

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)
Nhiều dự án gói đầu làm bàn đạp cho tăng trưởng

- Charm Villa là động lực chính cho tăng trưởng, cùng tín hiệu tích cực về hướng xử lý cho Hồng Phong 4 và phát triển nhiều nhà máy mới trong trung hạn.
- LN ròng 25/26/27 dự báo tăng trưởng lần lượt 129%/98%/-10% svck.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 40,200đ/cp.

Ghi nhận tăng trưởng cao trong nửa cuối năm từ mức nền thấp năm ngoái
MBS dự báo LN ròng Q3/25 của HDG sẽ tăng trưởng ~7% svck, trong đó, động lực chính vẫn đến từ huy động thủy điện tích cực. Mặt khác, áp lực trích lập dự phòng, cùng lỗ tỷ giá vẫn duy trì tuy nhiên sẽ nhẹ nhàng hơn giai đoạn Q2/25. Trong Q3/25, nhiều khả năng HDG chưa ghi nhận doanh thu từ bàn giao Charm Villa, chúng tôi cho rằng tăng trưởng giai đoạn Q4/25 sẽ bùng nổ hơn hỗ trợ bởi bàn giao dự án BDS đặc biệt từ mức nền rất thấp Q4/24 do trích lập dự phóng lớn.

Triển vọng 2025-27: Bước vào chu kỳ triển khai dự án mới
LN ròng 2025 kỳ vọng tăng 129% svck. Bên cạnh huy động thủy điện tích cực, bàn giao Charm Villa là động lực chính cho các tháng cuối năm. Hơn nữa, hướng xử lý tích cực đối với Hồng Phong 4 sẽ không hồi tố giá FIT phần nào thể hiện quan điểm tháo gỡ triệt để của Chính Phủ. Doanh nghiệp kỳ vọng hoàn tất thỏa thuận đấu nối (CCA) trong Q1/26, sau đó tiếp tục xem xét về tiềm năng hoàn nhập dự phòng. Nhìn sang 2026-27, tăng trưởng chủ yếu đến từ bàn giao phần còn lại của Charm Villa. Cho trung hạn, HDG mở rộng đầu tư với 3 thủy điện nhỏ La Trọng (22MW), Sơn Linh – Sơn Nham (24MW), và điện gió Phước Hữu (50MW). Mảng BDS cũng ghi nhận thông tin tích cực với 3 dự án được đưa vào danh sách thí điểm tháo gỡ pháp lý Nghị Quyết 171. Trong khi, 62 Phan Đình Giót chính thức được phê duyệt vào danh sách trong T4/25, Minh Long, Green Lane kỳ vọng được phê duyệt trong cuối năm nay. LN ròng 2026-27 tăng 98%/-10% svck, điều chỉnh tăng 27%/28% sv dự phóng trước do 1) Lùi 1 phần tiến độ bàn giao Charm Villa 2025 sang 2026-27; 2) Đưa thêm 96MW điện mới vào mô hình định giá.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 40,200đ/cp
Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 40,200đ/cp (+15% sv dự báo trước) do 1) Loại bỏ rủi ro giảm giá FIT và hồi tố của Hồng Phong 4; 2) Đưa thêm các dự án điện mới vào mô hình định giá. EPS 2025/26/27 điều chỉnh -10%/+27%/+28% chủ yếu do giãn tiến độ bàn giao Charm Villa do quan điểm thận trọng hơn về nhu cầu hấp thụ các sản phẩm cao cấp. Doanh nghiệp có tiềm năng tăng giá lớn từ các dự án BSD đang chờ được vào danh sách thí điểm, cùng khả năng được hoàn nhập dự phòng đối với Hồng Phong 4 trong 2026.

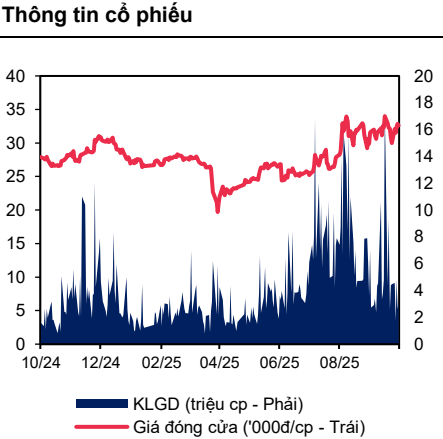
Chỉ tiêu tài chính	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,718	3,289	4,228	4,227
Lợi nhuận ròng	348	798	1,583	1,425
Tăng trưởng doanh thu thuần	-5.7%	21.0%	28.5%	0.0%
Tăng trưởng LN ròng	-51.0%	129.1%	98.4%	-10.0%
Biên LN gộp	58.5%	60.4%	62.0%	62.2%
Biên EBITDA	59.2%	65.5%	68.6%	71.3%
ROAE	5.7%	12.0%	19.7%	15.6%
ROAA	2.5%	5.2%	9.0%	7.7%
EPS (VND/cổ phiếu)	792	1,894	3,737	3,310
BVPS (VND/cổ phiếu)	16,483	17,987	21,779	24,722

Nguồn: HDG, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu VND40,200
Tiềm năng tăng giá 25%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo
Điều chỉnh dự phóng EPS 2025/26/27 lần lượt -10%/+27%/+28% sv báo cáo trước



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	32,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	34,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,560
Vốn hóa (tỷ VND)	12,061
P/E (TTM)	60.4
P/B	1.9
Thị suất cổ tức (%)	1.3%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	17.5%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Trọng Thông	31.8%
PYN ELITE FUND	8.3%
Nguyễn Văn Tô	8.1%
Khác	51.8%

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 tích cực trong kế hoạch mở rộng công suất với ~100MW đang được triển khai, kỳ vọng đi vào vận hành trong 2025-27 bao gồm thủy điện La Trọng (22MW) Sơn Linh (15MW), Sơn Nham (9MW), và điện gió Phước Hữu (50MW). Về dài hạn, doanh nghiệp giữ tham vọng mở rộng gấp đôi công suất với một số dự án trong tầm ngắm như Bình Gia (80MW), 7A Mở rộng (21MW), Lệ Thủy (30MW), chúng tôi cho rằng nhóm điện NLTT đã bắt đầu bước vào chu kỳ đầu tư mới sau khi hàng loạt các chính sách tháo gỡ được ban hành như kế hoạch thực hiện QHĐ8 ĐC; Cơ chế đấu thầu các dự án năng lượng; khung giá cho điện NLTT quyết liệt được ban hành trong nửa đầu năm 2025.
- Tăng trưởng kép LN ròng 2025-27 đạt 33%, thúc đẩy bởi bàn giao Charm Villa GD3 (~108 căn). Dự án chính thức được mở bán trong tháng 6, giá bán dự kiến ~200tr/m². Với chi phí đầu tư thấp, Charm Villa kỳ vọng đem lại mức LN tối ưu. Bên cạnh đó, sau khi Nghị Quyết 171 được ban hành, tháo gỡ đáng kể các vướng mắc pháp lý một số dự án gối đầu của HDG. Trong khi dự án 62 Phan Đình Giót ở HN chính thức được phê duyệt nằm trong danh sách thí điểm, các dự án nổi bật khác như Minh Long, Green Lane kỳ vọng sẽ được phê duyệt trong nửa cuối 2025. Đây sẽ là nhóm dự án gối đầu cho mảng BDS với kỳ vọng điểm rơi doanh thu từ 2028
- Giai đoạn 2023-25 rất khó khăn với gánh nặng trích lập từ các dự án ĐMT sai phạm, tính đến hiện tại, doanh nghiệp chủ động trích lập dự phòng 500 tỷ đồng đối với Hồng Phong 4 nhằm phản ánh các rủi ro tiềm tàng. Tuy nhiên, hướng xử lý mới đây cho thấy tín hiệu sáng sủa hơn, cụ thể EVN đề xuất sẽ không điều chỉnh và hồi tố giá FIT, thay vào đó khả năng cao sẽ là các biện pháp phạt hành chính, đồng thời cho phép doanh nghiệp bổ sung giấy tờ pháp lý còn thiếu (CCA) để tiếp tục vận hành và hướng giá ưu đãi như cũ. Đây được đánh giá là động thái hỗ trợ quyết liệt từ Chính phủ, tháo gỡ đáng kể các khó khăn mà HDG gặp phải thời gian vừa qua.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 40,200đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 40,200đ/cp (+15% sv dự báo trước) chủ yếu do trả lại mức định giá hợp lý của Hồng Phong 4 sau khi loại bỏ rủi ro điều chỉnh giá FIT đồng thời đưa thêm ~96MW công suất điện mới vào mô hình định giá. EPS 2025/26/27 điều chỉnh lần lượt -10%/+27%/+28% phản ánh rủi ro về lỗ lỗ giá trong 2025 và giãn tiến độ bàn giao Charm Villa GD3 do quan điểm thận trọng hơn về nhu cầu hấp thụ các sản phẩm biệt thự.

Tổng hợp định giá SOTP, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF (WACC: 11%) 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 12%). Sau khi bước ra khỏi giai đoạn khó khăn 2024, HDG bước vào 2025 với nhiều động lực tăng trưởng từ cả BDS và NLTT, doanh nghiệp có nhiều tiềm

năng đánh giá lại trong dài hạn đến từ 1) Quý đất gổ đầu lớn đang dần được gỡ pháp lý; 2) Tiềm năng hoàn nhập dự phòng sau khi có tín hiệu về hướng xử lý tích cực hơn cho các dự án NLTT; 3) Tích cực đấu thầu và đẩy mạnh tham vọng mở rộng công suất NLTT với trọng tâm là điện gió từ nay đến 2030.

Tiềm năng tăng giá:

- Thị trường bất động sản phục hồi tốt hơn dự kiến, tạo điều kiện thuận lợi cho việc bán Charm Villa GD3.
- Các dự án Minh Long, Green Lane chính thức được phê duyệt vào danh sách thí điểm theo Nghị Quyết 171.
- Được hoàn nhập phần trích lập dự phòng (~500 tỷ tính đến hết Q2/25) sau khi có các đề xuất mới về giữ giá FIT và không hồi tố các dự án sai phạm.

Rủi ro giảm giá:

- Sản lượng thủy điện thấp hơn dự kiến
- Việc phê duyệt pháp lý các dự BDS chậm hơn dự kiến.

Hình 1: Tổng hợp định giá SOTP

Bảng tổng hợp định giá SOTP			
Phương pháp định giá từng phần	Giá trị	Phương Pháp	Tỷ trọng
	tỷ đồng		
Điện	15,722	DCF (WACC: 11%)	
BĐS Nhà ở	3,565	RNAV (Tỷ lệ chiết khấu: 12%)	
Cho thuê BĐS và khách sạn	1,476	Cap rate: 8%	
(+) Tiền và tương đương tiền	1,298		
(-) Nợ vay	5,488		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1,688		
Giá trị doanh nghiệp	14,885		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	370		
Giá trị mỗi cp (VND/cp)			40,231
Giá trị mỗi cp (làm tròn, VND/cp)			40,200

Nguồn: MBS Research

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg	tr USD	TTM	2025	Hiện tại	2025	2025	2026	2025	2026
Doanh nghiệp điện										
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1	333	23.1	12.7	1.5	1.4	2.3	3.2	11.5	13.9
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE	1,341	14.7	13.5	1.8	1.6	7.1	6.9	11.9	11.2
CTCP Điện Gia Lai	GEG	217	11.4	8.3	1.3	1.2	5.4	5.1	13.5	12.9
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	179	10.1	na	2.3	na	17.2	na	23.1	na
CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH	417	13.4	na	2.2	na	9.2	na	16.8	na
Trung bình			14.5	11.5	1.8	1.4	8.2	5.1	15.4	12.7
Doanh nghiệp BDS										
CTCP Vinhomes	VHM	19,184	15.3	12.1	1.9	1.9	5.5	5.0	14.5	13.4
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH	1,383	49.2	33.5	2.0	1.8	4.3	4.8	6.4	6.3
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	800	58.7	55.0	1.7	1.4	1.1	0.8	2.7	2.9
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	590	24.9	21.6	1.6	1.5	3.7	3.1	7.8	8.4
Trung bình										
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	330	60.3	17.1	1.9	1.7	5.2	9.0	12.0	19.7

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD 6T25: Áp lực lỗ tỷ giá và trích lập dự phòng là gánh nặng chính cho tăng trưởng LN

Hình 3: Tổng hợp KQKD 6T25 và dự phóng Q3/25

Đơn vị: Tỷ đồng	6T25	% svck	Sv dự phóng (%)	dự báo 3Q25	%svck	Nhận xét
Doanh thu	1,188	-15%	38%	613	8%	Doanh thu nửa đầu năm giảm 15% svck, chủ yếu do nửa đầu năm ngoài doanh nghiệp ghi nhận nốt doanh thu từ các dự án cũ. Nhìn sang Q3/25, kỳ vọng doanh thu tăng nhẹ chủ yếu hỗ trợ bởi huy động thủy điện thuận lợi.
Kinh doanh điện	969	27%	47%	489	10%	Doanh thu điện 6 tháng đầu năm tăng 27% svck từ mức nền thấp năm ngoài hỗ trợ bởi thủy văn thuận lợi, chúng tôi cho rằng hình thái thời tiết tiếp tục ủng hộ mức sản lượng tối ưu trong nửa cuối năm, tuy nhiên, mức tăng trưởng sẽ không cao như giai đoạn đầu năm do nửa cuối 2024 huy động khá tốt.
BDS Nhà ở + Xây lắp	4	-99%	1%	-	na	Trong Q3/25, nhiều khả năng HDG sẽ chưa ghi nhận doanh thu từ bán Charm Villa, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ bắt đầu có nguồn thu từ BDS từ Q4/25.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	240	5%	53%	124	1%	
LN gộp	651	-7%	32%	368	9%	LN gộp 6T25 giảm 7% svck thấp hơn đã giảm doanh thu hỗ trợ bởi mảng điện kinh doanh thuận lợi, sản lượng tăng giúp biên LN cải thiện, bù đắp cho mảng BDS.
Biên LN gộp (%)	55%	5 đ%		60%	1 đ%	
Kinh doanh điện	666	49%	51%	337	9%	Thủy điện huy động tối ưu giúp mảng điện cải thiện tốt về cả doanh thu và biên LN. Trong kỳ, điện gió 7A cũng ghi nhận tăng trưởng sản lượng tích cực nhờ được bỏ điều khoản cắt giảm công suất từ 2025. Các yếu tố trên tiếp tục là động lực tăng trưởng cho Q3/25.
BDS Nhà ở + Xây lắp	(55)	-137%	na	-	na	Trong 6T25, mặc dù không ghi nhận doanh thu, doanh nghiệp chia sẻ chi phí 55 tỷ chủ yếu đến từ nộp tiền sử dụng đất cho các dự án. Trong Q3/25, mảng BDS kỳ vọng không ghi nhận LN trong khi Q3/24 ghi nhận lỗ gộp ~30 tỷ đồng.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	61	-42%	30%	31	-57%	
Chi phí bán hàng&QLDN	133	52%	33%	61	42%	Tiếp tục trích lập ~100 tỷ cho Hồng Phong 4 trong 6T25 phản ánh các rủi ro về sai phạm. Trong 2 quý cuối năm chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục trích lập ~30-40 tỷ/quý, phản ánh khoản chênh lệch giá giá chuyển tiếp và giá FIT cho đến khi chính thức hoàn tất CCA dự kiến vào Q1/26. Mặt khác, tăng chi phí SG&A Q3/25 cũng đến từ tăng chi phí bán hàng khi mở bán Charm Villa.
EBIT	518	-16%	33%	307	5%	
Doanh thu tài chính	39	86%	39%	20	19%	Doanh thu tài chính tăng 86% svck trong 6T25, chủ yếu đến từ các khoản đầu tư trái phiếu và lãi tiền gửi. Xu hướng kỳ vọng tiếp tục duy trì trong Q3/25 và các quý cuối năm.
Chi phí tài chính	263	31.0%	78%	110	7.8%	Chi phí tài chính tăng 31% svck trong 6T25 mặc dù chi phí lãi vay giảm 15% svck, chủ yếu đến từ lỗ tỷ giá ~100 tỷ từ khoản vay gốc EUR. Mặc dù vẫn có áp lực trong Q3/25, chúng tôi cho rằng lỗ tỷ giá sẽ không quá đáng kể như giai đoạn đầu năm.
LN trước thuế	269	-39%	21%	217	7%	
Biên LN trước thuế	23%	-9 đ%		35%	0 đ%	
Thuế thu nhập DN	36	-53%	18%	22	7%	
LN sau thuế	234	-35%	21%	195	7%	
Lợi ích CDTs	97	26%	42%	47	7%	
LN ròng	137	-52%	16%	147	7%	LN ròng 6T25 giảm mạnh 52% svck, chỉ đạt 16% dự phóng MBS chủ yếu do 1) Khoản lỗ tỷ giá cao hơn dự kiến; 2) Điểm rơi LN chủ yếu trong nửa cuối năm từ bàn giao dự án BDS. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng LN Q3/25 đạt ~7-10% svck, và khả năng sẽ ghi nhận tăng trưởng đột biến trong Q4/25 từ mức nền rất thấp Q4/24.

Nguồn: HDG, MBS Research

Triển vọng 2025-27: Bước vào chu kỳ triển khai dự án mới

Hình 4: Tổng hợp dự phóng KQKD 2025-2027

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	% svck	2025	% svck	Δ% sv dự báo cũ	2026	% svck	Δ% sv dự báo cũ	2027	% svck	Δ% sv dự báo cũ	Nhận xét
Doanh thu	2,718	-6%	3,289	21%	1%	4,228	29%	16%	4,227	0.0%	33%	
Kinh doanh điện	1,891	-2%	2,159	14%	6%	2,173	1%	11%	2,457	13%	25%	Tăng doanh thu mảng điện 2025 chủ yếu phản ánh thủy văn thuận lợi hơn dự kiến và điện gió 7A Ninh Thuận loại bỏ điều khoản cắt giảm công suất từ Q1. Điều chỉnh tăng doanh thu 2026-27 do đưa thêm các nhà máy mới vào mô hình định giá bao gồm La Trọn trong 2025 và Sơn Linh, Sơn Nhám, Phước Hữu trong 2027.
BDS Nhà ở	414	47%	639	55%	-17%	1,555	143%	25%	1,261	-19%	69%	Giãn tiến độ bàn giao Charm Villa từ 2025 sang chủ yếu 2026-27, phản ánh quan điểm thận trọng hơn về nhu cầu cho các sản phẩm nhà cao cấp thấp tầng. Doanh thu BDS theo đó điều chỉnh giảm 17% trong 2027 và tăng 25%/69% trong 2026/27.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	459	9%	478	4%	11%	487	2%	11%	496	2%	11%	Tăng doanh thu cho thuê văn phòng do tỷ lệ lấp đầy khách sạn và các sàn cho thuê tốt hơn dự kiến.
Xây lắp + khác	13	-95%	13	0%	0%	13	0%	0%	13	0%	0%	
LN gộp	1,591	-7%	1,988	25%	-5%	2,623	32%	14%	2,630	0.3%	30%	
Biên LN gộp (%)	59%	-1%	60%	2đ%	-4đ%	62%	2đ%	-1đ%	62%	0.2đ%	-1đ%	
Kinh doanh điện	1,284	-4%	1,490	16%	6%	1,477	-1%	12%	1,647	12%	23%	
BDS Nhà ở	159	-3%	337	112%	-30%	966	187%	26%	783	-19%	70%	
Cho thuê văn phòng & khách sạn	202	4%	160	-20%	-11%	179	12%	-6%	199	11%	-5%	Điều chỉnh giảm biên LN gộp mảng cho thuê văn phòng & khách sạn phản ánh KQKD kém tích cực hơn trong 2025, doanh nghiệp ghi nhận chi phí vận hành tăng lên ở mảng này.
Xây lắp + khác	1	-96%	1	0%	0%	1	0%	0%	1	0%	0%	
Chi phí bán hàng&QLDN	450	151%	380	-16%	16%	292	-23%	12%	284	-3%	28%	Tăng chi phí QLDN năm 2025 phản ánh áp lực trích lập nhiều hơn dự kiến. Trong khi nhìn sang 2026-27, tăng chi phí bán hàng phản ánh tiến độ Charm Villa chủ yếu sẽ tập trung giai đoạn này.
EBIT	1,113	-23%	1,588	43%	-9%	2,305	45%	14%	2,320	1%	31%	
Doanh thu tài chính	60	50%	89	47%	43%	135	52%	17%	152	13%	-7%	Doanh thu tài chính điều chỉnh tăng do doanh nghiệp mở rộng thêm danh mục đầu tư trái phiếu và tiền gửi tăng trong 6T25.
Chi phí tài chính	343	-30%	481	40%	18%	439	-9%	26%	458	4%	46%	Chi phí tài chính điều chỉnh tăng mạnh phản ánh khoản lỗ tỷ giá trong 2025. Trong khi 2026-27 phản ánh các khoản vay bổ sung từ dự án điện mới.
LN trước thuế	573	-43%	1,200	110%	-10%	2,013	68%	14%	2,024	1%	26%	
Biên LN trước thuế (%)	21%	-14%	36%	15%	-11%	48%	11%	-2%	48%	0%	-5%	
Thuế thu nhập DN	126	24%	202	61%	-12%	220	9%	-28%	390	78%	40%	
LN sau thuế	447	-51%	999	123%	-10%	1,794	80%	22%	1,634	-9%	23%	
Lợi ích CDTS	99	-49%	201	103%	-11%	210	5%	-5%	208	-1%	-4%	
LN ròng	348	-51%	798	129%	-10%	1,583	98%	27%	1,425	-10%	28%	Tổng hợp, LN ròng 2025/26/27 điều chỉnh lần lượt -10%/27%/28% sv dự phóng trước
EPS (đồng/cp)	792	-51%	1,894	129%	-10%	3,737	98%	27%	3,310	-10%	28%	

Nguồn: HDG, MBS Research

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

Hình 5: Kết quả kinh doanh của mảng điện trong giai đoạn 2025-2027

Công suất (MW)		Sản lượng thiết kế (triệu kWh)	2024	2025 svck	%	2026 svck	%	2027 svck	%	Nhận định
Sản lượng	557	1,676	1,387	1,664	20%	1,607	-3%	1,794	12%	
Thủy điện	359	1,195	1,104	1,359	23%	1,303	-4%	1,381	6%	Huy động thủy điện kỳ vọng cải thiện trong 2025, chủ yếu do nền thấp 2024, sản lượng tăng trưởng 23% svck hỗ trợ bởi thời tiết thuận lợi đặc biệt tại miền Trung từ nay đến cuối năm. Từ 2026, chúng tôi dự phóng sản lượng điện theo mức trung bình 3 năm với quan điểm thận trọng
Điện mặt trời	98	184	176	172	-2%	173	1%	173	0%	ĐMT kỳ vọng duy trì mức sản lượng ổn định trong 2025-27 ở mức ~172-173 triệu kWh/năm, hai nhà máy vận hành hiệu quả với hiệu suất đạt ~90-95% sản lượng thiết kế.
Điện gió	100	297	107	132	24%	131	-1%	240	84%	Đối với điện gió, điện gió 7A trong 2025 đã chính thức được loại bỏ điều khoản về cắt giảm công suất trong hợp đồng, hỗ trợ sản lượng cải thiện mạnh 23% svck. Đáng chú ý, sau khi khung giá điện gió được ban hành trong Q2/25, HDG bắt tay vào triển khai một dự án mới điện gió Phước Hữu (50MW), kỳ vọng đi vào hoạt động trong đầu 2027 hỗ trợ sản lượng tăng mạnh 84% svck
Giá bán bình quân	đ/kWh		1,849	1,851	0%	1,868	1%	1,804	-3%	
Thủy điện			1,159	1,081	-7%	1,130	5%	1,126	0%	Giá bán có xu hướng giảm ~7% svck, tuy nhiên không đáng kể do được bù đắp lớn từ sản lượng, hỗ trợ doanh thu tăng 15% svck.
Điện mặt trời			2,343	2,343	0%	2,343	0%	2,343	0%	
Điện gió			2,047	2,130	4%	2,130	0%	1,943	-9%	Giá bán 2027 giảm do Phước Hữu đi vào hoạt động với giá bán thấp hơn. Mức giá bán dự kiến có thể đạt ~95% giá trần tương đương 1717đ/kWh, đem lại doanh thu bổ sung ~220 tỷ đồng khi hoạt động ổn định.
Doanh thu	tỷ đồng		1,896	2,159	14%	2,173	1%	2,457	13%	
Thủy điện			1,279	1,473	15%	1,488	1%	1,584	6%	Từ Q4/25, ghi nhận công suất bổ sung từ nhà máy thủy điện mới La Trọng (22MW)-vừa được doanh nghiệp M&A trong Q2/25. Các dự án đang triển khai khác như Sơn Nham (6MW) và Sơn Linh (7MW) kỳ vọng sẽ bắt đầu đóng góp sản lượng từ cuối 2026, hỗ trợ doanh thu duy trì mức tăng trưởng lần lượt 1%/7% svck trong 2026-27
Điện mặt trời			398	404	1%	406	1%	406	0%	
Điện gió			219	282	29%	279	-1%	467	68%	
LN gộp	tỷ đồng		1,255	1,490	19%	1,477	-1%	1,647	12%	
Thủy điện			821	991	21%	978	-1%	1,038	6%	Biên LN gộp giai đoạn này sẽ vẫn duy trì ở mức tối ưu ~67% svck, tương đương dự phóng trước của chúng tôi.
% biên LN gộp	%		64%	67%	5%	66%	-2%	66%	0%	
Điện mặt trời			301	307	2%	309	1%	309	0%	
% biên LN gộp	%		76%	76%	0%	76%	0%	76%	0%	
Điện gió			133	192	45%	189	-2%	299	58%	
% biên LN gộp	%		61%	68%	13%	68%	0%	64%	-6%	

Nguồn: HDG, MBS Research

Nhiều tín hiệu tích cực cho ngành trong 9 tháng đầu năm

Trong Q2/25, với quan điểm khá quyết liệt của chính về tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp tư nhân, đã có những đề xuất từ EVN về hướng giải quyết các dự án sai phạm, theo đó, ưu tiên không hồi tố và điều chỉnh giá FIT, thay vào đó sẽ là cơ chế xử phạt hành chính cũng như lộ trình hỗ trợ các doanh nghiệp sai phạm được nộp bổ sung các giấy tờ pháp lý như CCA để có thể vận hành ổn định trở lại. Đây là tín hiệu rất tích cực trong bối cảnh HDG đã phải trích lập rất lớn (~500 tỷ đồng tính đến hết Q2/25) để phản ánh các rủi ro tiềm tàng này. Theo đó, dự kiến Hồng Phong 4 sẽ tiếp tục phải ghi nhận mức giá tạm thông qua việc trích lập dự phòng chênh lệch giữa giá FIT và giá chuyển tiếp

~800đ/kWh (~30 tỷ đồng mỗi quý) cho đến khi đàm phán chính thức nhận CCA. Dự kiến trong Q1/26 doanh nghiệp sẽ hoàn tất bổ sung các giấy tờ và HP4 sẽ trở lại vận hành với mức giá FIT1 9.35cent/kWh như giao kết. Đáng chú ý, sau khi hoàn tất CCA và vận hành bình thường, kỳ vọng sẽ có ý kiến của kiểm toán cập nhật lại về khả năng hoàn nhập phần trích lập dự phòng 500 tỷ đã kéo dài từ 2024. Nếu được phê duyệt, đây sẽ là thông tin tích cực hỗ trợ LN của doanh nghiệp.

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, bên cạnh 96MW dự án điện đã được đưa vào model, HDG đang theo đuổi một số dự án mới như Bình Gia (80MW); 7A MR (21MW), Lệ Thủy (30MW), và một số các dự án trong danh mục khảo sát như như Ea H'leo (57MW), Hướng Phùng (30 MW), Sóc Trăng (40MW) và An Phong (300MW). Chúng tôi cho rằng chu kỳ đầu tư mới của nhóm NLTT đã trở lại với các chính sách quan trọng được ban hành như khung giá và cơ chế đấu thầu, theo đó, giai đoạn tiếp theo sẽ rất thuận lợi để các doanh nghiệp đầu ngành như HDG thực hiện hóa tham vọng mở rộng công suất.

Hình 6: Danh mục các dự án đang triển khai của HDG

Dự án	Vị trí	Sở hữu (%)	Công suất (MW)	Tiến độ triển khai			
				2025	2026	2027	2028 >>>>
Đang triển khai				2025	2026	2027	2028 >>>>
Thủy điện La Trống	Quảng Trị	26%	22	COD Q4/25	COD Q4/26		
Thủy điện Sơn Linh	Quảng Ngãi	51%	7-15		COD Q4/26		
Thủy điệnSơn Nham	Quảng Ngãi	51%	6-9		COD Q4/26		
Điện gió Phước Hữu	Ninh Thuận	100%	50			COD	
Đang chuẩn bị pháp lý							
Điện gió Bình Gia	Lạng Sơn	na	80				COD
Điện gió7A Mở rộng	Ninh Thuận	na	21				COD
Điện gió Lệ Thủy	Quảng Trị	na	30				

Nguồn: HDG, MBS Research

Bất động sản nhà ở: Đã có hướng tháo gỡ cho các dự án gối đầu

Hình 7: Danh sách các dự án gối đầu của HDG

Dự án	Vị trí	Diện tích đất (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Sở hữu (%)	Sản phẩm	Tình trạng pháp lý
Charm Villa	Hà Nội	30.0	1,700	100%	- GD3: 108 căn thấp tầng + villas	Giá bán ~200tr/m2; Doanh thu dự kiến: 3456 tỷ đồng LN ròng dự kiến: 1481 tỷ đồng, biên LN ròng 43% Tiến độ bàn giao dự kiến: 20/49/39 căn trong 2025/26/27
Hado Green Lane	Quận 8, HCM	2.3	1,707	99%	- 3 Tòa chung cư - 1231 căn hộ - 31 căn thấp tầng	Chờ phê duyệt thí điểm theo Nghị Quyết 171
Hado Minh Long	Thủ Đức, HCM	2.7	2,200	100%	- 1409 căn hộ/văn phòng/shophouse	Chờ phê duyệt thí điểm theo Nghị Quyết 171
62 Phan Đình Giót	Thanh Xuân, HN	2.2	2,400	100%	- Căn hộ + văn phòng	Được UBND Thành phố Hà Nội phê duyệt vào danh sách thí điểm trong T6/25; Đang nộp hồ sơ xin chủ trương đầu tư
Noongtha, Lào	Viên Chăn, Lào	70.4	1,934	100%	- 585 căn villa - 241 căn liền kề	Có 1/500, đã đóng tiền sử dụng đất
30 Tạ Quang Bửu	Thanh Xuân, HN	0.1	160	100%	- Văn phòng	na
CC3	Cầu Giấy, HN	0.5	547	100%	- Văn phòng/Căn hộ	na
Tòa HH Dịch Vọng	Cầu Giấy, HN	1.0	3,500	100%	- Văn phòng/Khách sạn/ Căn hộ. - 2 tòa 47 tầng - 40 căn villa	na
Bảo Đại Resort	Nha Trang, Khánh Hòa	8.9	1,027	70%	- Khách sạn 5 sao (108 phòng)	na

Nguồn: HDG, MBS Research

Trong T6/25, HDG mở bán Charm Villa GD3 khoảng 25-30 căn hộ (trên tổng số 108 căn), giá bán doanh nghiệp đưa ra dự kiến vào khoảng 200tr/m2. Mặc dù

lượng mở bán đợt đầu khá thấp trong bối cảnh doanh nghiệp không có nhiều áp lực về dòng tiền, chúng tôi cho rằng tỷ lệ hấp thụ các dự án cao cấp tại thời điểm hiện tại sẽ không quá cao, do đó chúng tôi kỳ vọng tiến độ bán hàng sẽ được giãn sang chủ yếu 2026 và 2027. Tổng doanh thu toàn dự án ước tính vào khoảng ~3,456 tỷ đồng, LN ròng đạt 1,481 tỷ đồng (biên LN ước tính của dự án đạt 43%).

Đối với các dự án sắp tới, dự án khu dân cư tại 62 Phan Đình Giót tại Hà Nội đã được phê duyệt thí điểm trong T4/25, hiện doanh nghiệp đang xin chủ trương đầu tư, trong khi các dự án tại TP.HCM như Green Lane và Minh Long đang nằm trong danh sách được xem xét phê duyệt của Ủy Ban Thành phố, kỳ vọng sẽ tiếp tục được phê duyệt trong năm nay. Theo kế hoạch, Minh Long có thể là dự án được triển khai sớm do pháp lý hoàn thiện và phù hợp hơn với quy hoạch của TP Thủ Đức. Chúng tôi kỳ vọng 3 dự án sẽ có thể hoàn tất pháp lý trong cuối 2026, và có thể bắt đầu mở bán từ đầu 2027. 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 về tiến độ, 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.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2024	2025F	2026F	2027F		2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,718	3,289	4,228	4,227	LN trước thuế	573	1,200	2,013	2,024
Giá vốn hàng bán	(1,127)	(1,301)	(1,605)	(1,597)	Khấu hao	525	566	594	693
Lợi nhuận gộp	1,591	1,988	2,623	2,630	Thuế đã nộp	(202)	(220)	(390)	(296)
Chi phí quản lý DN	(446)	(319)	(185)	(190)	Các khoản điều chỉnh khác	472	1,825	1,010	(788)
Chi phí bán hàng	(4)	(61)	(108)	(94)	Thay đổi VLB	(402)	(594)	(411)	286
LN từ HĐKD	1,113	1,588	2,305	2,320	LCTT từ HĐKD	1,050	2,786	2,983	1,819
EBITDA thuần	1,609	2,155	2,900	3,014	Đầu tư TSCĐ	(18)	(2,245)	(1,387)	(765)
LN trước thuế & lãi vay	916	1,681	2,452	2,481	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	30	38	38
Thu nhập lãi	60	89	135	152	LCTT từ đầu tư	(116)	(2,436)	(1,636)	(1,100)
Chi phí tài chính	(343)	(481)	(439)	(458)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	(0)	-	-	-
Thu nhập ròng khác	(258)	4	12	9	Tiền vay ròng nhận được	(547)	604	39	(614)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	573	1,200	2,013	2,024	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(286)	(336)	(336)	(336)
Thuế TNDN	(126)	(202)	(220)	(390)	LCTT từ hoạt động TC	(833)	267	(298)	(950)
Lợi nhuận sau thuế	447	999	1,794	1,634	Tiền & tương đương tiền đầu kì	246	332	950	1,999
Lợi ích cổ đông thiểu số	(99)	(201)	(210)	(208)	LC tiền thuần trong năm	87	617	1,050	(231)
Lợi nhuận ròng	348	798	1,583	1,425	Tiền & tương đương tiền cuối kì	332	950	1,999	1,768
Chi trả cổ tức	(341)	(434)	(537)	(537)					
Lợi nhuận giữ lại	62	462	1,247	1,089					

Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2024	2025F	2026F	2027F		2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	332	950	1,999	1,768	Tăng trưởng doanh thu thuần	-5.7%	21.0%	28.5%	0.0%
Đầu tư ngắn hạn	736	957	1,244	1,617	Tăng trưởng EBITDA	-16.2%	33.9%	34.6%	3.9%
Phải thu khách hàng	1,267	1,773	2,366	2,205	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-23.4%	42.7%	45.1%	0.7%
Hàng tồn kho	857	1,158	1,365	1,332	Tăng trưởng LN trước thuế	-43.1%	109.5%	67.7%	0.5%
Tài sản ngắn hạn khác	35	43	55	55	Tăng trưởng LN ròng	-51.0%	129.1%	98.4%	-10.0%
Tổng tài sản ngắn hạn	3,228	4,880	7,029	6,977	Tăng trưởng EPS	-55.3%	139.2%	97.3%	-11.4%
Tài sản cố định	9,986	9,862	9,799	10,608					
Tài sản vô hình	193	192	191	191	Biên LN gộp	58.5%	60.4%	62.0%	62.2%
Xây dựng cơ bản dở dang	902	374	935	-	Biên EBITDA	59.2%	65.5%	68.6%	71.3%
Đầu tư vào công ty con	3	4	5	6	Biên LN ròng	12.8%	24.3%	37.5%	33.7%
Đầu tư vào công ty LDLK	59	59	59	59	ROAE	5.7%	12.0%	19.7%	15.6%
Đầu tư dài hạn khác	729	698	668	637	ROAA	2.5%	5.2%	9.0%	7.7%
Tài sản dài hạn khác	384	465	598	598	ROIC	2.8%	5.9%	10.4%	8.9%
Tổng tài sản dài hạn	10,622	10,578	10,646	11,455					
Tổng tài sản	13,849	15,458	17,676	18,431	Vòng quay tài sản	23.1%	27.9%	35.9%	35.9%
					Cổ tức chi trả/LN ròng	82.1%	42.1%	21.2%	23.6%
Vay & nợ ngắn hạn	631	775	865	936	Tổng nợ vay/VCSH	66.2%	67.5%	56.7%	44.5%
Phải trả người bán	59	234	283	290	Nợ vay ròng/VCSH	86.3%	74.6%	77.3%	62.7%
Phải trả ngắn hạn khác	1,450	1,504	1,993	2,058	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	35.5%	32.9%	33.3%	28.6%
Tổng nợ ngắn hạn	2,140	2,514	3,142	3,285	Khả năng thanh toán lãi vay	3.3	3.3	5.3	5.1
Vay & nợ dài hạn	4,253	4,712	4,661	3,976					
Các khoản phải trả khác	80	99	126	127	Số ngày phải thu	170	197	204	190
Tổng nợ dài hạn	4,333	4,811	4,788	4,103	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	278	325	310	304
Tổng nợ	6,473	7,325	7,929	7,388	Số ngày phải trả tiền bán	13	20	16	18
Vốn điều lệ	3,363	3,363	3,363	3,363	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.5	1.9	2.2	2.1
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.5	1.8	1.7
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.4	0.6	0.5
LN giữ lại	2,284	2,746	3,993	5,082					
Các quỹ thuộc VCSH	451	546	702	702	Định giá				
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	792	1,894	3,737	3,310
Vốn chủ sở hữu	5,647	6,109	7,356	8,445	BVPS (đồng/cp)	16,483	17,987	21,779	24,722
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,277	1,478	1,688	1,897	P/E (lần)	40.9	17.1	8.7	9.8
Tổng vốn chủ sở hữu	6,099	6,655	8,058	9,147	P/B (lần)	2.0	1.8	1.5	1.3
Tổng nợ và VCSH	13,849	15,458	17,676	18,431					

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, Phường Ô Chợ Dừa, 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 <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i> <i>Nghiêm Phú Cường</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyến</i> <i>Phạm Thị Thanh Hường</i>	Bất động sản <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Mai Duy Anh</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>