

CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ – HSX: HDG

Pháp lý khởi thông, mở đường phát triển

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

Giá mục tiêu: 32,300

Upside: +5%

Ngành điện | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh tăng 14% giá mục tiêu của HDG với các thay đổi sau:

- Tăng giá bán Charm Villas 3 từ 100 triệu VND/m² lên 145 triệu VND/m².
- Bổ sung dự án Hồng Phong 4 do không phải hồi tố và tiếp tục được bán điện.
- Bổ sung dự án Phan Đình Giót nhờ tháo gỡ pháp lý.

Cổ phiếu HDG đã tăng 38% kể từ [báo cáo MUA](#) lần trước, BSC chuyển từ khuyến nghị MUA sang **NẮM GIỮ** HDG, giá mục tiêu năm 2025 là **32,300 VND/CP**, tương đương upside 5% (giá tham chiếu 13/08/2025) dựa trên phương pháp định giá từng phần.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2025

- Dự án thủy điện La Tròng (22 MW) dự kiến vận hành thương mại trong 2H2025 giúp mở rộng danh mục năng lượng của công ty.
- Dự án Hồng Phong 4 có khả năng được hoàn nhập dự phòng 530 tỷ VND và tiếp tục hoạt động với giá chuyển tiếp 1,185 VND/Kwh, tốt hơn kỳ vọng ban đầu dự án sẽ ngừng hoạt động.
- Dự án Charm Villas 3 bàn giao 20 căn trong 2H025 có thể ghi nhận 260 tỷ VND lợi nhuận ròng.
- Dự án Phan Đình Giót (2.24 ha) được thí điểm theo nghị quyết 175/2024/QH tạo động lực tăng trưởng trong tương lai.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025

Doanh thu đạt 3,200 VND (+18% YoY), LNST-CĐTS đạt 883 tỷ VND, (+151% YoY):

- Doanh thu mảng BĐS đạt 752 tỷ VND (+82% YoY), giả định bàn giao 20 căn thuộc dự án Charm Villas 3.
- Doanh thu mảng năng lượng đạt 2,013 tỷ VND (+10 YoY) nhờ tình hình thủy văn thuận lợi cho nhóm thủy điện.

Chi phí tài chính đạt 420 tỷ VND (+14% YoY) chủ yếu do lỗ tỷ giá bất thường 85 tỷ VND với EUR/VND tăng 15%.

Thay đổi dự phóng 2025/2026 so với báo cáo trước: Chúng tôi tăng 6% và 50% dự phóng LNST-CĐTS năm 2025, 2026 từ 831 tỷ VND/ 900 tỷ VND lên 883 tỷ VND/1,338 tỷ VND do thay đổi các giả định sau:

- Tăng giá bán Charm Villas 3 từ 100 triệu VND/m² lên 145 triệu VND/m².
- Từ năm 2026, loại bỏ trích lập dự phòng 110 tỷ VND/năm ở dự án Hồng Phong 4 và thay thế bằng hoàn nhập dự phòng 33 tỷ VND/năm.
- Hai yếu tố trên bù đắp lỗ tỷ giá tăng thêm 85 tỷ VND so với ban đầu và bổ sung 109 tỷ VND chi phí một lần liên quan đến BĐS trong năm 2025.

RỦI RO: 1) tình hình thời tiết diễn biến phức tạp, thủy văn bất lợi đột ngột, 2) phương án xử lý tranh chấp giá FIT của EVN không được thông qua.

KQKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2,882	2,718	3,200	3,675
Lợi nhuận gộp	1,716	1,591	1,945	2,341
NPATMI	719	352	883	1,338
EPS	1,944	952	2,386	3,616

Trung tâm phân tích BSC

Nguyễn Dân Trường

(Chuyên viên phân tích)

truongnd@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	30,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	369.9
Vốn hoá (Tỷ VND):	11,395
Thanh khoản 30n (Triệu):	6.79
Sở hữu nước ngoài:	17.0%

Mở tài khoản



I. CẬP NHẬT KQKD Q2.2025

(Tỷ VND)	2Q2024	2Q2025	% YoY	1H2025	% YoY	2025F cũ	% 1H2025 / 2025F cũ
Doanh thu	560	583	4%	1,181	-16%	2,869	41%
BDS thương mại	84	-	-100%	-	-100%	430	0%
Năng lượng	348	466	34%	944	24%	1,974	48%
Cho thuê BDS	95	82	-14%	161	-8%	334	48%
Khách sạn	29	35	21%	72	13%	131	55%
Lợi nhuận gộp	278	253	-9%	653	-9%	1,767	37%
Chi phí QLDN	53	77	45%	132	53%	283	47%
EBIT	224	175	-22%	519	-17%	1,475	35%
Doanh thu TC	8	20	150%	34	62%	72	47%
Chi phí tài chính	105	155	48%	263	31%	364	72%
-Lãi vay	82	75	-9%	150	-10%	314	48%
LNTT	125	49	-61%	278	-37%	1,155	24%
LNST	99	34	-66%	241	-34%	1,028	23%
LNST-CĐTS	64	(25)	-139%	130	-54%	608	21%
Thay đổi							
%SG&A/Doanh thu	9.6%	13.4%	3.7%	11.3%	5.1%	10.2%	
Biên LNG	49.6%	43.4%	-6.2%	55%	4.4%	62%	
BDS thương mại	35%	N/a	N/A	N/A	N/A	50%	
Năng lượng	57%	67%	10.3%	68%	7.4%	68%	
Cho thuê BDS	41%	-23%	-64.2%	7%	-34%	42%	
Khách sạn	45%	51%	6.6%	54%	5.7%	50%	

Nguồn: BSC Research, HDG, *: loại bỏ dự phòng

Tóm tắt KQKD Q2/2025: mảng năng lượng tiếp tục là trụ cột

Q2/2025: Doanh thu đạt 583 tỷ VND, (+4% YoY, -3% QoQ), LNST-CĐTS lỗ -25 tỷ VND (cùng kỳ lãi 64 tỷ VND và quý trước lãi 155 tỷ VND). Nếu loại bỏ chi phí kế toán bất thường, LNST-CĐTS đạt 62 tỷ VND (tương đương cùng kỳ).

1H2025: Doanh thu đạt 1,181 tỷ VND (-16% YoY), LNST-CĐTS đạt 130 tỷ VND (-54% YoY). Nếu loại bỏ chi phí kế toán bất thường, LNST-CĐTS đạt 217 tỷ VND (-23% YoY).

Phân tích KQKD Q2/2025:

- Doanh thu mảng năng lượng đạt 466 tỷ VND, +34% YoY, nhờ tình hình thủy văn thuận lợi dưới tác động của La nina, bù đắp cho mảng BDS không ghi nhận doanh thu.
- Doanh thu khách sạn và cho thuê bất động sản đạt 117 tỷ VND giảm -5% YoY.
- Trong kỳ không ghi nhận doanh thu BDS (cùng kỳ ghi nhận 84 tỷ VND).

Biên lợi nhuận gộp đạt 43.4%, giảm -6.2 điểm % so với cùng kỳ chủ yếu do:

- Mảng BDS ghi nhận phí sử dụng đất bổ sung 59 tỷ VND với các dự án đã bán trước đây dẫn đến lỗ gộp 59 tỷ VND trong kỳ (cùng kỳ biên gộp đạt 35%).
- Mảng BDS cho thuê cũng ghi nhận thêm 50 tỷ VND chi phí bổ sung một lần khiến biên gộp âm -23% (cùng kỳ đạt 41%) – tham khảo mục [thông tin khác](#).

- Mảng thủy điện có lưu lượng nước về nhiều hơn giúp biên gộp đạt 67% (tăng 10 điểm %).

Tỷ lệ SGA/Doanh thu đạt 13.4%, tăng 3.7 điểm % so với cùng kỳ do công ty thực hiện trích lập 57 tỷ VND dự phòng nợ xấu liên quan đến EVN ở dự án Hồng Phong 4.

Chi phí tài chính đạt 155 tỷ VND (+48% YoY) trong đó lỗ tỷ giá 100 tỷ VND do EUR/VND đã tăng 15% trong 6 tháng đầu năm (nợ bằng đồng EUR ước tính còn khoảng 550 tỷ VND tại thời điểm 30/06).

KQKD 1H2025, doanh thu và LNST-CĐTS đã hoàn thành 41% và 16% dự phóng cả năm 2025. Nếu loại bỏ các khoản trích chi phí bất thường một và lợi nhuận BĐS thương mại ghi nhận vào 2H2025, LNST-CĐTS đạt 36% dự phóng.

Đánh giá của BSC

Mức lợi nhuận 1H2025 tương đối thấp so dự phóng cả năm chủ yếu là do:

- Công ty trích bổ sung 109 tỷ VND giá vốn liên quan đến các dự án BĐS đã chuyển nhượng và cho thuê BĐS.
- Lợi nhuận dự án Charm Villas 3 và mảng năng lượng tập trung ở 2H2025.
- Lỗ tỷ giá tăng nhanh nhưng đang có dấu hiệu hạ nhiệt.

Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LNST-CĐTS năm 2025 trong báo cáo này – tham khảo chi tiết bên dưới.

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2025

1. Dự án thủy điện La Trọng (22 MW) dự kiến vận hành thương mại trong 2H2025 giúp mở rộng danh mục năng lượng của công ty.

Trong Q2/2025, công ty con Zahung (HDG sở hữu 52%) đã chi khoảng 178 tỷ VND mua lại 51% công ty Trường Thịnh – đơn vị sở hữu dự án thủy điện La Trọng (22 MW) và quyền phát triển dự án thủy điện khác (30MW) tại Quảng Trị. Thủy điện La Trọng đang trong giai đoạn xây dựng, dự kiến phát điện thương mại từ tháng 9/2025 mang lại doanh thu khoảng 115 tỷ VND/năm và bắt đầu có lợi nhuận từ năm 2027 sau khi chi phí lãi vay giảm.

BSC định giá Trường Thịnh đóng góp khoảng 45 tỷ VND vào tổng định giá của HDG và giá trị này sẽ gia tăng khi dự án thủy điện mới được triển khai.

2. Dự án Hồng Phong 4 có khả năng hoàn nhập dự phòng 530 tỷ VND và tiếp tục vận hành với giá chuyển tiếp 1,185 VND/Kwh (kỳ vọng ban đầu sẽ ngừng hoạt động).

Ngày 01/08/2025, EVN đã trình Bộ Công Thương phương án xử lý tranh chấp giá FIT với các chủ đầu tư như sau:

- **Dự án có CCA (chứng nhận nghiệm thu) sau ngày COD (vận hành thương mại):** được hưởng giá FIT kể từ thời điểm COD theo hợp đồng đã ký.
- **Các dự án chưa có CCA:** áp dụng mức giá trần khung chuyển tiếp (QĐ 21/QĐ-BCT, 07/01/2023), bắt đầu từ kỳ thanh toán tháng 8/2025.

Chúng tôi đánh giá khả năng thông qua cao do đây là đề xuất từ EVN và được nhà đầu tư, bao gồm HDG, ủng hộ.

Theo đó, dự án điện mặt trời Infra 1 vẫn giữ giá bán 9,35 US cent/kWh, không bị hồi tố doanh thu, chỉ chịu phạt hành chính khoảng 100–200 triệu VND. Riêng Hồng Phong 4 – dù khó được cấp CCA do một phần diện tích nằm trên đất khoáng sản – vẫn tiếp tục hoạt động với giá trần chuyển tiếp 1.185 VND/kWh, tốt hơn kỳ vọng ban đầu là ngừng vận hành.

So với dự báo trước, chúng tôi loại bỏ khoản dự phòng 110 tỷ VND/năm tại Hồng Phong 4 và hoàn nhập 530 tỷ VND (đã trích lập 2024 và 1H2025) phân bổ đều cho 16 năm vận hành còn lại (khoảng 33 tỷ VND/năm). Đồng thời, bổ sung Hồng Phong 4 vào định giá HDG, đóng góp thêm 214 tỷ VND nhờ triển vọng tiếp tục khai thác với mức giá mới và không bị hồi tố doanh thu.

3. Dự án Charm Villas 3 bàn giao 20 căn trong 2H2025 và đóng góp lợi nhuận ròng 260 tỷ VND.

Sau hai năm trì hoãn, HDG đã mở bán Charm Villas 3 từ Q3/2025 với giá trung bình khoảng 175 triệu đồng/m² – ngang bằng khu vực lân cận. Dự án còn 108 sản phẩm biệt thự, nhà liền kề đã hoàn thiện và đủ pháp lý. BSC nâng giả định giá bán từ 100 lên 145 triệu VND/m², phản ánh xu hướng thị trường tích cực.

HDG ước tính biên lợi nhuận gộp của dự án đạt 70–80%, trong khi BSC dự phóng tổng lợi nhuận sau thuế đạt 1.744 tỷ VND (so với ước tính trước 680 tỷ VND). Riêng trong 2H2025, công ty dự kiến bán 20 căn, ghi nhận 795 tỷ VND doanh thu và 260 tỷ VND lợi nhuận ròng, sau khi trừ chi phí bổ sung 59 tỷ VND (tham khảo mục [thông tin khác](#)).

Chúng tôi duy trì kịch bản thận trọng, phân bổ tiến độ bán hàng từ 2025 đến 2028 nhằm phản ánh biến động thị trường bất động sản.

BSC dự phóng thời gian bán hàng và ghi nhận lợi nhuận của dự án Charm Villas GD 3

Dự án	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Charm Villas GD 1&2								
Charm Villas GD 3								

Nguồn: HDG, BSC Research

Thông tin của dự án Charm Villas giai đoạn 3

Tiêu chí	Thông tin
Quy mô dự án	30 ha
Vị trí dự án	Đại lộ Thăng Long, xã An Thượng, huyện Hoài Đức, TP. Hà Nội Cách quận trung tâm thủ đô: 15 phút Big C Thăng Long: 10 phút Sân bay quốc tế Nội Bài: 25 phút
Số lượng sản phẩm	108 căn
Diện tích trung bình	Nhà liền kề từ 90 – 230 m ² Biệt thự từ 163 – 430 m ²
Giá bán sơ cấp giả định của BSC	145 triệu VND/m ² (giá thị trường tham khảo 175 triệu VND/m ²)
Thời điểm mở bán	Q3.2025

Nguồn: HDG, BSC Research

4. Dự án Phan Đình Giót (2.24 ha) được thí điểm theo nghị quyết 175/2024/QH tạo động lực tăng trưởng trong tương lai.

Ngày 14/05/2025, dự án 62 Phan Đình Giót do CTCP Thiết bị Giáo dục 1 (HDG sở hữu 99,95%) làm chủ đầu tư đã được UBND TP. Hà Nội chấp thuận tham gia thí điểm mở rộng loại đất làm nhà ở thương mại theo Nghị quyết 175/2024/QH, cùng với 147 dự án khác ([link](#)). Đây là bước tiến pháp lý quan trọng, mở đường để dự án có thể khởi công trong năm 2026.

Dự án Phan Đình Giót sẽ giúp HDG giải ngân một phần nguồn vốn nhàn rỗi hơn 1.000 tỷ VND (tại Q2/2025), đồng thời bổ sung vào danh mục dự án dài hạn, cải thiện tâm lý nhà đầu tư sau hơn 5 năm đình trệ ở mảng BĐS do vướng mắc pháp lý. Chúng tôi bổ sung giá trị sổ sách 400 tỷ VND của dự án này vào định giá công ty.

Tại TP. HCM, HDG còn hai dự án Minh Long và Green Lane đã trình UBND và đang chờ kết quả thí điểm. Tiến độ pháp lý tại đây dự kiến chậm hơn Hà Nội do ảnh hưởng quá trình sáp nhập TP. HCM. HDG kỳ vọng thủ tục pháp lý sẽ hoàn tất trong năm 2026 và khởi công vào năm 2027.

Thông tin các dự án BĐS đang triển khai

Tiêu chí	Minh Long	Green Lane	62 Phan Đình Giót
Quy mô dự án	2.7 ha	2.3 ha	2.24 ha
Tổng mức đầu tư	4,500 tỷ VND	3,500 tỷ VND	4,500 tỷ VND
Vị trí dự án	2 mặt tiền Phạm Văn Đồng và đường số 1, P. Linh Trung, Thủ Đức, TP. Thủ Đức	Đường Phạm Thế Hiển, P.7, Quận 8, TP.HCM	62 Phan Đình Giót, P. Phương Liệt, Q. Thanh Xuân, Hà Nội
Số lượng sản phẩm	Căn hộ: 1,400 sản phẩm Thấp tầng: 30 sản phẩm	Căn hộ: 1,200 sản phẩm	N/A
Tiến độ	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000, đang xin quy hoạch 1/500. Cần chuyển đổi mục đích sử dụng đất.	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500. Cần chuyển đổi mục đích sử dụng đất.	Đất trống. Đã được thực hiện thí điểm và chuyển đổi mục đích sử dụng đất.
Thời gian mở bán	N/A	N/A	N/A

Nguồn: HDG, BSC Research

III. THÔNG TIN KHÁC

1. Tổng hợp các dự án năng lượng của công ty.

Các dự án năng lượng của công ty

Dự án	Loại hình	Công suất (MW)
7A GĐ 2	Điện gió	21
Phước Hữu	Điện gió	50
Bình Gia	Điện gió	80
Hado Quảng Trị	Điện gió	30
Ea H'eo 1&2	Điện gió	57
Sóc Trăng 13	Điện gió	40
V3	Điện gió	250
An Phong	Điện gió	300
Lệ Thủy	Điện gió	N/A
Sơn Linh Sơn Nham	Thủy điện	22
La Tọng	Thủy điện	24
Tổng		874

Nguồn: HDG, BSC Research

Kế hoạch thực hiện các dự án năng lượng của HDG

Dự án	Thông tin	2025		2026				2027	2028	2029
		Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
La Trọng	Đang xây dựng		COD							
Sơn Linh – Sơn Nham	Đang xây dựng						COD			
Phước Hữu	Lựa chọn nhà cung cấp							COD		
Bình Gia	Đang đấu thầu								COD	
7A mở rộng	Chuẩn bị báo cáo tiến khả thi								COD	
Lệ Thủy	Đề xuất đầu tư									COD

Nguồn: HDG

2. Trích lập bổ sung chi phí ở bất thường 109 tỷ VND trong Q2/2025.

Trong Q2/2025, công ty đã trích 59 tỷ VND chi phí bổ sung ở mảng BĐS thương mại liên quan đến tiền thuê đất hàng năm chưa chuyển sang đất sử dụng trả tiền một lần của các dự án BĐS đã bàn giao. Các khoản này tích dồn từ nhiều năm trước và đến quý 2 trả một lần, các quý sau sẽ phát sinh tương đối ít.

Bên cạnh đó, công ty cũng trích 50 tỷ VND chi phí bổ sung ở mảng cho thuê BĐS do chi phí tiền thuê đất phát sinh của các năm trước đến quý 2 mới có thông báo nộp.

Các khoản chi phí trên chỉ xuất hiện bất thường một quý và không ảnh hưởng đáng kể đến triển vọng của doanh nghiệp.

IV. DỰ PHÓNG KQKD 2025/2026

(Tỷ VND)	1H2025	% YoY	2025F mới	% YoY	2026F	% YoY	2025F cũ	2025F mới/cũ
Doanh thu	1,181	-16%	3,200	18%	3,675	15%	2,869	12%
BDS	-	-100%	752	82%	1,070	42%	430	75%
Năng lượng	944	24%	2,013	10%	2,164	8%	1,974	2%
Cho thuê BDS	161	-8%	305	-8%	308	1%	334	-9%
Khách sạn	72	13%	131	2%	133	2%	131	0%
Lợi nhuận gộp	653	-9%	1,945	22%	2,341	20%	1,767	10%
Chi phí bán hàng	2	0%	3	-20%	4	15%	9	-63%
Chi phí QLDN	132	53%	319	-28%	225	-30%	283	13%
EBIT	519	-17%	1,623	42%	2,112	30%	1,475	10%
Doanh thu TC	34	62%	68	13%	98	45%	72	-6%
Chi phí tài chính	263	31%	420	14%	392	-7%	364	16%
-Lãi vay	150	-10%	314	-9%	348	11%	314	0%
Lãi/lỗ khác	(14)		(36)		(37)		(29)	
LNTT	278	-37%	1,235	115%	1,782	44%	1,155	7%
LNST	241	-34%	1,082	140%	1,568	45%	1,028	5%
LNST-CĐTS	130	-54%	883	151%	1,338	52%	831	6%
%SGA/Doanh thu	11.3%	Thay đổi 5.1%	10.1%	Thay đổi -6.5%	6.2%	Thay đổi -3.9%	10.2%	
Biên LNG	55%	4%	61%	2.3%	64%	2.9%	62%	
BDS	N/A	N/A	56%	17.7%	61%	5.3%	50%	
Năng lượng	68%	7%	68%	1.5%	68%	0.1%	68%	
Cho thuê BDS	7%	-34%	27%	-14.7%	44%	17.0%	42%	
Khách sạn	54%	6%	50%	0.0%	50%	0.0%	50%	

Nguồn: HDG, BSC Research

Dự báo năm 2025

Doanh thu đạt 3,200 VND (+18% YoY), LNST- CĐTS đạt 883 tỷ VND (+151% YoY):

- Doanh thu mảng BDS đạt 752 tỷ VND (+82% YoY), giả định bàn giao 20 căn thuộc dự án Charm Villas 3.
- Doanh thu mảng năng lượng đạt 2,013 tỷ VND (+10 YoY) nhờ tình hình thủy văn thuận lợi cho nhóm thủy điện.

Biên lợi nhuận gộp đạt 61%, tăng 2.3 điểm % chủ yếu do:

- Biên gộp mảng BDS tăng 18 điểm % với giá vốn của dự án Charm Villas 3 thấp – đã phát triển dự án từ hơn 8 năm về trước.
- Bù đắp cho mảng cho thuê BDS giảm 15 điểm % do trong kỳ ghi nhận 65 tỷ VND chi phí thuê đất cộng dồn một lần.

Chi phí tài chính đạt 420 tỷ VND (+14% YoY) chủ yếu do lỗ tỷ giá bất thường 85 tỷ VND với EUR/VND tăng 15%.

Tỷ lệ chi phí SGA/doanh thu đạt 10.1%, giảm -6.5 điểm %. Trong năm 2024, công ty đã trích lập 1 lần đối với 294 tỷ VND nợ xấu tại dự án Hồng Phong 4 (giai đoạn 2023-2024). Trong 1H2025, công ty vẫn trích lập khoảng 115 tỷ VND nợ xấu nhưng sang 2H2025 sẽ bắt đầu hoàn nhập 17 tỷ VND.

Thay đổi dự phóng 2025/2026 so với báo cáo trước

Chúng tôi tăng 6% và 50% dự phóng LNST-CĐTS năm 2025, 2026 từ 831 tỷ VND/900 tỷ VND lên 883 tỷ VND/1,338 tỷ VND do thay đổi các giả định sau:

- Tăng giá bán giả định dự án Charm Villas 3 từ 100 triệu VND/m² lên 145 triệu VND/m².
- Từ năm 2026, loại bỏ trích lập dự phòng 110 tỷ VND/năm ở dự án Hồng Phong 4 và thay thế bằng hoàn nhập 33 tỷ/năm (đây là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến dự báo).
- Bù đắp cho lỗ tỷ giá tăng thêm 85 tỷ VND so với ban đầu do EUR/VND tăng cao hơn kỳ vọng và bổ sung 109 tỷ VND chi phí một lần liên quan đến BĐS trong năm 2025.

V. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh tăng 14% định giá HDG từ mức 28,400 VND/CP (đã điều chỉnh số lượng cổ phiếu) lên mức 32,300 VND/CP do thay đổi các giả định sau:

- Điều chỉnh giá bán của dự án Charm Villas 3 từ 100 triệu VND/m² lên 145 triệu VND/m²
- Bổ sung dự án Hồng Phong 4 nhờ không phải hồi tố và tiếp tục được bán điện với giá chuyển tiếp 1,185 VND/Kwh.
- Định giá công ty Zahung tăng 13% nhờ có thêm thủy điện La Trọng đi vào hoạt động trong Q4/2025.
- Thay đổi định giá Sơn Linh, Sơn Nham từ giá trị sổ sách sang DCF nhờ dự án đang hoàn thành đúng tiến độ và dự kiến đi vào hoạt động từ Q4/2026.
- Bổ sung dự án Phan Đình Giót nhờ vướng mắc pháp lý khó khăn nhất đã được tháo gỡ.

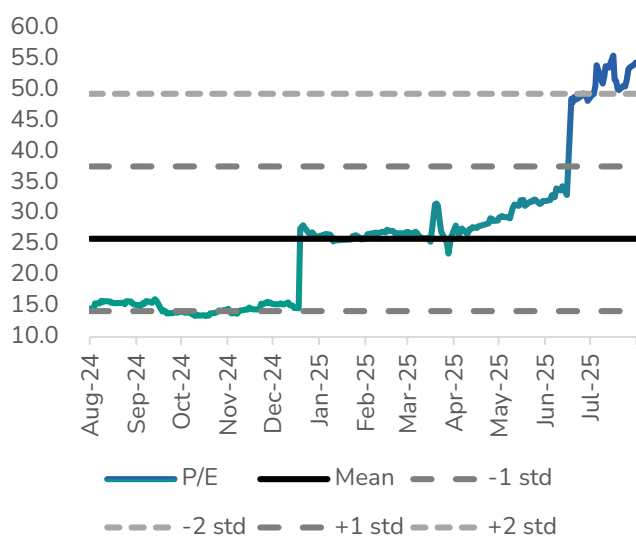
Cổ phiếu HDG đã tăng 38% kể từ [báo cáo MUA](#) lần trước, BSC chuyển từ khuyến nghị **MUA** sang **NẮM GIỮ** HDG, giá mục tiêu năm 2025 là **32,300 VND/CP**, tương đương upside 5% (giá tham chiếu 13/08/2025) dựa trên phương pháp định giá từng phần. Chúng tôi sẽ điều chỉnh định giá trong báo cáo kế tiếp khi các dự án bất động sản và năng lượng có tiến triển mới.

Bảng tổng hợp định giá HDG

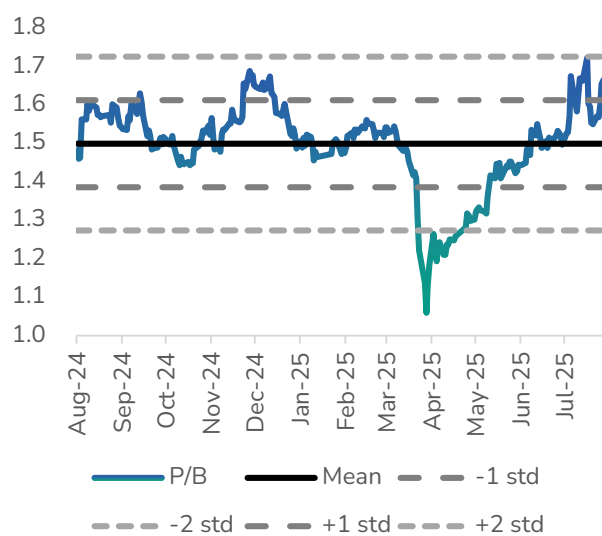
	Phương pháp	NAV	Tỷ lệ sở hữu	NAV mới	NAV cũ	NAV mới/cũ
Năng lượng	DCF	9,370		7,248	6,707	8%
7A		1,265	100%	1,265	1,391	-9%
Hồng Phong 4		306	83%	254	-	
Infra 1		796	100%	796	824	-3%
Sông Tranh 4		822	63%	518	482	7%
Zahung		1,030	52%	536	474	13%
Nậm Pông		732	52%	381	408	-7%
Nhậm Hạc		1,443	52%	750	699	7%
Đak Mi 2		2,613	98%	2,561	2,366	8%
Sơn Linh, Sơn Nham		362	52%	188	36	423%
BĐS cho thuê	Cap Rate	1,571	100%	1,571	1,616	-3%
BĐS thương mại	Book Value	3,749		3,749	2,219	69%
Charm Villa GD 3	RNAV	1,987	100%	1,987	1,243	60%
Phan Đình Giót	PB 1.2x	400	100%	400	-	N/A
Minh Long		490	100%	490	490	0%
Green Lane		292	100%	292	292	0%
Dịch vụ		146	100%	146	146	0%
Alila Bảo Đại - Villas		229	100%	229	229	0%
Noongtha, Lào		125	100%	125	125	0%
(+) Tiền và tương đương tiền (cty mẹ)				1,007	843	19%
(-) Nợ vay (cty mẹ)				1,641	70%	70%
Tổng giá trị VCSH				11,934	10,519	14%
SLCP (triệu CP)				369.9	369.9	0%
Giá mục tiêu				32,300	28,400	14%
Giá hiện tại				30,800		
Tỷ suất cổ tức				0.0%		
Upside				5%		

Nguồn: BSC Research

Stock PE



Stock PB



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	2,882	2,718	3,200	3,675
Giá vốn hàng bán	1,166	1,127	1,255	1,335
Lợi nhuận gộp	1,716	1,591	1,945	2,341
Chi phí bán hàng	8	4	3	4
Chi phí QLDN	171	446	319	225
Lãi/lỗ HDKD	1,537	1,141	1,623	2,112
Doanh thu tài chính	40	60	68	98
Chi phí tài chính	572	370	420	392
Chi phí lãi vay	489	343	314	348
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	2	(258)	(36)	(37)
LN trước thuế	1,007	573	1,235	1,782
Thuế thu nhập DN	94	122	153	214
LN sau thuế	913	451	1,082	1,568
CĐTS	194	99	200	230
LNST-CĐTS	719	352	883	1,338
EBITDA	2,016	1,441	2,030	2,708
EPS	2,138	1,047	2,386	3,616

2026F

CĐKT (Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	3,354	3,228	5,009	6,341
Tiền & Tương đương tiền	246	332	2,730	2,793
Đầu tư ngắn hạn	393	736	736	736
Phải thu ngắn hạn	1,595	1,267	990	1,833
Hàng tồn kho	1,074	857	518	944
TS ngắn hạn khác	47	35	35	35
Tài sản dài hạn	11,084	10,622	9,507	11,149
Tài sản hữu hình	9,034	8,548	8,162	9,804
Tài sản dở dang dài hạn	831	902	902	902
Đầu tư dài hạn	63	59	59	59
Tài sản dài hạn khác	399	384	384	384
Tổng Tài sản	14,438	13,850	14,516	17,490
Tổng nợ ngắn hạn	2,329	2,140	2,198	2,149
Nợ phải trả	76	40	98	49
Vay ngắn hạn	625	631	631	631
Nợ ngắn hạn khác	1,628	1,469	1,469	1,469
Tổng nợ dài hạn	4,881	4,333	3,860	5,315
Vay dài hạn	4,801	4,253	3,780	5,235
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	80	80	80	80
Tổng nợ phải trả	7,210	6,473	6,058	7,464
Vốn góp	3,058	3,363	3,363	3,363
Thặng dư vốn cổ phần	375	375	375	375
LN chưa phân phối	2,394	2,284	3,167	4,504
Vốn chủ khác	90	77	77	77
Cổ đông thiểu số	1,312	1,277	1,477	1,707
Tổng vốn chủ sở hữu	7,229	7,376	8,458	10,026
Tổng nguồn vốn	14,439	13,849	14,516	17,490
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	306	336	336	336

LCTT (tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
(lỗ)/LNST	913	451	1,082	1,568
Khấu hao và phân bổ	520	525	482	578
Thay đổi vốn lưu động	(633)	(404)	1,397	(1,318)
Điều chỉnh khác	1	482	-	-
LCTT từ HĐ KD	794	1,050	2,961	828
Tiền chi mua TSCĐ	(148)	(18)	(96)	(2,219)
Đầu tư khác	(178)	(98)	-	-
LCTT từ HĐ đầu tư	(326)	(116)	(96)	(2,219)
Tiền chi trả cổ tức	(134)	(286)	-	-
Tiền từ vay ròng	(726)	(547)	(473)	1,454
Tiền thu khác	1	-	-	-
LCTT từ HĐ tài chính	(859)	(833)	(473)	1,454
Dòng tiền đầu kỳ	694	246	337	2,730
Tiền trong kỳ	(392)	101	2,393	63
Dòng tiền cuối kỳ	302	337	2,730	2,793

Chỉ số (%)	2023	2024	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	1.44	1.51	2.28	2.95
Hệ số TT nhanh	0.96	1.09	2.03	2.50
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	0.4	0.4	0.3	0.3
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	0.8	0.7	0.5	0.6
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	384	313	200	200
Số ngày phải thu	153	180	140	150
Số ngày phải trả	40	19	20	20
CCC	497	474	320	330
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	60%	59%	61%	64%
Biên Lợi nhuận ròng	32%	17%	34%	43%
ROE	13%	6%	13%	17%
ROA	6%	3%	8%	10%
Định giá				
PE	12.2	23.9	11.7	0.0
PB	1.2	1.1	1.2	0.0
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-20%	-6%	18%	15%
Tăng trưởng EBIT	-25%	-26%	42%	30%
Tăng trưởng LNNT	-37%	-43%	115%	44%
Tăng trưởng EPS	-35%	-51%	151%	0%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyhch@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn