

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)

Rủi ro được phản ánh cùng tăng trưởng mạnh mẽ

- LN Q4/24 giảm 37% svck, chủ yếu do chi phí trích lập dự phòng từ Hồng Phong 4. LN ròng 2024 giảm 13% svck, hoàn thành 80% dự phóng MBS.
- LN ròng 2025-26 tăng trưởng kép 48% svck, với động lực chính đến từ bàn giao Charm Villa GD3 (108 căn).
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 32,700đ/cp.

QKQD Q4/24: Trích lập dự phòng mảng điện gây gánh nặng lên lợi nhuận

Doanh thu Q4/24 giảm nhẹ 7% svck, chủ yếu do không ghi nhận doanh thu từ BĐS nhà ở do doanh nghiệp lùi tiến độ bàn giao Charm Villa sang 2025, kéo LN gộp giảm tương ứng với biên LN gộp đạt 68%. Đáng chú ý, chi phí QLDN tăng mạnh 89% svck, đến từ trích lập dự phòng phải thu từ EVN cho dự án Hồng Phong 4 203 tỷ đồng phản ánh quan điểm thận trọng của doanh nghiệp về hướng xử lý với dự án. Doanh thu tài chính tăng 44% svck do các khoản đầu tư trái phiếu kinh doanh mới, trong khi chi phí tài chính giảm mạnh hỗ trợ bởi chi phí lãi vay giảm cùng lãi tỷ giá từ khoản vay gốc EUR. Theo đó, LN ròng Q4/24 giảm 37% svck kéo LN ròng cả năm giảm 13% svck, chủ yếu do khoản trích lập dự phòng cao hơn dự kiến, hoàn thành 80% dự phóng MBS.

Triển vọng 2025-26: Động lực từ mảng BĐS và chuyển biến mới từ chính sách

Trong bối cảnh mảng điện và cho thuê văn phòng dự kiến duy trì ổn định, mảng BĐS với Charm Villa GD3 (108 căn) là động lực chính hỗ trợ tăng trưởng kép LN ròng giai đoạn 2025-26 đạt 48%. Dự kiến dự án sẽ ghi nhận khoảng 30 căn trong 2025, Dự án dự kiến sẽ tiếp tục bàn giao phần lớn trong 2026 (45% số căn) và phần còn lại trong 2027, đem lại LN ròng toàn dự án đạt ~1,050 tỷ đồng. Trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng HDG đang chờ đợi nhiều câu chuyển mới, từ những chính sách quan trọng hỗ trợ hai mảng kinh doanh chính là điện và BĐS. Trong đó, khung giá cho điện gió sẽ là chìa khóa để HDG tiếp tục đẩy mạnh tham vọng mở rộng công suất phát điện với danh mục nhiều dự án được đưa vào QHĐ8, cùng với cơ chế thí điểm xây dựng nhà ở thương mại trên đất không phải đất ở là cơ hội để HDG triển khai các dự án vướng mắc pháp lý từ lâu nhờ quỹ đất lớn và chất lượng.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 32,700đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 32,700đ/cp (-4% sv dự báo trước) chủ yếu do các thay đổi về tiến độ ghi nhận doanh thu của Charm Villa GD3 và điều chỉnh giảm định giá ĐMT Hồng Phong 4 theo quan điểm thận trọng. Chúng tôi cho rằng những rủi ro đến từ hướng xử lý cuối cùng cho các dự án ĐMT không quá lớn khi HDG đã chủ động trích lập dự phòng, do đó chúng tôi cho rằng HDG đang ở vùng định giá đủ hấp dẫn để bắt đầu tích lũy.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2,882	2,719	3,152	3,503
Lợi nhuận ròng	712	576	874	1,278
Tăng trưởng doanh thu thuần	-19.5%	-5.6%	15.9%	11.1%
Tăng trưởng LN ròng	-35.1%	-19.0%	51.6%	46.3%
Biên LN gộp	59.5%	58.4%	64.3%	63.5%
Biên EBITDA	66.6%	62.8%	66.4%	71.4%
ROAE	11.9%	9.1%	12.0%	14.8%
ROAA	4.9%	4.1%	5.7%	7.6%
EPS (VND/cổ phiếu)	1,948	1,549	2,348	3,425
BVPS (VND/cổ phiếu)	17,851	18,818	21,630	25,605

Nguồn: HDG, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND32,700

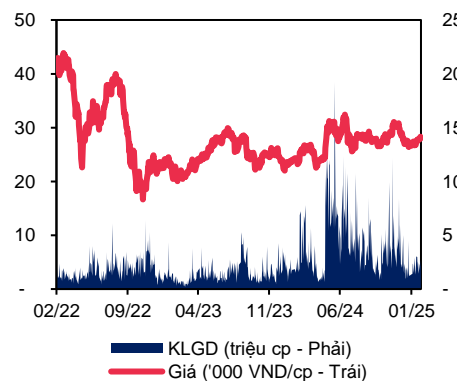
Tiềm năng tăng giá

18.00%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh EPS 2025/26 lần lượt -32% /+5% sv dự phóng trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	28,250
Cao nhất 52 tuần (VND)	32,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,560
Vốn hóa (tỷ VND)	9,468
P/E (TTM)	16,4
P/B	1.5
Thị suất cổ tức (%)	3.5
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	17.5%

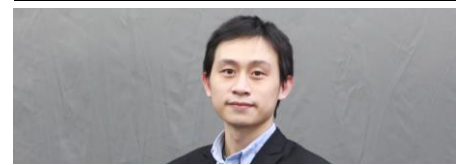
Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Trọng Thông	28.9%
Nguyễn Văn Tô	7.4%
PYN ELITE FUND	5.1%
Khác	63.7%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)

Luận điểm đầu tư và khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Doanh nghiệp năng lượng đầu ngành, chứng minh năng lực triển khai và vận hành dự án với chi phí đầu tư thấp, trung bình khoảng 25 tỷ đồng/MW trên tổng danh mục 461MW. Nhìn sang 2025-30, HDG giữ tham vọng tăng gấp đôi công suất phát điện hiện tại, trong đó, một số dự án nổi bật nằm trong kế hoạch bao gồm thủy điện Sơn Linh (15MW), Sơn Nham (9MW), và điện gió Phước Hữu (50MW), Bình Gia (80MW).
- Tăng trưởng kép LN ròng 2025-26 ấn tượng đạt 48%, chủ yếu thúc đẩy bởi bàn giao Charm Villa GĐ3 (~108 căn). Đặc biệt, HDG có cơ hội lớn hưởng lợi từ ban hành thí điểm triển khai các dự án nhà ở thương mại trên đất không phải đất ở, kỳ vọng tháo gỡ nút thắt lớn nhất các dự án của doanh nghiệp do vướng mắc về chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Tuy nhiên, các nhà phát triển phải chờ đến ngày 1/4/2025 khi chính sách có hiệu lực. Từ nay đến đó, chính phủ cần ban hành hướng dẫn cụ thể cho việc thực hiện chính sách mới cũng như danh sách chính thức dự án sẽ được thí điểm.
- Sức khỏe tài chính vững mạnh là yếu tố chính, giúp HDG đứng vững trong bối cảnh thách thức thị trường. Doanh nghiệp không gặp nhiều áp lực từ chi phí tài chính do sở hữu các dự án hoạt động hiệu quả và luôn chủ động trong việc đàm phán các khoản vay mới với lãi suất thấp hơn, đặc biệt là đối với các nhà máy thủy điện của HDG.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 32,700đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 32,700đ/cp (-4% sv dự báo trước) chủ yếu do điều chỉnh giảm giá trị Hồng Phong 4, cùng với lùi tiến độ bàn giao Charm Villa GĐ3 từ 2025-26 giãn sang 2025-27, kéo theo điều chỉnh EPS 2025/26 lần lượt -32%/+5%. Tổng hợp định giá SOTP, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF (WACC: 10.6%) cho mảng điện và cho thuê văn phòng & khách sạn (Cap rate: 8.0%). Đối với bất động sản nhà ở, chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV (Tỷ lệ chiết khấu 10%). Chúng tôi cho rằng những rủi ro đến từ hướng xử lý cuối cùng cho các dự án ĐMT được giảm thiểu khi HDG đã chủ động trích lập dự phòng. HDG vẫn là một doanh nghiệp có nhiều dự án năng lượng án gổ đầu là điểm tựa cho tăng trưởng LN cùng với tiềm năng được tháo gỡ pháp lý các dự án BĐS nhà ở.

Tiềm năng tăng giá:

- Thị trường bất động sản phục hồi tốt hơn dự kiến, tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở bán Charm Villa GĐ3.
- Khung giá cho NLTT được ban hành sớm, hỗ trợ quá trình triển khai các dự án mới.
- Cơ chế thí điểm phát triển dự án BĐS thương mại trên đất không phải đất ở sẽ có thông tư hướng dẫn cụ thể.

Rủi ro giảm giá:

- Sản lượng thủy điện thấp hơn dự kiến
- Kết luận cuối cùng đối với dự án điện mặt trời xấu hơn dự kiến. Dự án đang gặp phải tình trạng chậm trễ thanh toán từ EVN trong bối cảnh các vấn đề pháp lý đang được xử lý.

Hình 1: Tổng hợp định giá SOTP

Bảng tổng hợp định giá SOTP

Phương pháp định giá từng phần	Giá trị tỷ đồng	Phương Pháp	Tỷ trọng
Điện	11,100	DCF (WACC: 10.4%)	
BĐS Nhà ở	2,654	RNAV (Tỷ lệ chiết khấu: 12%)	
Cho thuê BĐS và khách sạn	1,920	Cap rate: 8%	
Khác	149	Giá trị sổ sách cuối Q4/24	
(+) Tiền và tương đương tiền	1,382		
(-) Nợ vay	4,639		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1,585		
Giá trị doanh nghiệp	10,982		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	336		
Giá trị mỗi cp (VND/cp)			32,654
Giá trị mỗi cp (làm tròn, VND/cp)			32,700

Nguồn: MBS Research

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại		Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			TTM	2025	Hiện tại	2025	TTM	2025	TTM	2025
Doanh nghiệp đa ngành													
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	24,100	29,200	Khả quan	333	20.4	13.7	1.5	1.2	7.6	7.4	8.0	10.1
CTCP Tập đoàn GELEX	GEX VN	23,500	NA	KKN	782	12.0	20.0	1.2	1.3	5.6	5.7	7.3	5.5
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	72,400	75,300	Khả quan	1,233	15.7	12.8	1.7	1.4	10.4	8.5	11.0	9.3
<i>Trung bình</i>						<i>16.0</i>	<i>15.5</i>	<i>1.5</i>	<i>1.3</i>	<i>7.9</i>	<i>7.2</i>	<i>8.8</i>	<i>8.3</i>
Doanh nghiệp thủy điện													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	13,000	NA	KKN	184	46.5	17.2	1.2	1.0	8.8	8.8	2.7	5.3
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	35,000	NA	KKN	206	17.0	NA	2.9	NA	16.8	NA	17.0	NA
CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	52,500	NA	KKN	476	32.0	17.5	2.5	NA	11.5	NA	7.7	15.7
<i>Trung bình</i>						<i>31.8</i>	<i>17.4</i>	<i>2.2</i>	<i>1.0</i>	<i>12.4</i>	<i>8.8</i>	<i>9.1</i>	<i>10.5</i>
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	28,300	32,700	Khả quan	365	16.1	11.9	1.5	1.3	8.2	7.4	9.4	12.0

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD Q4/24: Trích lập dự phòng mảng điện là gánh nặng lên kết quả lợi nhuận

Hình 3: Tổng hợp KQKD Q4/24

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4/24	Tăng trưởng svck (%)	Tăng trưởng qoq (%)	2024	Tăng trưởng svck (%)	Sv dự phóng (%)	Nhận xét
Doanh thu	812	-7%	43%	2,719	-6%	93%	
Kinh doanh điện	685	6%	54%	1,891	-2%	100%	
BĐS Nhà ở + Xây lắp	19	-81%	na	426	-18%	85%	Doanh thu mảng BĐS nhà ở & xây lắp thấp hơn dự kiến, chủ yếu do doanh nghiệp không ghi nhận doanh thu xây lắp trong Q4/24.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	108	-8%	-12%	459	9%	106%	
LN gộp	552	-7%	64%	1,589	-8%	92%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>68%</i>	<i>0 đ%</i>	<i>9 đ%</i>	<i>58%</i>	<i>-1 đ%</i>		
Kinh doanh điện	529	10%	71%	1,284	-4%	99%	
BĐS Nhà ở + Xây lắp	15	-65%	na	160	-16%	68%	
Cho thuê văn phòng & khách sạn	52	-14%	17%	202	4%	98%	
Chi phí bán hàng & QLDN	227	116%	425%	358	54%	188%	Chi phí bán hàng & QLDN Q4/24 tăng mạnh 116% svck do doanh nghiệp trích lập dự phòng 203 tỷ đồng phải thu từ EVN đối với dự án Hồng Phong 4, cao hơn nhiều so với dự phóng MBS khoảng ~30 tỷ đồng.
EBIT	325	-33%	11%	1,231	-17%	82%	
Doanh thu tài chính	19	44%	14%	57	41%	81%	Doanh thu thu tài chính Q4/24 tăng 44% svck, đến từ các khoản đầu tư trái phiếu ngắn hạn mới từ đầu năm.
Chi phí tài chính	64	-58%	-37%	348	-28.6%	87%	Chi phí tài chính giảm Q4/24 mạnh 58% svck nhờ lãi vay giảm cùng với khoản lãi tỷ giá đến từ đánh giá lại các khoản vay EUR cuối kỳ.
LN trước thuế	233	-35%	15%	880	-9%	80%	
<i>Biên LN trước thuế</i>	<i>29%</i>	<i>-13 đ%</i>	<i>-20%</i>	<i>32%</i>	<i>-1 đ%</i>		
Thuế thu nhập DN	25	-7%	19%	122	35%	64%	
LN sau thuế	208	-37%	14%	880	-9%	89%	
Lợi ích CDTS	55	-40%	23%	177	-12%	84%	
LN ròng	153	-37%	11%	576	-13%	80%	Theo đó, LN ròng Q4/24 giảm 37% svck, LN ròng cả năm đạt 576 tỷ đồng (-13% svck) hoàn thành 80% dự phóng MBS, chủ yếu do các khoản trích lập dự phòng.

Nguồn: HDG, MBS Research

Triển vọng 2025-26: Chờ đợi cơ hội từ tháo gỡ chính sách

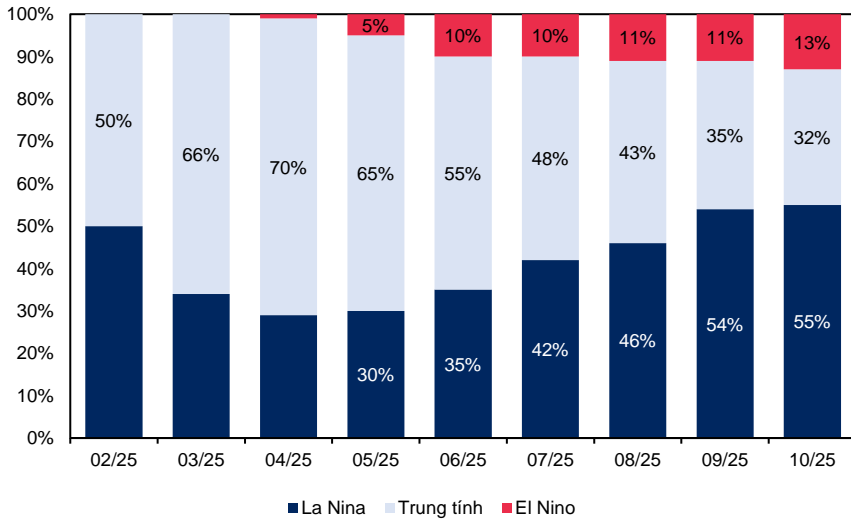
Mảng điện: Tăng cường phát triển công suất mới từ năm 2025

Thủy điện: Triển vọng sản lượng dự kiến duy trì ổn định

Trong 2025, đối với một số thủy điện lớn như Sông Tranh 4 và Đắc Mi 2, chúng tôi nhận thấy vẫn chưa có nhiều dư địa tăng giá bán do phần sản lượng huy động trên thị trường (Qm) được giao trong năm 2025 vẫn ở mức 2%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động là không đáng kể nhờ các nhà máy hiện đang có giá hợp đồng cao (Pc). Bên cạnh đó, danh mục thủy điện nhỏ của HDG (chiếm 38% tổng công suất) sẽ không bị ảnh hưởng bởi xu hướng giảm giá nhờ chính sách biểu phí tránh được. Theo đó, nhìn sang 2025-26, chúng tôi dự báo giá bán của thủy điện sẽ duy trì ổn định tăng nhẹ ~2% mỗi năm.

Về triển vọng sản lượng, theo những cập nhật mới từ IRI, pha La Nina có xu hướng quay trở lại với xác suất tăng dần từ giờ đến cuối năm, tuy nhiên không quá rõ rệt. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng huy động sẽ duy trì ổn định ở mức trung bình 3 theo quan điểm thận trọng. Doanh thu năm 2025-26 đạt lần lượt 1,442 tỷ đồng (+12% svck) và 1,371 tỷ đồng (-5% svck).

Hình 4: Pha La Nina được kỳ vọng sẽ quay trở lại theo những cập nhật mới nhất từ IRI



Nguồn: IRI, MBS Research

Điện NLTT: Chúng tôi kỳ vọng sẽ sớm có hướng xử lý cuối cùng cho các dự án ĐMT sai phạm

Mặc dù đã có những chủ trương về hướng xử lý cho các dự án NLTT, hiện tại vẫn chưa có thông tin chính thức về phương án cụ thể cho từng dự án trong đó có Hồng Phong 4 của HDG. Tuy nhiên, về phía doanh nghiệp, ban lãnh đạo đưa ra quan điểm thận trọng về việc Hồng Phong 4 sẽ phải điều chỉnh giảm giá FIT và bù trừ doanh thu chênh lệch giá FIT. Trong 2024, doanh nghiệp đã trích lập tổng cộng 293 tỷ đồng, là khoản phải thu tiền điện từ EVN tính từ T8/23 đến hết T12/24. Từ giờ đến khi có phương án giải quyết chính thức, doanh nghiệp chia sẻ sẽ tiếp tục trích lập trong 2025. Hiện tại, chúng tôi dự phóng triển vọng kinh doanh của Hồng Phong 4 theo kịch bản điều chỉnh giá bán từ FIT1 9.35UScent/kWh về FIT2 7.09UScent/kWh từ 2025. Chúng tôi lưu ý, hiện tại vẫn có những rủi ro xấu hơn đối với Hồng Phong 4 nếu dự án phải chỉnh về giá chuyển tiếp (giảm 47% sv FIT1) và sẽ tiếp tục phải chờ đợi những kết luận cuối cùng đối với dự án này.

Về triển vọng sản lượng, chúng tôi cho rằng các nhà máy ĐMT của HDG sẽ duy trì huy động sản lượng tối ưu. Các dự án luôn đạt mức sản lượng cao ~88-93% sản lượng thiết kế kể từ khi vận hành, đảm bảo nguồn doanh thu ổn định cho HDG trong nhiều năm. Do đó, trong giai đoạn 2024-2026, chúng tôi dự báo sản lượng trung bình 171 triệu kWh mỗi năm. Đối với điện gió, trong 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện gió sẽ duy trì ổn định ở mức 78-80% sản lượng thiết kế theo quan điểm thận trọng. Do đó, doanh thu giai đoạn 2025-2026 sẽ lần lượt là 233 tỷ đồng (+6.5% svck), 231 tỷ đồng (-1.1% svck).

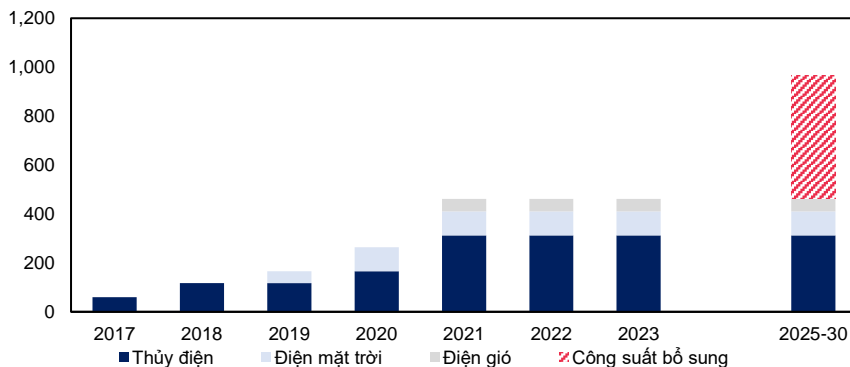
Hình 5: Kết quả kinh doanh của mảng điện trong giai đoạn 2025-2026

	Công suất (MW)	Sản lượng thiết kế (triệu kWh)	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
			Sản lượng	461	1,547	558	902	1,652	1,450
% svck				62%	83%	-12%	-4%	11%	-4%
Thủy điện	313	1,211	442	709	1,390	1,168	1,104	1,259	1,190
Điện mặt trời	98	184	116	168	171	170	176	172	173
Điện gió	50	152	-	25	91	112	107	110	108
Giá bán bình quân đ/kWh			1,775	1,789	1,761	1,781	1,822	1,872	1,875
Thủy điện			1,213	1,233	1,124	1,146	1,159	1,145	1,153
Điện mặt trời			2,153	2,165	2,181	2,171	2,261	2,342	2,342
Điện gió			1,957	1,968	1,978	2,027	2,047	2,129	2,129
Doanh thu tỷ đồng			786	1,276	2,115	1,935	1,896	2,026	1,956
% svck				62%	66%	-9%	-2%	7%	-3%
Thủy điện			536	874	1,563	1,339	1,279	1,442	1,371
Điện mặt trời			250	364	373	369	398	351	354
Điện gió			-	49	180	227	219	233	231
LN gộp tỷ đồng			568	926	1,472	1,301	1,265	1,387	1,321
% svck				63%	59%	-12%	-3%	10%	-5%
Thủy điện			381	631	1,096	884	828	982	915
% biên LN gộp			71%	72%	70%	66%	65%	68%	67%
Điện mặt trời			188	270	279	275	303	259	261
% biên LN gộp			75%	74%	75%	75%	76%	74%	74%
Điện gió			-	24	96	141	134	147	145
% biên LN gộp			NA	49%	54%	62%	61%	63%	63%

Nguồn: HDG, MBS Research

Về triển vọng phát triển công suất, HDG giữ kế hoạch tăng gấp đôi công suất đến 2030 với nhiều dự án gối đầu. Hiện tại, công ty đang trong quá trình M&A hai nhà máy thủy điện nhỏ Sơn Linh (15MW), Sơn Nham (9MW). Đối với năng lượng tái tạo, HDG đang theo đuổi một nhà máy điện gió mới - Bình Gia (80MW) tại Lạng Sơn. Bên cạnh đó, công ty cũng theo đuổi dự án điện gió Phước Hữu (50MW) tại Ninh Thuận và các dự án khác có trong QHĐ8 như Ea H'leo (57MW), Hương Phùng (30 MW), Sóc Trăng (40MW) và An Phong (300MW). Hiện tại, chúng tôi chưa đưa các dự án vào mô hình định giá do chưa có khung giá chính thức cho NLTT. Tuy nhiên, chúng tôi hy vọng việc cơ chế giá mới cho NLTT, nếu được công bố trong 2025 sẽ là động lực để HDG khởi động các dự án này.

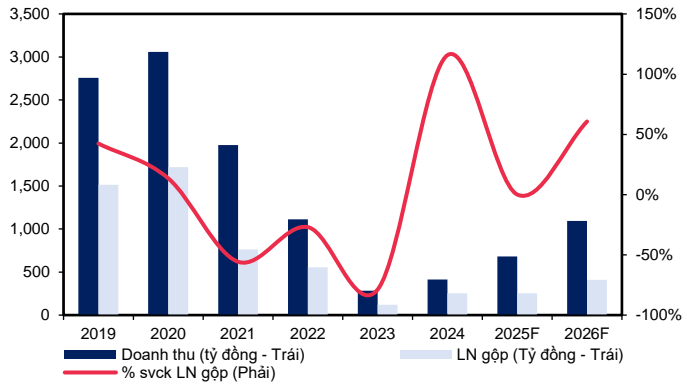
Hình 6: HDG dự kiến tăng gấp đôi công suất trong giai đoạn 2025-30, tập trung phát triển chủ yếu trên các nhà máy thủy điện và điện gió (Đơn vị: MW)



Nguồn: HDG, MBS Research

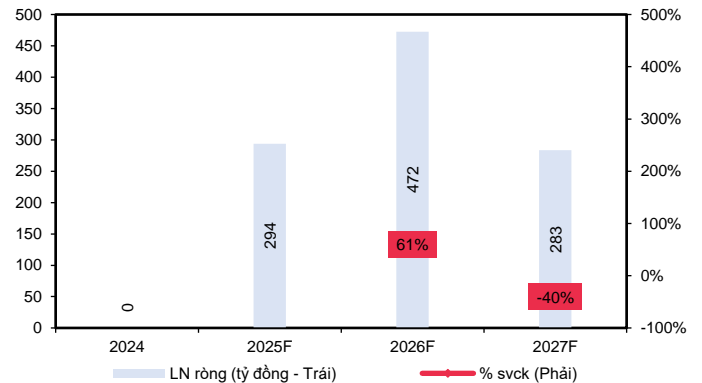
Bất động sản nhà ở: Dự kiến mở bán Charm Villa GĐ3 từ Q2/25

Figure 7: Triển vọng doanh thu mảng BĐS nhà ở 2025-27 hiện tại phụ thuộc vào kế hoạch mở bán Charm Villa GĐ3...



Nguồn: HDG, MBS Research

Hình 8: ... Do đó, chúng tôi kỳ vọng LN 2025-26 từ Charm Villa GĐ3 sẽ tăng trưởng mạnh mẽ tương ứng



Nguồn: HDG, MBS Research

Trong 2025, doanh nghiệp dự kiến mở bán Charm Villa GĐ3 khoảng 30 căn hộ (trên tổng số 108 căn) ngay trong Q2/25, giá bán doanh nghiệp đưa ra dự kiến vào khoảng 150-170tr/m². Với lượng mở bán khá thận trọng trong bối cảnh doanh nghiệp không có nhiều áp lực về dòng tiền, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ là 100%. Phần còn lại của dự án dự kiến sẽ được bàn giao với tỷ lệ lần lượt 45% và 27% trong 2026-27 theo dự phóng của MBS, đem lại tổng doanh thu toàn dự án vào khoảng 2,430 tỷ đồng, LN ròng đạt 1,050 tỷ đồng (biên LN ước tính của dự án đạt 43%).

Đối với các dự án sắp tới, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tích cực tháo gỡ các vướng mắc hiện tại đối với một số dự án nổi bật tại TPHCM như Green Lane và Minh Long. Trong T12/2024, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết thí điểm cho nhận đất khác làm nhà thương mại và các dự án của HDG nằm trong số những dự án được lựa chọn. Dự kiến từ nay đến T4/2025 khi cơ chế thí điểm bắt đầu có hiệu lực, trong thời gian đó Chính phủ sẽ ban hành thông tư hướng dẫn và danh sách các dự án cụ thể nhằm hỗ trợ các nhà đầu tư tháo gỡ những vướng mắc này. Trong 2025, doanh nghiệp chủ trương sẽ thực hiện đưa hai dự án này vào danh sách thí điểm, nếu tình hình khả quan, Minh Long có thể là dự án được triển khai sớm do pháp lý hoàn thiện. Đối với Green Lane, doanh nghiệp có kế hoạch điều chỉnh lại quy hoạch 1/500 để tối ưu hơn về thiết kế và lợi nhuận. Hiện tại chúng tôi vẫn chưa đưa các dự án vào trong mô hình định giá do vẫn chưa có những thông tin cụ thể, tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cơ chế mới này sẽ thúc đẩy đáng kể tiềm năng phát triển dự án của HDG đến từ quỹ đất lớn của doanh nghiệp này.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận 2025-2026

Hình 9: Tổng hợp dự phóng KQKD 2025-2026

Đơn vị: Tỷ đồng	2024 %svck		Δ% sv dự báo cũ			2026 %svck		Δ% sv dự báo cũ	Nhận xét
Doanh thu	2,719	-6%	3,152	16%	-18%	3,503	11%	-4%	
Kinh doanh điện	1,891	-2%	2,026	7%	-4%	1,956	-3%	-5%	
BDS Nhà ở	414	47%	680	64%	-43%	1,094	61%	9%	Điều chỉnh giảm doanh thu BDS 2025 41% và tăng dự phóng 2026 thêm 9% do điều chỉnh lùi tiến độ bàn giao Charm Villa GD3 từ 2025-26 sang 2025-27.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	459	9%	432	-6%	3%	440	2%	3%	
Xây lắp + khác	13	-95%	13	0%	-90%	13	0%	-92%	
LN gộp	1,589	-7%	2,028	28%	-16%	2,224	10%	-1%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	58%	-1%	64%	6%	3%	63%	-1%	3%	
Kinh doanh điện	1,284	-4%	1,387	8%	-5.5%	1,321	-5%	-7.5%	
BDS Nhà ở	159	-3%	426	168%	-41%	684	61%	15%	
Cho thuê văn phòng & khách sạn	202	4%	214	6%	6%	218	2%	3%	
Xây lắp + khác	1	-96%	1	0%	-92%	1	0%	-94%	
Chi phí bán hàng & QLDN	358	100%	462	29%	89%	249	-46%	3%	Điều chỉnh tăng chi phí QLDN 2025 thêm 89%, do quan điểm thận trọng doanh nghiệp sẽ tiếp tục phải trích lập dự phòng một khoản tương đương 2024 đối với Hồng Phong 4 cho đến khi có những diễn biến mới hơn.
EBIT	1,212	-17%	1,547	28%	-28%	1,954	26%	-2%	
Doanh thu tài chính	57	42%	123	116%	5%	180	47%	4%	
Chi phí tài chính	348	-29%	339	-3%	-4%	318	-6%	-5%	
LN trước thuế	880	-13%	1,332	51%	-28%	1,817	36%	4%	
<i>Biên LN trước thuế (%)</i>	32%	-3%	42%	10%	-12%	52%	10%	8%	
Thuế thu nhập DN	127	26%	229	80%	-28%	313	37%	5%	
LN sau thuế	753	-17%	1,103	47%	-28%	1,504	36%	3%	
Lợi ích CDS	177	-9%	230	30%	-5%	226	-1%	-5%	
LN ròng	576	-19%	874	52%	-32%	1,278	46%	5%	Theo đó, LN ròng 2025-26 điều chỉnh lần lượt -32%/+5% so với dự phóng trước.
EPS (đồng/cp)	1,549	9%	2,348	52%	-34%	3,425	46%	3%	

Nguồn: HDG, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2,882	2,719	3,152	3,503	LN trước thuế	1,007	880	1,332	1,817
Giá vốn hàng bán	(1,166)	(1,130)	(1,124)	(1,279)	Khấu hao	461	494	545	545
Lợi nhuận gộp	1,716	1,589	2,028	2,224	Thuế đã nộp	(127)	(229)	(313)	(304)
Chi phí quản lý DN	(171)	(353)	(396)	(162)	Các khoản điều chỉnh khác	(962)	(485)	722	(295)
Chi phí bán hàng	(8)	(5)	(66)	(87)	Thay đổi VLB	32	180	334	(8)
LN từ HĐKD	1,454	1,212	1,547	1,954	LCTT từ HĐKD	426	930	2,692	1,739
EBITDA thuần	1,920	1,706	2,093	2,500	Đầu tư TSCĐ	(248)	6	(485)	(50)
LN trước thuế & lãi vay	1,496	1,228	1,671	2,135	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	21	19	21	24
Thu nhập lãi	40	57	123	180	LCTT từ đầu tư	(674)	(320)	(764)	(447)
Chi phí tài chính	(489)	(348)	(339)	(318)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	612	306	-	-
Thu nhập ròng khác	2	(41)	1	1	Tiền vay ròng nhận được	(693)	(542)	(245)	(409)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	1,007	880	1,332	1,817	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(119)	(283)	-	-
Thuế TNDN	(101)	(127)	(229)	(313)	LCTT từ hoạt động TC	(201)	(519)	(245)	(409)
Lợi nhuận sau thuế	906	753	1,103	1,504	Tiền & tương đương tiền đầu kì	694	246	337	2,020
Lợi ích cổ đông thiểu số	(194)	(177)	(230)	(226)	LC tiền thuần trong năm	(449)	92	1,682	882
Lợi nhuận ròng	712	576	874	1,278	Tiền & tương đương tiền cuối kì	246	337	2,020	2,902
Chi trả cổ tức	(176)	(338)	(84)	(126)					
Lợi nhuận giữ lại	592	294	874	1,278					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	246	337	2,020	2,902	Tăng trưởng doanh thu thuần	-19.5%	-5.6%	15.9%	11.1%
Đầu tư ngắn hạn	388	752	1,052	1,473	Tăng trưởng EBITDA	-23.8%	-11.1%	22.7%	19.4%
Phải thu khách hàng	1,941	1,353	1,732	2,009	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-28.4%	-16.7%	27.7%	26.3%
Hàng tồn kho	1,050	863	655	546	Tăng trưởng LN trước thuế	-37.2%	-12.6%	51.4%	36.4%
Tài sản ngắn hạn khác	37	46	54	60	Tăng trưởng LN ròng	-35.1%	-19.0%	51.6%	46.3%
Tổng tài sản ngắn hạn	3,661	3,352	5,513	6,989	Tăng trưởng EPS	-42.6%	-20.5%	51.5%	45.9%
Tài sản cố định	10,465	9,931	9,151	9,022	Biên LN gộp	59.5%	58.4%	64.3%	63.5%
Tài sản vô hình	278	193	192	192	Biên EBITDA	66.6%	62.8%	66.4%	71.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	894	850	250	250	Biên LN ròng	24.7%	21.2%	27.7%	36.5%
Đầu tư vào công ty con	2	3	4	5	ROAE	11.9%	9.1%	12.0%	14.8%
Đầu tư vào công ty LDLK	63	43	43	43	ROAA	4.9%	4.1%	5.7%	7.6%
Đầu tư dài hạn khác	759	725	691	656	ROIC	5.6%	4.6%	6.5%	8.7%
Tài sản dài hạn khác	140	417	484	537	Vòng quay tài sản	24.3%	22.9%	26.6%	29.5%
Tổng tài sản dài hạn	10,946	10,584	9,870	9,794	Cổ tức chi trả/LN ròng	16.8%	49.0%	0.0%	0.0%
Tổng tài sản	14,607	13,936	15,383	16,783	Tổng nợ vay/VCSH	74.2%	63.6%	52.4%	40.6%
Vay & nợ ngắn hạn	617	631	737	680	Nợ vay ròng/VCSH	102.3%	86.3%	71.8%	59.2%
Phải trả người bán	379	60	376	408	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	35.9%	35.5%	32.6%	28.0%
Phải trả ngắn hạn khác	1,399	1,225	1,414	1,617	Khả năng thanh toán lãi vay	3.1	3.5	4.6	6.2
Tổng nợ ngắn hạn	2,395	1,916	2,527	2,705	Số ngày phải thu	246	182	201	209
Vay & nợ dài hạn	4,809	4,253	3,901	3,549	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	329	279	213	156
Các khoản phải trả khác	88	83	96	107	Số ngày phải trả tiền bán	26	13	20	16
Tổng nợ dài hạn	4,897	4,336	3,998	3,656	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.5	1.7	2.2	2.6
Tổng nợ	7,292	6,252	6,524	6,361	Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.3	1.9	2.4
Vốn điều lệ	3,058	3,363	3,363	3,363	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.2	0.8	1.1
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	1,948	1,549	2,348	3,425
LN giữ lại	2,377	2,512	3,386	4,664	BVPS (đồng/cp)	17,851	18,818	21,630	25,605
Các quỹ thuộc VCSH	569	453	525	584	P/E (lần)	15.4	18.1	11.9	8.2
Chênh lệch tỷ giá	-	-	1	2	P/B (lần)	1.7	1.5	1.3	1.1
Vốn chủ sở hữu	5,435	5,875	6,749	8,027					
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,311	1,355	1,585	1,811					
Tổng vốn chủ sở hữu	6,003	6,328	7,274	8,611					
Tổng nợ và VCSH	14,607	13,936	15,383	16,783					

Nguồn: HDG, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Nghiêm Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly