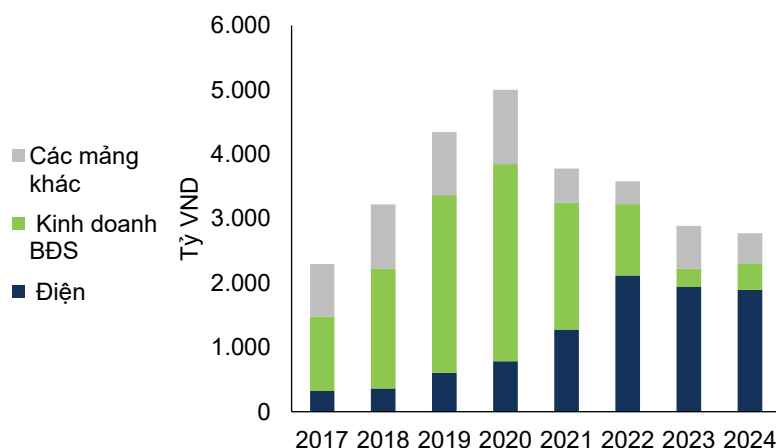
Tổng quan tình hình các hoạt động kinh doanh chính của HDG

Kết quả kinh doanh của HDG có xu hướng sụt giảm trong giai đoạn 2021 – 2024 do cả hai mảng kinh doanh chính là Bất động sản (BDS) và Điện đều gặp khó khăn, trong đó, khó khăn lớn nhất đến từ những nút thắt về pháp lý. Cụ thể,

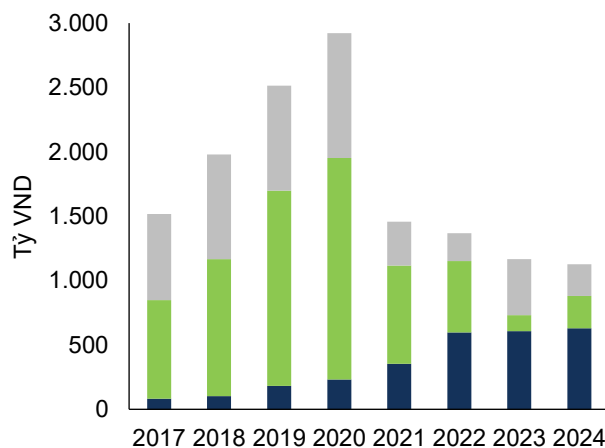
- Doanh thu mảng BDS của HDG sụt giảm mạnh do việc thắt chặt về pháp lý trong ngành khiến doanh nghiệp không thể triển khai các dự án gối đầu sau khi bàn giao hết các dự án cũ.
- Doanh thu mảng Điện dần chững từ năm 2022, sau khi cơ chế giá FiT hết hiệu lực và cơ chế giá mới chậm ban hành, gây khó khăn cho việc đầu tư mở rộng công suất. Bên cạnh đó, lợi nhuận HDG năm 2024 sụt giảm do HDG phải trích lập dự phòng cho các nhà máy Điện mặt trời do các nhà máy này nằm trong danh sách thanh tra vi phạm trong lĩnh vực điện tái tạo.

Tuy nhiên, từ nửa cuối năm 2025, các nút thắt về pháp lý đều đang dần được tháo gỡ và đem lại triển vọng tích cực hơn cho các mảng kinh doanh của HDG trong thời gian tới.

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: BCTC HDG, FPTS tổng hợp

II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2025

❖ KQKD sụt giảm do trích lập dự phòng NMD Hồng Phong 4 và không còn doanh thu BĐS

HDG ghi nhận kết quả kinh doanh tương đối kém khả quan trong 1H2025. Cụ thể, doanh thu thuần 1H2025 đạt 1.193 tỷ đồng (-15% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 241 tỷ đồng (-34% YoY). Nguyên nhân chính dẫn tới sự sụt giảm trong KQKD của HDG đến từ: (1) trích lập dự phòng cho nhà máy ĐMT Hồng Phong 4 liên quan đến Kết luận thanh tra vi phạm đối với các dự án điện tái tạo và (2) không còn ghi nhận doanh thu từ mảng BĐS từ Q3/2024 do đã bàn giao hết các dự án từ trước đó và liên tục trì hoãn mở bán đợt 3 dự án Hado Charm Villas và (3) lỗ tỷ giá do đồng EUR tăng giá.

Chỉ tiêu	1H25	1H24	%YoY	2024	2023	%YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	1.193	1.397	-15%	2.775	2.889	-4%	- Doanh thu mảng điện 1H2025 tăng mạnh 27% YoY nhờ sản lượng thủy điện và điện gió cải thiện tích cực. - Tuy nhiên, mảng BĐS không còn ghi nhận doanh thu do tiếp tục hoãn việc mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3.
Sản xuất điện	969	761	+27%	1.891	1.939	-2%	
Bất động sản + Xây dựng	4	407	-99%	427	513	-17%	
Khách sạn + cho thuê BĐS	234	229	+2%	456	437	+4%	
Giảm trừ doanh thu	(25)	-		-57	-		
Giá vốn hàng bán	527	697	-24%	1.127	1.166	-3%	- Giá vốn 1H2025 giảm 25% chủ yếu do không ghi nhận mảng BĐS. Giá vốn mảng điện vẫn duy trì ổn định, chỉ giảm nhẹ 5% YoY. - Lợi nhuận gộp 1H2025 giảm 7% YoY. Lợi nhuận gộp mảng điện tăng 51% YoY nhưng không đủ bù đắp cho sự sụt giảm của mảng BĐS.
Lợi nhuận gộp	655	701	-7%	1.591	1.732	-8%	
Sản xuất điện	670	445	+51%	1261	1332	-5%	
Bất động sản + Xây dựng	-41	149	-128%	164	181	-9%	
Khách sạn + cho thuê BĐS	51	106	-52%	222	210	+6%	
Chi phí QLDN	132	33	+300%	446	218	+105%	Chi phí QLDN tăng mạnh do trích lập dự phòng khoản phải thu liên quan đến nhà máy ĐMT Hồng Phong 4.
Doanh thu tài chính	34	21	+62%	60	40	+50%	
Chi phí tài chính	262	201	+30%	368	569	-35%	Chi phí tài chính 1H2025 tăng 30% do ghi nhận lỗ tỷ giá 100 tỷ đồng liên quan đến khoản vay bằng EUR.
Lợi nhuận khác	-14	10		-258	2		Lợi nhuận khác không có nhiều đột biến trong 1H2025. Tuy nhiên, trong năm 2024, HDG trích lập dự phòng phải trả ngắn hạn 209 tỷ đồng, ghi nhận vào chi phí khác và khiến lợi nhuận khác giảm mạnh.
Lợi nhuận trước thuế	278	444	-37%	573	963	-40%	Lợi nhuận của HDG giảm mạnh trong 1H2025 và trong năm 2024 chủ yếu do các khoản trích lập và do khoản lỗ tỷ giá.
LNST hợp nhất	241	363	-34%	447	866	-48%	
LNST công ty mẹ	130	285	-54%	348	665	-48%	

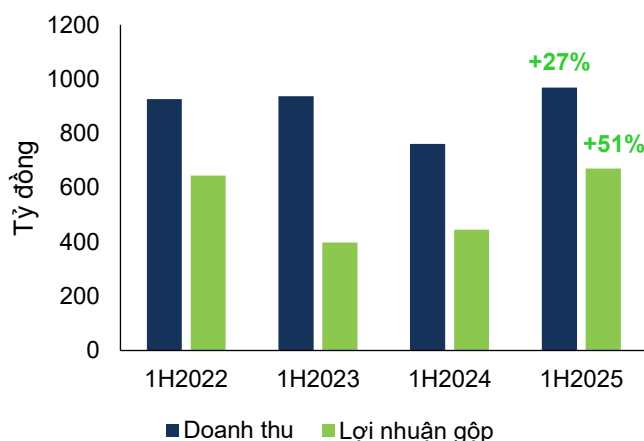
1. Mảng điện: Sản lượng điện tăng mạnh, giá bán ổn định nhưng phải trích lập dự phòng

❖ Sản lượng điện cải thiện giúp doanh thu và lợi nhuận gộp mảng điện của HDG ghi nhận phục hồi tích cực trong 1H/2025, tăng trưởng lần lượt 27% và 51% YoY. KQKD tích cực của mảng điện HDG có được nhờ vào việc sản lượng điện phục hồi mạnh mẽ, với đóng góp tích cực từ thủy điện và điện gió.

Cụ thể, tổng sản lượng mảng điện của HDG trong 1H2025 đạt 633 triệu kWh (+45% YoY), trong đó thủy điện và điện gió tăng trưởng lần lượt 63% và 41% YoY.

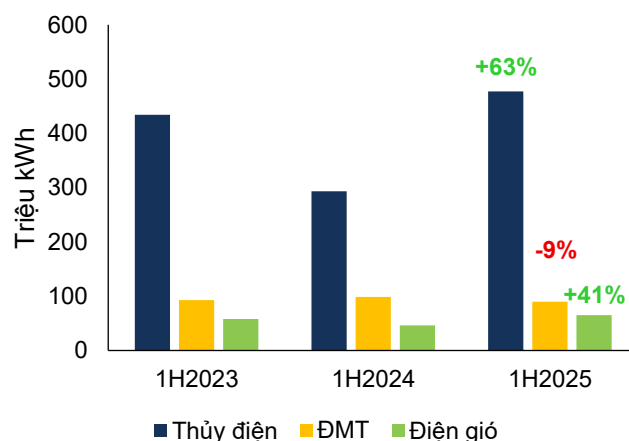
- **Thủy điện (85% sản lượng) hồi phục nhờ thủy văn tích cực.** Tình hình thủy văn thuận lợi trong 1H2025 đã giúp cho các nhà máy thủy điện của HDG liên tục duy trì được mức sản lượng cao cho đến nay. Sản lượng thủy điện 1H2025 đạt 477 triệu kWh (+63% YoY), tăng mạnh so với mức nền thấp của 1H2024 - giai đoạn cao điểm El Nino.
- **Điện gió (7% sản lượng) tăng trưởng mạnh nhờ gỡ bỏ cắt giảm công suất.** Ngày 20/1/2025, HDG đã ký phụ lục hợp đồng PPA với EVN để loại bỏ cam kết cắt giảm công suất cho nhà máy điện gió 7A, sau khi công trình lưới điện giải tỏa công suất tại khu vực này đã đi vào vận hành. Việc gỡ bỏ cam kết cắt giảm công suất sẽ giúp nhà máy gia tăng 20% sản lượng điện.
- **Điện mặt trời (9% sản lượng) sụt giảm nhẹ:** Sản lượng điện mặt trời 1H2025 đạt 90 triệu kWh, giảm -9% YoY do thời tiết không thuận lợi cho điện mặt trời.

Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng điện phục hồi...



Nguồn: BCTC HDG

...nhờ sản lượng thủy điện và điện gió cải thiện



Nguồn: HDG

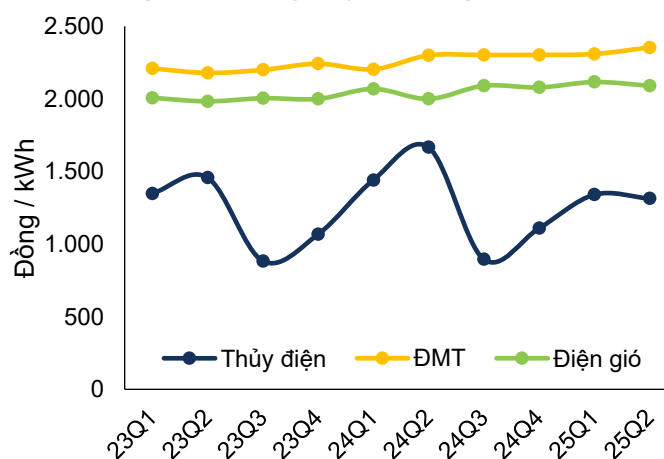
❖ Cơ chế giá điện không thay đổi, giá điện mặt trời và điện gió tăng nhờ tỷ giá USD tăng, trong khi giá bán thủy điện giảm so với cùng kỳ.

Giá bán trung bình mảng điện của HDG vẫn tương đối ổn định do cơ chế giá bán điện của các nhà máy không có sự thay đổi, mặc dù các nhà máy điện mặt trời đang chịu rủi ro điều chỉnh giảm do đang nằm trong danh sách vi phạm tại Kết luận thanh tra số 1027/KL-BCT.

- Trong 1H2025, các nhà máy điện gió và ĐMT vẫn đang ghi nhận doanh thu theo giá FIT. Giá bán vẫn chưa bị điều chỉnh giảm, thậm chí đang có xu hướng tăng nhẹ theo xu hướng tỷ giá USD.

- Giá bán thủy điện trung bình 6T2025 đạt 1.325 đồng/kWh, thấp hơn 14% YoY. Dù cơ chế giá không thay đổi, giá bán thủy điện giảm do tình hình thủy văn thuận lợi khiến cho giá điện trên thị trường điện có xu hướng giảm mạnh so với cùng kỳ.

Giá bán điện vẫn đang duy trì ổn định



Nguồn: HDG

❖ **HDG phải trích lập dự phòng do bị EVN tạm giữ khoản thanh toán tiền điện.**

Trong năm 2024 và 1H2025, HDG đã phải trích lập lần lượt khoảng 507 tỷ đồng và 52 tỷ đồng liên quan đến khoản thanh toán tiền điện của nhà máy ĐMT Hồng Phong 4, góp phần khiến LNST hợp nhất của HDG sụt giảm mạnh, lần lượt -48% YoY và -54% YoY. Cụ thể các khoản trích lập:

- Năm 2024:

- + Trích lập toàn bộ khoản phải thu của ĐMT Hồng Phong 4 là 298 tỷ đồng, ghi nhận vào chi phí QLDN
- + Trích lập bổ sung 209 tỷ đồng dự phòng phải trả, ghi nhận vào chi phí khác

- 1H2025: Trích lập 52 tỷ đồng cho các khoản doanh thu mới phát sinh trong 1H2025, ghi nhận vào chi phí QLDN.

Nguyên nhân trích lập:

Hai nhà máy ĐMT của HDG nằm trong danh sách 173 dự án điện thuộc diện vi phạm theo Kết luận số 1027/KL-TTCT. Cụ thể, nhà máy ĐMT Hồng Phong 4 vi phạm do xây dựng trên đất dự trữ khoáng sản titan và nhà máy SP-INFRA 1 vi phạm do thuộc diện áp dụng giá FIT không đúng đối tượng. Ngoài ra, cả hai nhà máy đều thuộc diện vi phạm do thời điểm được cấp Văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu từ cơ quan Nhà nước (CCA) muộn hơn so với thời điểm vận hành thương mại (COD) của nhà máy và muộn hơn so với deadline được hưởng giá FIT. Trong đó, ĐMT Hồng Phong 4 hiện vẫn chưa được cấp CCA do nhà máy được xây dựng trên đất khoáng sản.

Các vi phạm của nhà máy và phương án tạm thanh toán của EVN

Nhà máy	Vi phạm	Giá điện hiện tại	Thời điểm chấp thuận CCA	Deadline COD giá FIT 1	Deadline COD giá FIT 2	Giá tạm thanh toán	Ước tính khoản nợ	Trích lập dự phòng
Hồng Phong 4	Xây dựng trên đất dự trữ khoáng sản titan	FIT1 (9,35 cents)	Chưa được chấp thuận CCA	30-06-19	31-12-20	Tạm dừng thanh toán từ tháng 8/2023	~ 500 tỷ VND	Đã trích lập toàn bộ
SP-INFRA 1	(1) Áp dụng giá FIT không đúng đối tượng (2) Chấp thuận CCA sau ngày COD	FIT1 (9,35 cents ~2.350 VNĐ/kWh)	28-02-23	30-06-19	31-12-20	Trần khung giá chuyển tiếp (1.185 VNĐ/kWh)	~ 200 tỷ VND	Chưa trích lập

Nguồn: FPTs tổng hợp

Hiện tại phương án xử lý cuối cùng cho các nhà máy vẫn chưa được chốt. EVN hiện vẫn ghi nhận doanh thu cho các nhà máy theo giá FIT1, tuy nhiên đang thanh toán tiền điện cho các nhà máy theo giá tạm và tạm giữ phần còn lại. EVN cũng đã đưa ra một số phương án xử lý cũng như phương án tạm thanh toán, chủ yếu dựa trên việc so sánh thời điểm cấp CCA với thời điểm COD và với các deadline giá FIT, cụ thể:

+ Phương án 1: Xác định giá điện mới theo thời điểm CCA (EVN đang tạm thanh toán theo giá này)

Theo phương án này, giá điện cho cả 2 nhà máy sẽ là giá điện chuyển tiếp, do 2 nhà máy đều có CCA sau thời hạn giá FIT2. EVN cũng đang tạm dừng thanh toán cho Hồng Phong 4 do chưa có CCA và tạm thanh toán cho SP-INFRA1 với giá là 1.185 VNĐ/kWh (trần khung giá điện chuyển tiếp).

+ Phương án 2: Có thể giữ nguyên giá FIT nhưng phải nộp khoản hồi tố giá điện trước khi có CCA

Các nhà máy vẫn được giữ nguyên giá FIT1 theo thời điểm COD ban đầu. Tuy nhiên, chủ đầu tư sẽ phải nộp lại khoản hồi tố chênh lệch giá điện trong khoảng thời gian từ khi COD đến khi có CCA.

Theo phương án này, chúng tôi ước tính khoản phải nộp của SP-INFRA 1 là khoảng 200 tỷ đồng và Hồng Phong 4 là khoảng 500 tỷ đồng (và có thể tăng thêm do chưa có CCA).

Tuy nhiên, các chủ đầu tư nhà máy đều chưa đồng thuận với các phương án xử lý này. Nguyên nhân là do trước năm 2023, CCA không phải là điều kiện cần có để các nhà máy được COD. Sau khi EVN đề xuất các phương án xử lý, nhiều chủ đầu tư, đặc biệt là các chủ đầu tư nước ngoài, đã đưa ra nhiều kiến nghị. Do đó, EVN cũng đang xem xét đưa ra các đề xuất mới để tránh ảnh hưởng tới môi trường đầu tư trong ngành.

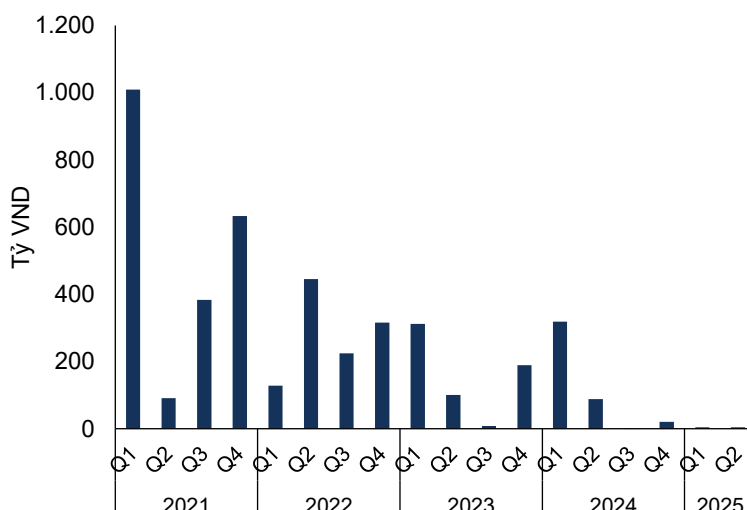
2. Mảng BĐS: Tiếp tục không ghi nhận doanh thu trong 1H2025

Doanh thu mảng BĐS đã liên tục giảm dần từ năm 2022 đến nay do bàn giao hết các dự án cũ và các dự án mới gói đầu liên tục bị trì hoãn.

Kể từ Q3/2024, HDG không còn ghi nhận thêm khoản doanh thu từ BĐS nào do đã bàn giao hết các sản phẩm từ dự án Charm Villas giai đoạn 2 và không có thêm đợt mở bán mới nào kể từ đó tới nay. Khoản người mua trả tiền trước của HDG đều đã được ghi nhận hết trong Q2/2024 và giá trị hàng tồn kho cũng không còn biến động từ thời điểm đó cho tới hiện tại.

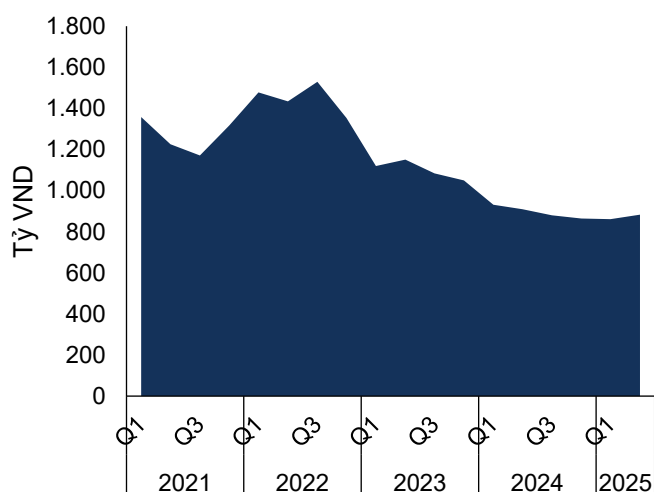
Bước sang Q3/2025, chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ ghi nhận doanh thu BĐS trở lại do HDG đã chính thức mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3 và các dự án khác của HDG cũng đang dần được tháo gỡ pháp lý.

HDG không còn ghi nhận doanh thu BĐS kể từ Q3/2024



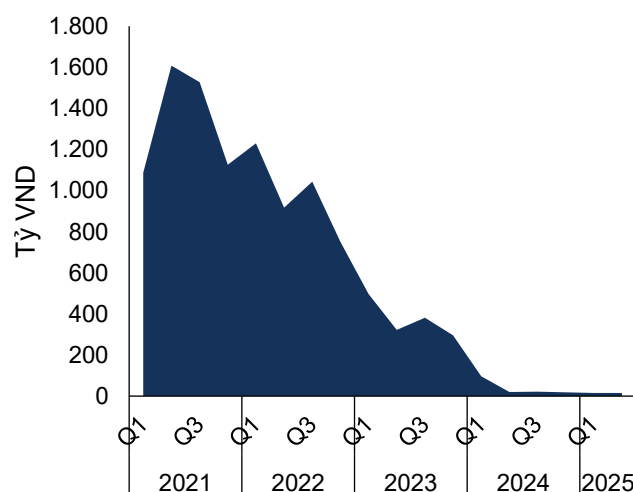
Nguồn: BCTC HDG

Hàng tồn kho HDG



Nguồn: BCTC HDG

Người mua trả tiền trước HDG



Nguồn: BCTC HDG

III. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chúng tôi dự phóng KQKD 2025 của HDG cụ thể như sau:

Chỉ tiêu	2025	2024	%YoY	KH2025	%TH/KH2025
Doanh thu thuần	3.692	2.718	+36%	2.936	126%
Sản xuất điện	2.193	1.891	+16%		
Bất động sản + Xây dựng	1.010	415	+139%		
Khách sạn + cho thuê BĐS	514	456	+13%		
Giảm trừ doanh thu	(25)	(57)	-		
Lợi nhuận gộp	2.534	1.591	+59%		
Sản xuất điện	1.551	1.261	+23%		
Bất động sản + Xây dựng	720	152	+374%		
Khách sạn + cho thuê BĐS	264	222	+19%		
Chi phí QLDN	260	446	-42%		
Doanh thu tài chính	51	60	-16%		
Chi phí tài chính	389	370	+5%		
Lợi nhuận khác	1	(258)	-		
Lợi nhuận trước thuế	1.910	573	+233%		
LNST hợp nhất	1.624	447	+263%	1.057	154%
LNST công ty mẹ	1.403	348	+303%		

Nguồn: FPTS tổng hợp

Kết quả dự phóng trên dựa trên đánh giá của triển vọng của chúng tôi:

- Mảng điện: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng điện trong năm 2025 sẽ đạt lần lượt 2.193 tỷ đồng (+16% YoY) và 1.551 tỷ đồng (+23% YoY) nhờ tình hình sản lượng tích cực của thủy điện và điện gió.
- Mảng BĐS: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng BĐS (và xây dựng) năm 2025 sẽ đạt lần lượt 1.010 tỷ đồng (+139% YoY) và 720 tỷ đồng (+374% YoY), hồi phục tích cực nhờ việc mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3.

Trong giai đoạn 2026 – 2030, chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ có thêm động lực tăng trưởng mới do các dự án điện và BĐS đang được tháo gỡ pháp lý và có thể triển khai trong giai đoạn tới.

Chúng tôi sẽ phân tích chi tiết hơn triển vọng mảng điện và mảng BĐS, cụ thể như sau:

1. Mảng điện (60% doanh thu): Thủy điện tích cực, triển vọng mở rộng công suất nhờ cơ chế giá điện mới và kỳ vọng hoàn nhập dự phòng phải thu điện mặt trời

1.1. Sản lượng điện 2025 kỳ vọng tiếp tục tích cực nhờ diễn biến thời tiết thuận lợi [\(Quay lại\)](#)

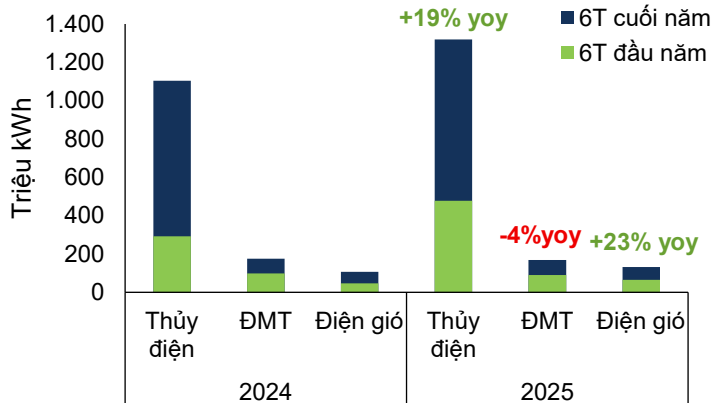
Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng điện của HDG năm 2025 đạt 1.620 triệu kWh (+12% YoY) nhờ triển vọng tích cực của thủy điện và điện gió. Cụ thể,

- **Thủy điện tích cực nhờ diễn biến thời tiết tiếp tục thuận lợi.** Theo dự báo của IRI, thời tiết vẫn sẽ tiếp tục duy trì ở trạng thái trung tính thiên về pha lạnh, đồng thời vẫn có khả năng sẽ quay lại trạng thái La Nina trong nửa cuối năm 2025. Trạng thái thời tiết này vẫn đang thuận lợi cho các nhà máy thủy điện. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện của HDG trong 2H2025 sẽ tăng 4% so với mức nền cao của 2H2024, nhờ đó sản lượng thủy điện cả năm 2025 kỳ vọng đạt 1.319 triệu kWh (+19% YoY).

- **Điện gió cải thiện sản lượng nhờ gỡ bỏ điều khoản cắt giảm công suất.** Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện gió HDG năm 2025 đạt 132 triệu kWh (+23% YoY). Bên cạnh thời tiết thuận lợi cho điện gió, việc gỡ bỏ điều khoản cắt giảm công suất sẽ giúp sản lượng điện gió của HDG tăng trưởng trong năm 2025.

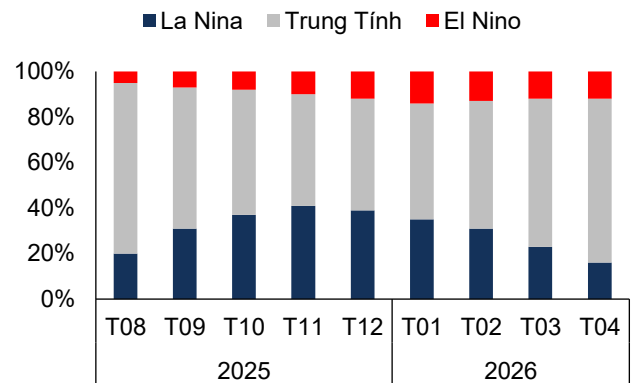
- **Điện mặt trời sụt giảm nhẹ -4% YoY** và không ảnh hưởng nhiều tới sản lượng toàn mảng điện.

Sản lượng điện kỳ vọng tích cực năm 2025



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

Dự báo thời tiết vẫn sẽ thuận lợi cho thủy điện



Nguồn: IRI, dự báo Mid-July 2025

1.2. Mở rộng công suất nhờ triển vọng M&A và cơ chế giá mới cho điện gió

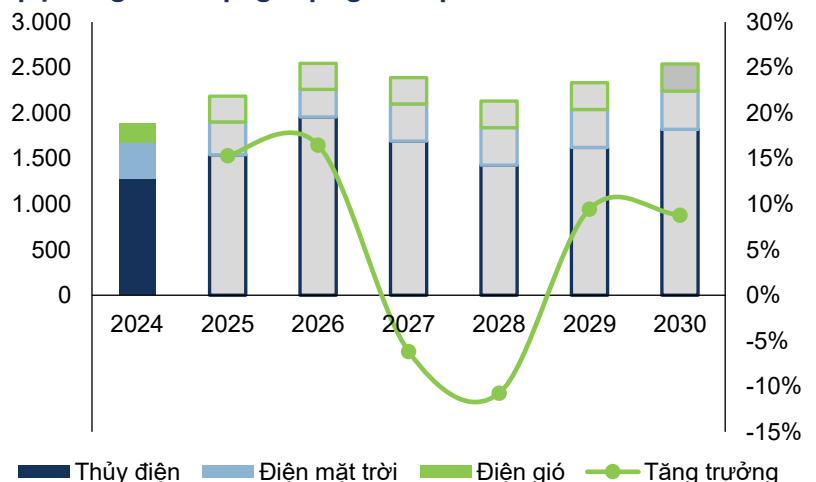
[\(Quay lại\)](#)

Trong giai đoạn 2025 – 2030, chúng tôi kỳ vọng mảng điện của HDG sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ động lực từ việc đầu tư mở rộng công suất thủy điện và điện gió.

- Đối với thủy điện, HDG dự kiến sẽ có thêm 3 nhà máy thủy điện đi vào vận hành với tổng công suất 46 MW trong 2025 - 2028.

- Đối với điện gió, HDG cũng đang nghiên cứu và chuẩn bị triển khai một số dự án điện gió mới, sau khi khung giá cho điện gió được ban hành. Tuy nhiên, do hạn chế về thông tin cũng như tính không chắc chắn của dự án, chúng tôi tạm thời chưa đưa các dự án này vào dự phóng.

Dự phóng sản lượng điện giai đoạn 2025 - 2030



Nguồn: FPTS Research

❖ Mảng thủy điện tiếp tục mở rộng công suất thông qua M&A.

Tới 2028, công suất thủy điện HDG dự kiến tăng thêm 46 MW, tương đương với 15% công suất thủy điện và 10% tổng công suất điện của HDG năm 2024, nhờ đưa vào vận hành các nhà máy thủy điện mới. Cụ thể:

- Trong Q2/2025, HDG đã hoàn thành M&A với CTCP Thủy điện Trường Thịnh – đơn vị đang sở hữu dự án nhà máy thủy điện La Trọng (22 MW). Nhà máy này đã gần hoàn thành thi công và dự kiến có thể đi vào vận hành từ tháng 8/2025.
- Trước đó, HDG cũng đã mua lại 2 dự án nhà máy thủy điện là Sơn Nham (9 MW) và Sơn Linh (15 MW). Hai nhà máy này đang trong quá trình hoàn tất thủ tục đầu tư, đồng thời cũng đã thi công một số hạng mục công trình. Chúng tôi kỳ vọng hai nhà máy này có thể đi vào hoạt động lần lượt vào năm 2027 và 2028.

Bên cạnh đó, HDG cũng đang nghiên cứu và chuẩn bị triển khai đầu tư một số dự án điện gió mới, sau khi Khung giá phát điện 2025 cho loại hình điện gió được ban hành. Các dự án mà HDG đang chuẩn bị triển khai bao gồm:

Một số dự án trong pipeline đầu tư của HDG

Dự án	Công suất	Vị trí	Hình thức đầu tư	Tiến độ	Sản lượng thiết kế (triệu kWh/năm)
Thủy điện La Trộng	22MW	Quảng Bình	M&A	Gần hoàn thiện, dự kiến phát điện từ tháng 8/2025	87
Thủy điện Sơn Linh	9MW	Quảng Ngãi	M&A	- Đang hoàn thiện hồ sơ để nâng công suất lên 9 MW. - Đang thi công các hạng mục chính của công trình. - Kỳ vọng hoàn thành và có thể vận hành năm 2027	35
Thủy điện Sơn Nham	15MW	Quảng Ngãi	M&A	- Đang nghiên cứu khả thi để nâng công suất lên 15 MW. - Kỳ vọng có thể vận hành thương mại từ năm 2028	59
Điện gió Phước Hữu	50MW	Ninh Thuận	Chấp thuận CTĐT	Được UBND tỉnh Ninh Thuận cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư vào T4/2024.	Chưa đưa vào dự phóng
Điện gió 7A – giai đoạn 2	21MW	Ninh Thuận	Chấp thuận CTĐT	Đã có chủ trương đầu tư	Chưa đưa vào dự phóng
Điện gió Bình Gia	80MW	Lạng Sơn	Đấu thầu	- Được UBND tỉnh Lạng Sơn trao Biên bản ghi nhớ đầu tư dự án (MOU) - Chưa có chấp thuận CTĐT, có khả năng phải đấu thầu	Chưa đưa vào dự phóng
Các dự án điện gió khác			Đấu thầu		Chưa đưa vào dự phóng

Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

❖ Khung giá điện gió được ban hành, tháo gỡ nút thắt để phát triển điện gió.

Trong tháng 5 và tháng 6/2025, Bộ Công Thương đã lần lượt ban hành các quyết định phê duyệt khung giá phát điện cho loại hình nhà máy điện gió năm 2025.

Khung giá điện gió 2025 hấp dẫn hơn so với khung giá điện chuyển tiếp, cao hơn khoảng 10 – 20%, tuy nhiên vẫn thấp hơn 10 – 20% so với giá FiT. Do suất đầu tư điện gió vẫn đang trong xu hướng giảm dần, chúng tôi cho rằng mức giá này vẫn đủ hấp dẫn và đem lại triển vọng đầu tư lớn cho mảng điện gió.

Quan trọng hơn, việc ban hành khung giá phát điện giúp tháo gỡ nút thắt quan trọng đối với thủ tục đầu tư các dự án điện gió. Việc chậm trễ ban hành khung giá đã khiến cho việc đầu tư vào điện gió bị trì hoãn và gần như không có dự án điện gió nào được triển khai trong vòng 3 năm trở lại đây. Nhờ khung giá phát điện được ban hành, hoạt động đầu tư điện gió đang dần sôi động trở lại với rất nhiều nhà đầu tư tham gia nghiên cứu, chuẩn bị hồ sơ đấu thầu các dự án.

Trần khung giá phát điện cho điện gió 2025

Loại hình nhà máy điện	Miền Bắc	Miền Trung	Miền Nam	Giá chuyển tiếp	Giá FiT (tỷ giá 2024)
Điện gió trên đất liền	1.959,4	1.807,4	1.840,3	1.587,12	2.047
Điện gió gần bờ	1.987,4	1.987,4	1.987,4	1.815,95	2.385
Điện gió ngoài khơi	3.975,1	3.078,9	3.868,5	n/a	n/a

Nguồn: FPTS tổng hợp

❖ **Tuy nhiên, các dự án điện gió mới sẽ áp dụng cơ chế đấu thầu khiến cạnh tranh gia tăng.**

Hình thức đầu tư đối với loại hình điện tái tạo trong thời gian tới sẽ có sự thay đổi lớn. Theo quy định mới của Luật Điện lực 2024, các dự án điện tái tạo nằm trong Quy hoạch điện sẽ phải tổ chức đấu thầu khi có từ 02 nhà đầu tư trở lên quan tâm. HDG sẽ không còn chắc chắn được làm chủ đầu tư cho các dự án điện gió mà công ty đang nghiên cứu mà phải tham gia đấu thầu cạnh tranh để có thể được lựa chọn làm chủ đầu tư cho một số dự án.

HDG hiện đang có 2 dự án Điện gió Phước Hữu (50 MW), và Điện gió 7A – giai đoạn 2 (21 MW) đã có chủ trương đầu tư và có thể triển khai. HDG cũng đã ký Biên bản ghi nhớ đầu tư dự án Điện gió Bình Gia (80 MW), tuy nhiên vẫn có khả năng phải tham gia đấu thầu để làm chủ đầu tư dự án này. Các dự án khác mà HDG đang nghiên cứu triển khai khả năng cao cũng sẽ phải trải qua quá trình đấu thầu để lựa chọn nhà đầu tư.

1.3. Kỳ vọng hoàn nhập dự phòng phải thu nhờ phương án tháo gỡ từ EVN

[\(Quay lại\)](#)

❖ **Tiến triển từ các phương án xử lý vi phạm mới của EVN đề xuất.**

Quá trình tháo gỡ vướng mắc và đề xuất phương án xử lý vi phạm của các nhà máy điện tái tạo đang dần có nhiều chuyển biến tích cực. Các phương án mà EVN đề xuất về sau ngày càng mang tính tháo gỡ và hỗ trợ nhiều hơn cho các chủ đầu tư nhà máy điện tái tạo nhờ:

- nghị quyết 68-NQ/TW năm 2025 về phát triển kinh tế tư nhân được ban hành, đưa ra định hướng “không hồi tố các quy định pháp luật để xử lý bất lợi cho doanh nghiệp” và
- lo ngại về môi trường đầu tư bị ảnh hưởng sau khi các chủ đầu tư, trong đó có nhiều chủ đầu tư nước ngoài, đưa ra kiến nghị đối với các phương án xử lý trước đó mà EVN đề xuất.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng EVN sẽ đưa ra các đề xuất mới mang tính tháo gỡ hơn cho các chủ đầu tư điện tái tạo.

❖ **HDG có khả năng hoàn nhập khoản dự phòng nếu phương án mới của EVN được chấp thuận**

Hiện tại, EVN đang đưa ra đề xuất mới cho phương án xử lý vi phạm của các nhà máy. Theo phương án này:

- nhà máy ĐMT SP-INFRA 1 của HDG vẫn sẽ tiếp tục được hưởng giá FIT1.
- nhà máy ĐMT Hồng Phong 4 sẽ tạm thời được thanh toán theo giá bằng trần khung giá chuyển tiếp (1.184,9 đồng/kWh) từ tháng 8/2025. Sau khi nhà máy được cấp CCA, nhà máy sẽ được hưởng giá FIT1.

Nếu phương án trên được chấp thuận, HDG sẽ không phải trích lập dự phòng cho nhà máy SP-INFRA 1 (~200 tỷ đồng). Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng HDG có thể sẽ được hoàn nhập khoản dự phòng cho nhà máy Hồng Phong 4, ước tính lũy kế đến tháng 6/2025 là khoảng 550 tỷ đồng, giúp cải thiện triển vọng lợi nhuận. Chúng tôi cũng kỳ vọng dòng tiền nhà máy sẽ cải thiện khi được thanh toán trở lại và thu hồi được khoản phải thu mà EVN đang tạm giữ (đến tháng 6/2025 là ~407 tỷ đồng).

❖ **Kỳ vọng nhà máy được cấp CCA nhờ tháo gỡ vướng mắc về quy định khoáng sản**

Theo phương án trên, để được ghi nhận giá FIT trở lại và có thể hoàn nhập dự phòng, HDG sẽ phải hoàn tất thủ tục để nhà máy Hồng Phong 4 được chấp thuận CCA. Ngày 08/08/2025, Thủ tướng đã ký Công điện số 130/CP-TTg, yêu cầu các bộ ngành tháo gỡ vướng mắc do quy định pháp luật trong ngành khoáng sản, đất đai. Đây là vướng mắc lớn nhất khiến cho nhà máy vẫn chưa được chấp thuận CCA.

Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Hồng Phong 4 sẽ có thể hoàn tất thủ tục và được cấp CCA trong thời gian tới, nhờ đó có thể được hưởng giá FIT và hoàn nhập dự phòng trong năm 2027.

2. Mảng BĐS (27% doanh thu): Triển vọng từ việc mở bán Charm Villas giai đoạn 3 và tháo gỡ vướng mắc pháp lý

Chúng tôi kỳ vọng mảng BĐS đang có triển vọng phục hồi tích cực từ Q3/2025 nhờ:

- Thị trường BĐS Việt Nam đang phục hồi tích cực, đặc biệt là tại miền Bắc
- HDG đã chính thức mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3
- Hưởng lợi từ việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án BĐS

2.1. Thị trường BĐS hồi phục tích cực, đặc biệt là tại miền Bắc

❖ Thị trường BĐS đang phục hồi tốt với Hà Nội là điểm sáng dẫn dắt thị trường.

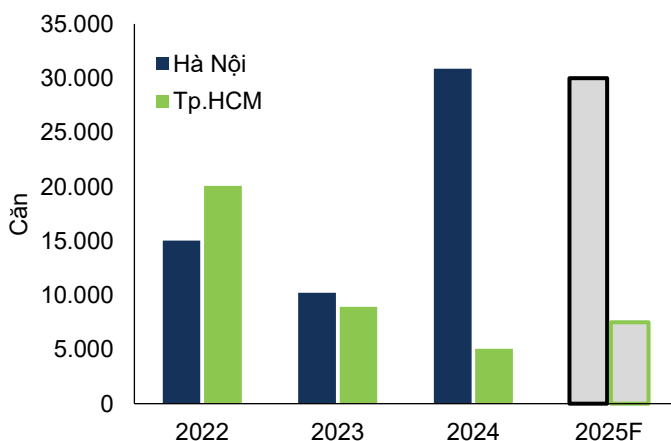
Thị trường BĐS đã có sự phục hồi mạnh mẽ kể từ cuối năm 2024, đặc biệt là tại thị trường Hà Nội và các tỉnh lân cận. Sự phục hồi của thị trường BĐS được thúc đẩy mạnh mẽ nhờ lực đẩy từ chính sách, cụ thể:

- Các Luật mới trong lĩnh vực BĐS được ban hành nhằm hướng tới thị trường minh bạch hơn và cải thiện niềm tin của người mua nhà. Đồng thời, nhiều chính sách, cơ chế đặc thù được ban hành nhằm tháo gỡ vướng mắc cho các dự án BĐS giúp cải thiện nguồn cung trên thị trường.
- Chính sách tiền tệ nới lỏng và tăng trưởng tín dụng cao, qua đó làm gia tăng nhu cầu đầu tư trên thị trường BĐS, đồng thời cung cấp nguồn vốn dồi dào cho các chủ đầu tư triển khai dự án.
- Chính sách đẩy mạnh đầu tư công, cải thiện hạ tầng giao thông, qua đó làm tăng giá trị BĐS, đặc biệt tại các khu vực ven các thành phố lớn.

Hà Nội đang là điểm sáng dẫn dắt sự phục hồi của ngành BĐS nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của nguồn cung BĐS tại thị trường này. Nhu cầu mua nhà tại Hà Nội cũng đã tăng mạnh trở lại, khiến cho giá BĐS tại thị trường này trải nhiều đợt tăng nóng, đặc biệt là trong năm 2024.

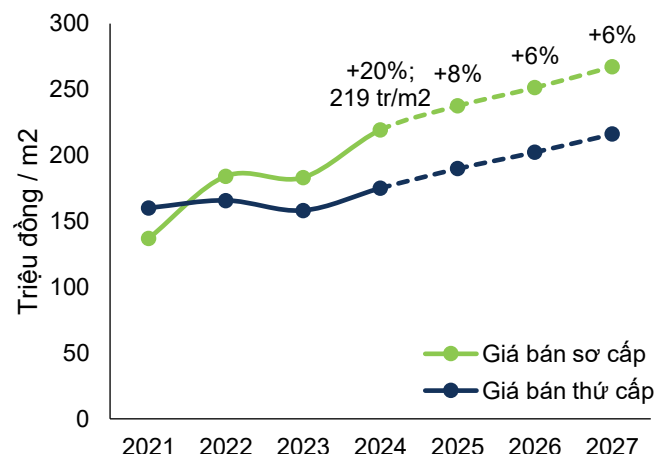
❖ **Giá BĐS tại Hà Nội đã tăng mạnh trong năm 2024**, với mức tăng khoảng 20% đối với các sản phẩm biệt thự, nhà liền kề. Theo dự báo của CBRE, giá BĐS vẫn sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong giai đoạn 2025 – 2027, do nhu cầu nhà ở tại Hà Nội vẫn đang tăng cao, trong khi nguồn cung mới nhìn chung vẫn chưa đủ đáp ứng.

Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội phục hồi mạnh mẽ



Nguồn: CBRE

Giá bán trung bình phân khúc biệt thự tại Hà Nội



Nguồn: CBRE

2.2. Bắt đầu mở bán Charm Villas, kỳ vọng giá bán cao nhờ thị trường thuận lợi

[\(Quay lại\)](#)

❖ HDG chính thức mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3.

Sau thời gian dài trì hoãn, HDG đã chính thức mở bán dự án từ tháng 7/2025. Công ty đã ký kết hợp tác với các đơn vị phân phối là AHS Property và Đất Xanh Miền Bắc để phân phối dự án. Do dự án đã hoàn thiện thi công toàn bộ các sản phẩm, HDG có thể sớm bàn giao và ghi nhận doanh thu từ dự án này ngay trong năm 2025.

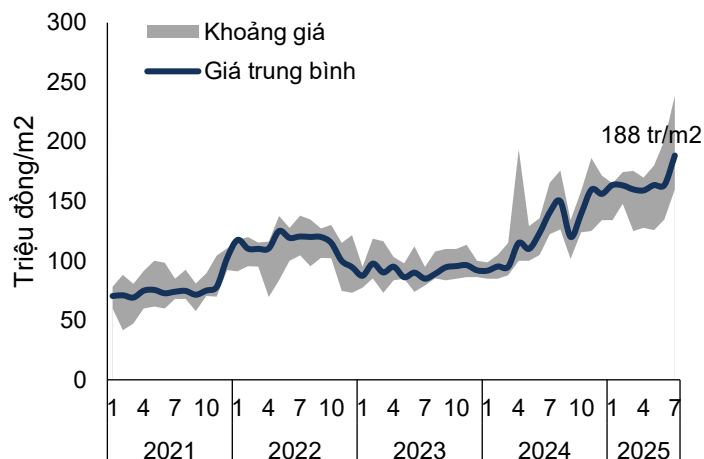
❖ **Mặt bằng giá BĐS tại khu vực đang tăng cao.**

Không ngoài xu hướng tăng chung của thị trường BĐS tại Hà Nội, giá bán các sản phẩm biệt thự, nhà liền kề tại khu vực An Khánh cũng đang tăng mạnh trong giai đoạn 2024 – 2025.

Riêng tại dự án Charm Villas, mức giá thứ cấp của các sản phẩm đã mở bán các đợt trước cũng đã tăng lên hơn 188 triệu đồng/m², tăng 21% YTD và tăng 34% YoY.

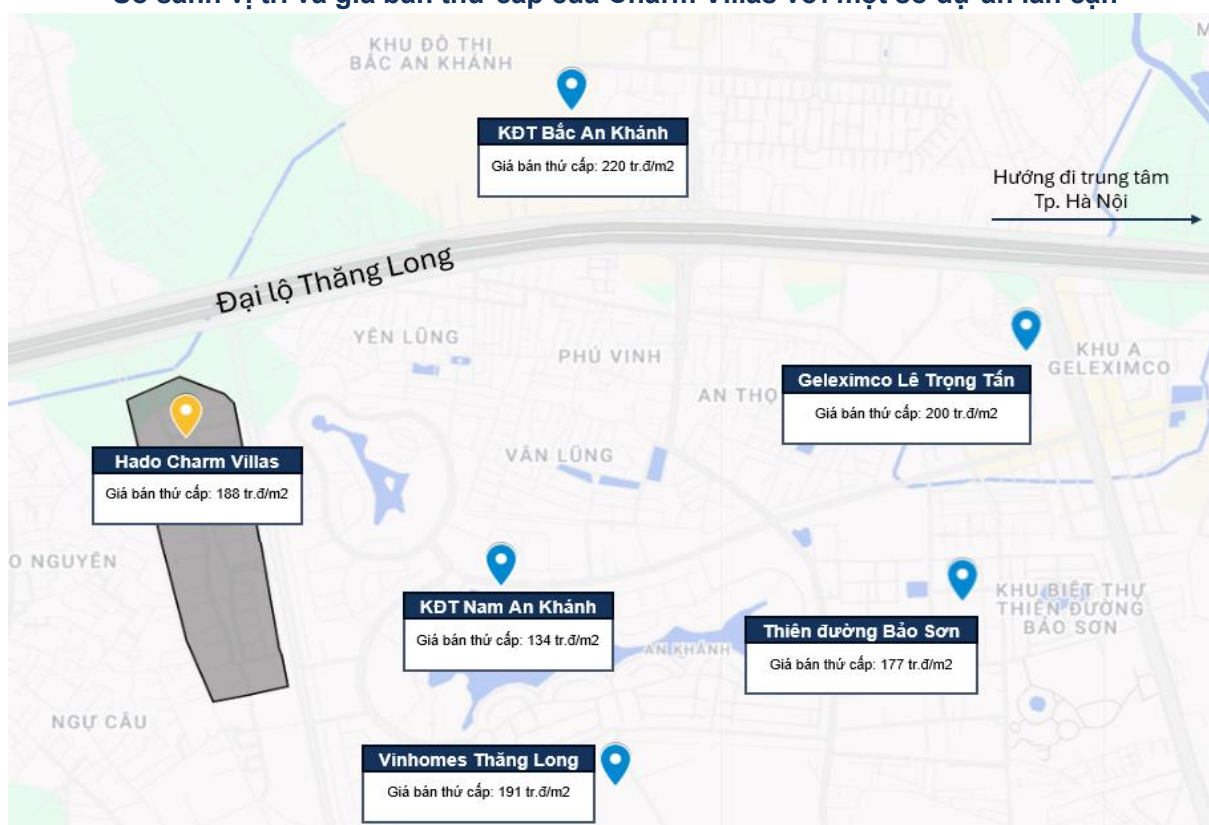
Mặt bằng giá bán thứ cấp tại các dự án lân cận Charm Villas cũng đã tăng mạnh trong giai đoạn 2024 – 2025, với mức giá khoảng 180 – 220 triệu đồng/m².

Giá bán thứ cấp tại dự án Charm Villas tăng mạnh



Nguồn: Batdongsan.com

So sánh vị trí và giá bán thứ cấp của Charm Villas với một số dự án lân cận



Nguồn: Batdongsan.com, FPTs Research

❖ **Kỳ vọng dự án đem lại biên lợi nhuận cao nhờ giá bán tăng mạnh.**

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mà dự án đem lại có thể lên tới 75% với giả định giá bán trung bình là 220 triệu đồng/m², và giả định khoản tiền sử dụng đất bổ sung cho dự án là khoảng 500 tỷ đồng.

Do mặt bằng giá bán tăng cao, HDG cũng đã đưa ra mức giá mở bán rất cao cho đợt mở bán giai đoạn 3 này. Cụ thể, mức giá dự kiến mà HDG đưa ra là khoảng 205 – 250 triệu đồng/m² tùy loại sản phẩm, chưa trừ chiết khấu. Mức giá này cao hơn rất nhiều so với giá mở bán giai đoạn 2 vào năm 2021 (chỉ khoảng 60 – 70 triệu đồng/m²).

Trong khi đó, chi phí đầu tư cho dự án tương đối thấp do dự án đã được đầu tư từ lâu. Giá trị hàng tồn kho của dự án hiện là khoảng 300 – 400 tỷ đồng. Tuy nhiên, HDG vẫn chưa hoàn thành nghĩa vụ tài chính cho dự án do cơ quan Nhà nước chưa xác định được tiền sử dụng đất của dự án. Hiện HDG mới chỉ ước tính và trích trước tiền sử dụng đất cho các sản phẩm đã bàn giao.

Do dự án đã hoàn thiện thi công, chúng tôi kỳ vọng HDG có thể bàn giao và ghi nhận doanh thu từ dự án ngay trong năm 2025. Theo kế hoạch của doanh nghiệp, HDG sẽ bàn giao và ghi nhận doanh thu khoảng 30 căn trong năm 2025, phần còn lại sẽ ghi nhận trong giai đoạn 2026 – 2027.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận từ dự án Charm Villas giai đoạn 3

Chỉ tiêu	Đơn vị	2025	2026	2027
Số căn bàn giao	căn	30	60	18
Giá bán trung bình	Triệu đồng/m ²	220	220	220
Doanh thu ghi nhận	Tỷ đồng	990	1.980	594
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	743	1.485	446

Nguồn: FPT S Research

2.3. Nghị quyết thí điểm NOTM giúp tháo gỡ cho 3 dự án Phan Đình Giót, Minh Long và Green Lane

HDG đang được hưởng lợi từ việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án BĐS. Cụ thể, HDG có 3 dự án (62 Phan Đình Giót, Green Lane và Linh Trung) đang được tháo gỡ sau khi Quốc hội ban hành Nghị quyết 171/2024/QH15 về Thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại đang chưa sở hữu đất ở. [\(Quay lại\)](#)

Sau khi Nghị quyết được ban hành, UBND Tp. Hà Nội và Tp.HCM đã lập danh mục các khu đất dự kiến thực hiện dự án thí điểm. Dự án của HDG tại 62 Phan Đình Giót đã được đưa vào Danh mục dự án đợt 1 tại Hà Nội và đã được HĐND thành phố thông qua. Hai dự án còn lại của HDG cũng đã được đưa vào Danh mục dự án đợt 1 của Tp.HCM, tuy nhiên quá trình phê duyệt tại Tp.HCM đang chậm hơn do ảnh hưởng của việc sáp nhập tỉnh, thành.

Các dự án BĐS của HDG đang được tháo gỡ pháp lý nhờ cơ chế thí điểm

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	TMĐT dự kiến (tỷ đồng)	Tiến độ
62 Phan Đình Giót	Thanh Xuân, Hà Nội	2,24	4.500	Nằm trong danh mục dự án đợt 1 đã được HĐND thành phố Hà Nội phê duyệt.
Green Lane	Quận 8, Tp.HCM	2,32	2.414	Nằm trong danh mục đăng ký dự án đợt 1 của Tp.HCM, Sở Xây Dựng đã cho ý kiến và đang chờ phê duyệt từ HĐND.
Linh Trung	Thủ Đức, Tp.HCM	2,71	2.127	

Nguồn: FPT S tổng hợp

Sau khi Danh mục dự án tại Hà Nội được phê duyệt, HDG cũng đã hoàn thiện và nộp hồ sơ xin Chấp thuận chủ trương đầu tư (CTĐT) cho dự án 62 Phan Đình Giót. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ được Chấp thuận CTĐT vào cuối năm 2025, sau đó sẽ tiếp tục hoàn thiện các thủ tục pháp lý khác và có thể khởi công trong nửa đầu năm 2027.

Đối với 2 dự án Green Lane và Linh Trung, chúng tôi dự phóng tiến độ triển khai của 2 dự án này sẽ chậm hơn nửa năm so với dự án 62 Phan Đình Giót. Tiến độ dự phóng của 3 dự án cụ thể như sau:

Dự phóng tiến độ triển khai các dự án BĐS của HDG

	2H2025	1H2026	2H2026	1H2027	2H2027	1H2028	2H2028	1H2029	2H2029
62 Phan Đình Giót	Chấp thuận CTĐT	Thủ tục pháp lý khác	Khởi công	Mở bán	Hoàn thiện thi công	Bàn giao			
Green Lane		Chấp thuận CTĐT	Thủ tục pháp lý khác	Khởi công	Mở bán	Hoàn thiện thi công	Bàn giao		
Linh Trung		Chấp thuận CTĐT	Thủ tục pháp lý khác	Khởi công	Mở bán	Hoàn thiện thi công	Bàn giao		

Nguồn: FPT S Research

Ba dự án trên đang là động lực tăng trưởng chính cho mảng BĐS của HDG sau khi HDG bàn giao hết các sản phẩm tại dự án Charm Villas giai đoạn 3. Cả 3 dự án đều có quy mô không quá lớn, tuy nhiên đều có vị trí thuận lợi, đều nằm tại các khu vực trung tâm tại 2 thành phố lớn. Tuy nhiên, chúng tôi tạm thời chưa đưa ra dự phóng chi tiết do các dự án này sẽ phải thực hiện lại các bước quy hoạch, xác định nghĩa vụ tài chính về đất.

IV. RỦI RO ĐẦU TƯ

(Quay lại)

1. Rủi ro pháp lý

Các dự án ĐMT và dự án BĐS của HDG vẫn đang trong quá trình giải quyết vướng mắc pháp lý và vẫn tồn tại rủi ro phải trích lập hoặc chậm tiến độ do vấn đề pháp lý.

- **Với các dự án ĐMT:** phương án xử lý vi phạm cuối cùng vẫn chưa được thống nhất. Theo các phương án EVN đề xuất trước đây, HDG có thể không được tiếp tục hưởng giá FIT mà phải phải điều chỉnh giảm, đồng thời phải trích lập dự phòng cho cả 2 nhà máy.

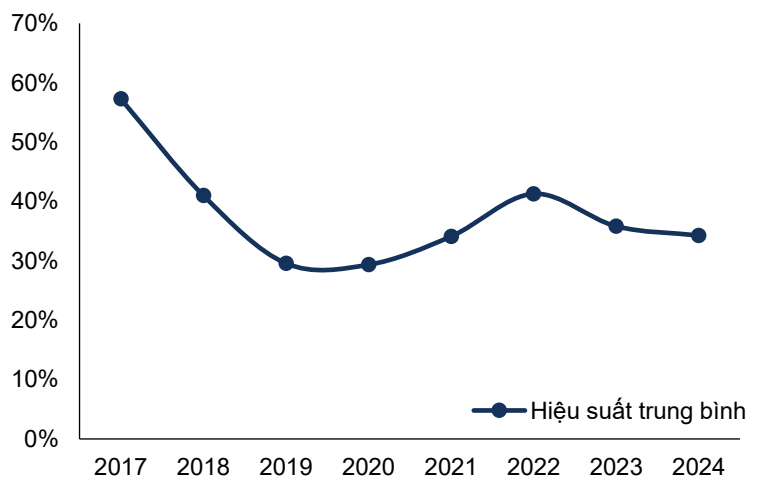
- **Với các dự án BĐS:** Mặc dù 3 dự án BĐS của HDG đã được tháo gỡ nút thắt quan trọng nhất, các dự án trên vẫn sẽ phải tiếp tục hoàn thiện các thủ tục pháp lý tiếp theo như: Quy hoạch 1/500, xác định nghĩa vụ tài chính về đất, giấy phép xây dựng, ... dẫn tới rủi ro gặp vướng mắc và bị chậm tiến độ.

2. Rủi ro thời tiết

Các loại hình nhà máy điện mà HDG đang sở hữu là thủy điện, điện mặt trời và điện gió đều vận hành phụ thuộc hoàn toàn vào điều kiện thời tiết. Sản lượng hàng năm của các nhà máy biến động tương đối lớn tùy vào điều kiện thời tiết trong năm.

Trong đó, thủy điện là loại hình có biên độ biến động lớn nhất (+/- 20-30% so với trung bình), đồng thời cũng đang chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu sản lượng của HDG (80%). Do đó, hiệu suất (capacity factor) trung bình các nhà máy điện của HDG trong quá khứ thường biến động mạnh, và chịu ảnh hưởng lớn nhất bởi chu kỳ El Nino/La Nina.

Biến động hiệu suất các nhà máy của HDG trong quá khứ



Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

3. Rủi ro biến động lãi suất, tỷ giá.

Tính đến tháng 6/2025, HDG còn tổng dư nợ hơn 5.000 tỷ đồng. Các khoản vay của HDG đều đang có lãi suất thả nổi, trong đó có cả nợ ngoại tệ bằng EUR khoảng 600 tỷ đồng. Do đó, lợi nhuận của HDG vẫn đang chịu ảnh hưởng khá nhiều bởi các biến động về tỷ giá và lãi suất.

Trong 1H2025, tỷ giá EUR đã tăng khoảng 15%, do đó HDG đã phải ghi nhận lỗ tỷ giá hơn 100 tỷ đồng. Đây là một trong những nguyên nhân chính khiến LNST của HDG sụt giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2024.

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi định giá HDG sử dụng phương pháp Định giá từng phần (Sum of the Parts – SOTP). Trong đó, chúng tôi sử dụng các phương pháp khác nhau đối với các mảng kinh doanh, cụ thể:

- Phương pháp DCF cho các hoạt động kinh doanh có thể ước tính tin cậy dòng tiền bao gồm: (1) mảng điện, (2) các hoạt động xây lắp, khách sạn, quản lý & cho thuê BĐS và (3) dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3.
- Phương pháp P/B cho các dự án BĐS có tính khả thi là: Green Lane, Linh Trung, NoongTha và 62 Phan Đình Giót. Chúng tôi sử dụng định giá bằng P/B cho các dự án trên nhằm đảm bảo tính thận trọng do các dự án đều đang điều chỉnh quy hoạch và chưa có thông tin chính xác về dự án. Khi có các thông tin chi tiết, chúng tôi sẽ cập nhật định giá cho các dự án theo phương pháp DCF.
- Các dự án điện gió và các dự án BĐS khác chúng tôi tạm thời chưa đưa vào mô hình định giá và sẽ cập nhật khi có thêm thông tin chi tiết.

Giá trị bình quân của một cổ phiếu là **38.100 đồng/cp**, cao hơn **22,3%** so với mức giá đóng cửa ngày 21/08/2025. HDG vẫn còn nhiều tiềm năng gia tăng định giá từ những dự án mà chúng tôi đang giả định thận trọng và các dự án chưa đưa vào mô hình định giá. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG.

Kết quả định giá:

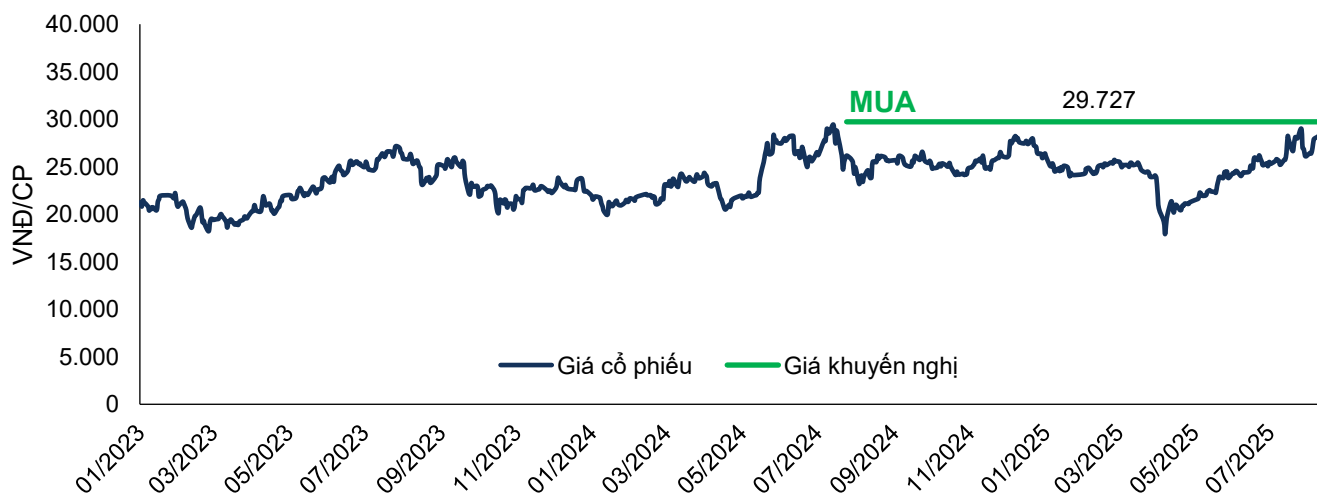
Tổng hợp định giá DCF		Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		12.384
Phương pháp FCFE – 50%		11.999
Phương pháp FCFF – 50%		12.769
Tổng hợp định giá theo P/B		Giá trị
P/B trung bình ngành BĐS		1,69
Giá trị Book Value các dự án (tỷ đồng)		1.010
Linh Trung		490
Hado Green Lane		293
NoongTha Central Park		116
62 Phan Đình Giót		111
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		1.709
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)		14.093
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		370
Giá mục tiêu		38.093

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T8/2025	Thay đổi so với T7/2024	Giả định mô hình	Giá trị	Thay đổi so với T7/2024
WACC 2025	12,24%	+0,64 đpt	Phần bù rủi ro thị trường	10,35%	-0,01 đpt
Chi phí sử dụng nợ	6,2%	-3,30 đpt	Hệ số Beta	0,84	+5%
Chi phí sử dụng VCSH	16,07%	+0,84 đpt	Tăng trưởng dài hạn	2%	+0,50 đpt
Lãi suất phi rủi ro	3,26%	+0,52 đpt	Thời gian dự phóng	9 năm	-

Các doanh nghiệp so sánh

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hóa 21/08/2025 (tỷ VND)	Book Value Q2/2025 (tỷ VND)	Doanh thu 2024 (tỷ VND)	LNST 2024 (tỷ VND)	D/E 2024 (lần)	P/B (lần)
CTCP Vinhomes	VHM	406.634	230.611	102.323	31.801	0,31	1,76
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH	40.961	19.707	3.279	810	0,35	2,08
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	NVL	33.932	51.968	9.073	(6.455)	1,26	0,65
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR	24.005	11.856	822	155	0,38	2,02
CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy	TCH	19.285	12.119	5.427	980	0,08	1,59
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	16.597	14.219	7.196	518	0,45	1,17
CTCP Đầu tư Bất động sản Taseco	TAL	11.819	4.294	1.684	665	0,80	2,75
CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm	NTL	2.592	1.723	1.441	620	0,04	1,50
Trung bình							1,69

Lịch sử khuyến nghị


STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị (đã điều chỉnh)	Báo cáo chi tiết
1	MUA	T07/2024	29.727	Báo cáo định giá lần đầu

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Đơn vị: Tỷ VND

KQHKĐD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2.718	3.692	5.076	3.549
Giá vốn hàng bán	(1.127)	(1.158)	(1.478)	(1.119)
Lợi nhuận gộp	1.591	2.534	3.598	2.430
Chi phí bán hàng	(4)	(26)	(53)	(16)
Chi phí QLDN	(446)	(260)	(274)	376
Lợi nhuận thuần HKĐD	1.140	2.247	3.271	2.790
Doanh thu tài chính	33	(53)	234	120
Chi phí tài chính	(370)	(389)	(307)	(300)
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>(343)</i>	<i>(286)</i>	<i>(275)</i>	<i>(269)</i>
Lãi/lỗ khác và lãi/lỗ CTLK	(258)	1	2	1
LNTT	573	1.910	3.232	2.643
Thuế TNDN	(126)	(287)	(485)	(396)
LNST	447	1.624	2.747	2.246
<i>Lợi ích cổ đông thiểu số</i>	<i>99</i>	<i>220</i>	<i>285</i>	<i>228</i>
LNST công ty mẹ	348	1.403	2.462	2.018
EPS (VND)	1.083	3.793	6.655	5.455

Khả năng sinh lời	2024A	2025A	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	58,5%	68,6%	70,9%	68,5%
Tỷ suất LNST	12,8%	38,0%	48,5%	56,9%
ROE DuPont	5,8%	20,9%	38,0%	36,7%
ROA DuPont	2,5%	9,5%	16,1%	14,4%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	33,7%	59,5%	69,1%	82,0%
LNTT / EBIT	62,6%	87,0%	92,2%	90,8%
LNST/LNTT	60,8%	73,5%	76,2%	76,4%
Vòng quay TTS	0,2x	0,3x	0,3x	0,3x
Đòn bẩy tài chính	2,4x	2,2x	2,4x	2,6x

Hiệu quả hoạt động	2024A	2025A	2026F	2027F
Thời gian luân chuyển tiền	3,01	(138,7)	(347,3)	(404,6)
Số ngày phải thu	192,18	132,0	81,1	109,0
Số ngày tồn kho	312,77	260,9	136,6	180,4
Số ngày phải trả	501,93	531,7	565,0	694,0
COGS / Hàng tồn kho	1,0x	1,1	2,7	2,0

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025A	2026F	2027F
CS thanh toán hiện hành	1,5x	1,9x	1,0x	1,2x
CS thanh toán nhanh	1,1x	1,6x	0,8x	1,0x
CS thanh toán tiền mặt	0,5x	1,2x	0,5x	0,5x
Nợ/Tài sản	0,5x	0,4x	0,5x	0,4x
Nợ/Vốn CSH	0,9x	0,8x	1,0x	0,8x
Nợ ngắn hạn/VCSH	0,3x	0,3x	0,5x	0,3x
Nợ dài hạn/VCSH	0,6x	0,5x	0,6x	0,5x
Khả năng TT lãi vay	2,7x	7,7x	12,8x	10,8x

Bảng cân đối kế toán	2024A	2025A	2026F	2027F
TÀI SẢN				
Tài sản ngắn hạn	3.228	4.887	3.325	2.950
Tiền, TĐT và ĐTTC	1.068	3.143	1.601	1.345
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.267	1.145	1.112	1.008
Hàng tồn kho	857	553	553	553
Tài sản ngắn hạn khác	35	46	59	45
Tài sản dài hạn	10.622	11.105	11.217	10.596
Tài sản cố định	9.277	9.719	9.161	9.309
Tài sản dở dang dài hạn	902	922	1.562	842
Đầu tư dài hạn	59	59	59	59
Tài sản dài hạn khác	384	406	435	387
TỔNG TÀI SẢN	13.849	15.992	14.542	13.547

NGUỒN VỐN				
NỢ PHẢI TRẢ	6.473	7.000	7.287	6.006
Nợ ngắn hạn	2.140	2.638	3.273	2.482
Vay nợ ngắn hạn	631	613	569	769
Các khoản phải trả ngắn hạn	1.454	1.963	2.613	1.642
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	55	62	90	71
Nợ dài hạn	4.333	4.362	4.014	3.524
Các khoản vay nợ dài hạn	4.253	4.282	3.913	3.447
Các khoản phải trả dài hạn	80	79	101	77
VỐN CHỦ SỞ HỮU	7.376	8.992	7.255	7.540
Vốn góp của chủ sở hữu	3.363	3.700	3.700	3.700
Thặng dư vốn cổ phần	375	375	375	375
Lợi nhuận chưa phân phối	2.284	3.337	1.303	1.373
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.277	1.498	1.783	2.011
TỔNG NGUỒN VỐN	13.849	15.992	14.542	13.547

Lưu chuyển tiền tệ	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền đầu năm	638	638	3.143	1.601
Lợi nhuận trước thuế	458	1.624	2.747	2.246
Khấu hao	525	538	558	572
Dự phòng	508	7	7	7
Thay đổi VLĐ và điều chỉnh khác	(440)	895	638	(967)
Tiền từ HKĐD	1.050	3.064	3.951	1.859
Thanh lý tài sản cố định	-	-	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	(18)	(1.000)	(640)	-
Các HĐ đầu tư khác	(99)	-	-	-
Tiền từ hoạt động đầu tư	(116)	(1.000)	(640)	-
Thay đổi nợ	(547)	11	(413)	(265)
Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(286)	-	(4.440)	(1.850)
Tiền từ hoạt động TC	(833)	11	(4.853)	(2.115)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	101	2.075	(1.542)	(257)
Tiền cuối năm	1.068	3.143	1.601	1.345

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu HDG, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường
Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Phường Bến Thành, Thành
phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Phường Hải
Châu, Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888