

KHUYẾN NGHỊ		NĂM GIỮ		CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HSX: HDG)	
				DUY TRÌ ỔN ĐỊNH	
Giá hiện tại:	<b>30,200</b>	Ngày viết báo cáo:	6/12/2024	<b>Cơ cấu cổ đông</b>	
Giá mục tiêu trước:	<b>33,000</b>	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	336.3	Nguyễn Trọng Thông	31.8%
Giá mục tiêu mới:	<b>31,300</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	10,157	CTBC Vietnam Equity Fund	10.8%
Lợi suất cổ tức:	<b>1.6%</b>	Thanh khoản bình quân 10 phiên:	4,523,000	Nguyễn Văn Tô	8.1%
<b>Upside:</b>	<b>5%</b>	% Sở hữu nước ngoài:	18.3%		

**Research Department:**

Nguyen Dan Truong  
(Điện – đạ - khí)  
[truongnd@bsc.com.vn](mailto:truongnd@bsc.com.vn)

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

Giá cổ phiếu đã tăng 9% so với **báo cáo gần nhất**, bên cạnh đó, chúng tôi điều chỉnh Giá mục tiêu mới giảm -5% so với báo cáo trước chủ yếu do giá định giá bán điện tại Hồng Phong 4 giảm từ 9.35 cent USD/kwh xuống 1,185 VND/kwh (-48%).

BSC điều chỉnh khuyến nghị từ **MUA** sang **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu HDG, giá mục tiêu năm 2025 là **31,300 VND/CP (upside 5%** so với giá ngày 6/12/2024, bao gồm tỷ suất cổ tức 1.6%) với phương pháp định giá từng phần của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý hai dự án Green Lane và Minh Long có thể là tiềm năng tăng giá bất ngờ nếu các vướng mắc pháp lý của dự án được tháo gỡ.

**CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH**

- Nhóm thủy điện tăng trưởng sản lượng trong Q4/2024 và 2025 lần lượt 6% YoY và 11% YoY nhờ La nina, bù đắp giá bán giảm trung bình -9% YoY trong năm 2024.
- BSC ước tính dự án Charm Villas giai đoạn 3 có thể bàn giao 20 sản phẩm và ghi nhận 160 tỷ VND lợi nhuận trước thuế (tương đương 15% LNTT 2025).
- Chi phí lãi vay giảm 20% YoY, đóng góp 9% lợi nhuận trước thuế năm 2024.

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

**Dự báo năm 2024.** Doanh thu đạt **2,738 tỷ VND (-5% YoY)**, sụt giảm chủ yếu đến từ mảng **BĐS thương mại giảm -24% YoY**, chỉ ghi nhận 400 tỷ VND doanh thu từ Charm Villas giai đoạn 2 và trì hoãn thời gian bán hàng Charm Villas giai đoạn 3 sang 2025.

**Chi phí tài chính giảm -30% YoY:** 1) giảm dư nợ và 2) môi trường lãi suất hạ nhiệt.

**LNST\_CĐTS đạt 764 tỷ VND (+6% YoY).**

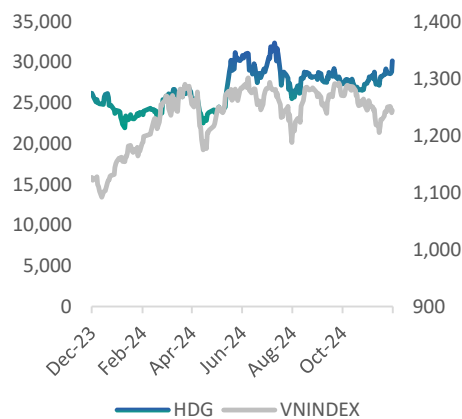
**Dự báo năm 2025.** Doanh thu đạt **2,923 tỷ VND (+7% YoY)** trong đó:

- Mảng BĐS tăng 168% YoY**, bắt đầu bàn giao 54 sản phẩm của dự án Charm villas 3.
- Mảng năng lượng tăng 6% YoY**, La nina giúp lưu lượng nước về nhà máy tốt hơn.

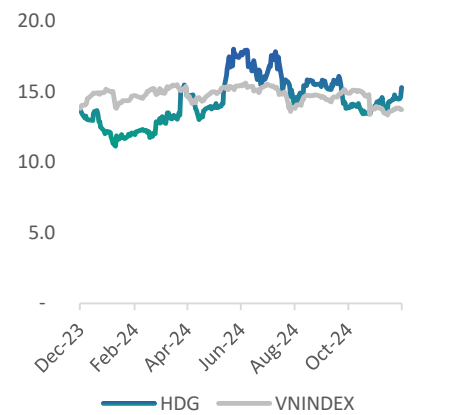
**LNST\_CĐTS đạt 1,147 tỷ VND (+50% YoY).** Trong trường hợp không ghi nhận dự án Charm Villas, LNST\_CĐTS đạt 846 tỷ VND (+11% YoY).

**So với báo cáo trước, LNST\_CĐTS 2024/2025 giảm -6% và tăng +5%.** Chúng tôi giảm 48% giá bán điện của Hồng Phong 4 trong năm 2025 và tăng giá định số lượng sản phẩm bàn giao của dự án Charm Villas 3 trong bối cảnh thị trường bất động sản Hà Nội đang thuận lợi.

**Bảng so sánh giá CP và VN-Index**



**Bảng so sánh P/E của CP và VN-Index**



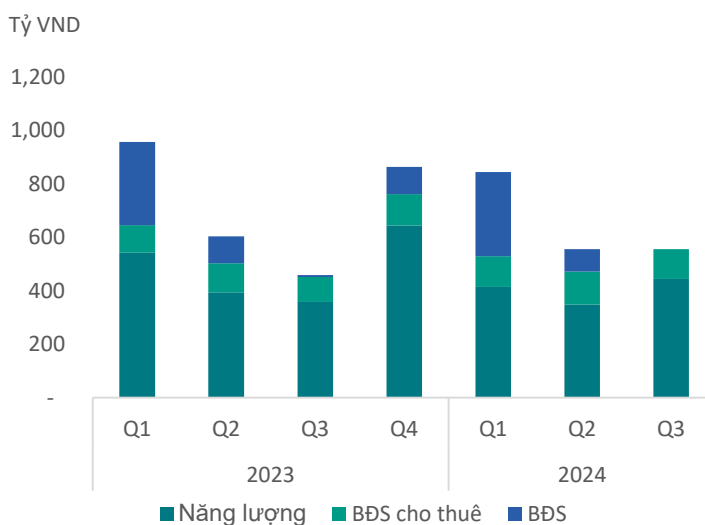
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
<b>PE (x)</b>	6.39	11.37	13.41	8.9	<b>Doanh thu thuần</b>	3,581	2,882	2,738	3,519
<b>PB (x)</b>	1.17	1.17	1.26	1.1	<b>Lợi nhuận gộp</b>	2,212	1,716	1,602	2,037
<b>P/S (x)</b>	2.14	2.92	3.74	2.9	<b>LNST_CĐTS</b>	1,107	719	764	1,147
<b>ROE (%)</b>	23%	13%	12%	16%	<b>EPS</b>	3,291	2,137	2,271	3,409
<b>ROA (%)</b>	9%	6%	7%	9%	<b>% Tăng trưởng EPS</b>	2%	-35%	6%	50%

## I. Cập nhật KQKD 3Q2024

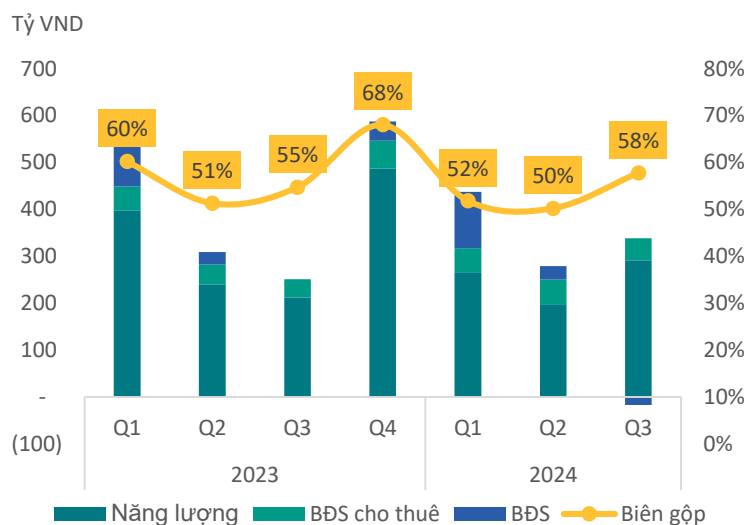
(Tỷ VND)	3Q2024	% YoY	9T2024	% YoY	2024F	Thực tế/ dự phóng	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>556</b>	<b>21%</b>	<b>1,964</b>	<b>-3%</b>	<b>2,661</b>	<b>74%</b>	<p><b>Trong Q3/2024:</b>  <b>Doanh thu đạt 556 tỷ VND, +21% YoY:</b>                      - Mảng năng lượng tăng 24% YoY nhờ tình hình thủy văn thuận lợi dưới tác động của La Nina.                      - Tổng doanh thu mảng cho thuê BĐS và khách sạn tăng 20% YoY.</p> <p><b>Biên lợi nhuận gộp đạt 57%, tăng 4.1 điểm % so với cùng kỳ</b> chủ yếu do nhóm thủy điện có lưu lượng nước về nhiều.</p> <p><b>Tỷ lệ SG&amp;A/DT đạt 7.9%, tăng 3.3 điểm % so với cùng kỳ</b> do công ty thực hiện trích lập 10 tỷ VND - dự phòng nợ xấu liên quan đến EVN. EVN vẫn đang mua điện từ dự án Hồng Phong 4 nhưng tạm chưa trả tiền cho đến khi có kết luận của các cơ quan.</p> <p><b>Doanh thu tài chính đạt 17 tỷ VND, tăng 55% YoY.</b> Công ty đang gia tăng đầu tư nhân rồi vào trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi.</p> <p><b>Chi phí tài chính giảm -20% YoY</b> nhờ môi trường lãi suất hạ nhiệt và các công ty năng lượng giảm dư nợ theo thời gian.</p> <p><b>Dẫn đến LNST_CĐTS đạt 138 tỷ VND (+62% YoY).</b></p> <p>Lũy kế 9T2024, doanh thu và LNST-CĐTS lần lượt đạt 1,964 tỷ VND (-3% YoY) và 433 tỷ VND (+2% YoY), tương đương hoàn thành 74% và 53% dự phóng cả năm 2024.</p>
BĐS thương mại	-	-100%	399	-5%	399	100%	
Năng lượng	444	24%	1,206	-7%	1,836	66%	
Cho thuê BĐS	83	26%	258	14%	317	81%	
Khách sạn	29	7%	93	21%	109	85%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>321</b>	<b>32%</b>	<b>1,037</b>	<b>-8%</b>	<b>1,577</b>	<b>66%</b>	
Chi phí BH	2	0%	4	-33%	7	54%	
Chi phí QLDN	42	121%	125	2%	158	79%	
<b>EBIT</b>	<b>277</b>	<b>25%</b>	<b>908</b>	<b>-9%</b>	<b>1,412</b>	<b>64%</b>	
Doanh thu TC	17	55%	37	37%	49	76%	
Chi phí tài chính	102	-20%	304	-27%	411	74%	
-Lãi vay	93	-23%	263	-30%	391	67%	
Lãi/(lỗ) từ LDLK	(5)		(1)		-		
<b>LNST</b>	<b>203</b>	<b>85%</b>	<b>660</b>	<b>9%</b>	<b>1,052</b>	<b>63%</b>	
<b>LNST</b>	<b>182</b>	<b>82%</b>	<b>557</b>	<b>4%</b>	<b>954</b>	<b>58%</b>	
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>138</b>	<b>62%</b>	<b>433</b>	<b>2%</b>	<b>811</b>	<b>53%</b>	
		Thay đổi		Thay đổi			
%SG&A/Doanh thu	7.9%	3.3%	6.6%	0.2%	6.2%		
<b>Biên LNG</b>	<b>58%</b>	<b>4.8%</b>	<b>53%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>59%</b>		
BĐS thương mại	N/a		33%	-1.7%	38%		
Năng lượng	66%	6.3%	63%	-3.0%	67%		
Cho thuê BĐS	40%	-1.2%	41%	-2.0%	45%		
Khách sạn	48%	3.8%	48%	1.6%	48%		

Nguồn: HDG, BSC Research

### Trong Q3/2024, doanh thu mảng năng lượng tăng 24% nhờ Lanina



### Lợi nhuận gộp phụ thuộc chính vào mảng năng lượng



Nguồn: HDG

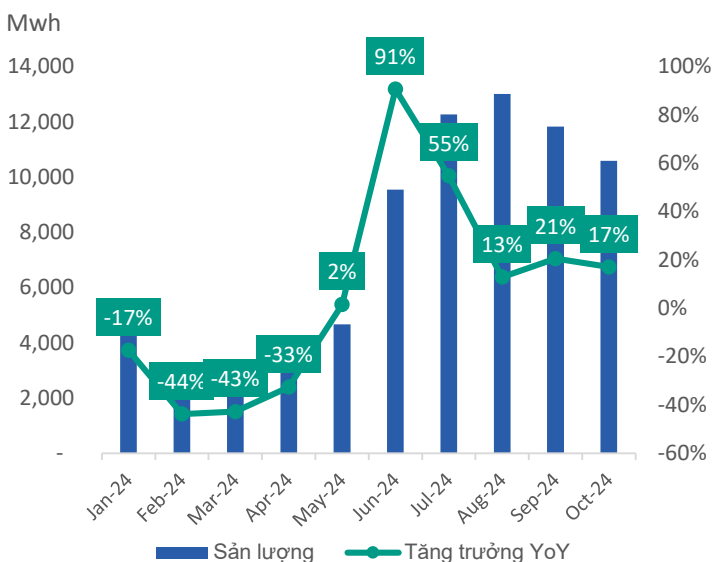
## II. Cập nhật triển vọng kinh doanh

### 1. Nhóm thủy điện tăng trưởng sản lượng trong Q4/2024 và 2025 lần lượt 6% YoY và 11% YoY nhờ La nina, bù đắp giá bán giảm trung bình -9% YoY trong năm 2024.

Sản lượng thủy điện trên toàn hệ thống tăng đột biến 90% YoY trong tháng 6/2024 và duy trì đà tăng trên 10% đến tháng 10. NOAA dự báo hiện tượng La nina vẫn sẽ tiếp tục kéo dài đến tháng 4/2025, do đó, chúng tôi kỳ vọng xu hướng tăng trưởng sản lượng của thủy điện vẫn sẽ tiếp tục trong Q4/2024 và năm 2025 (1H2024 chịu tác động của El nino).

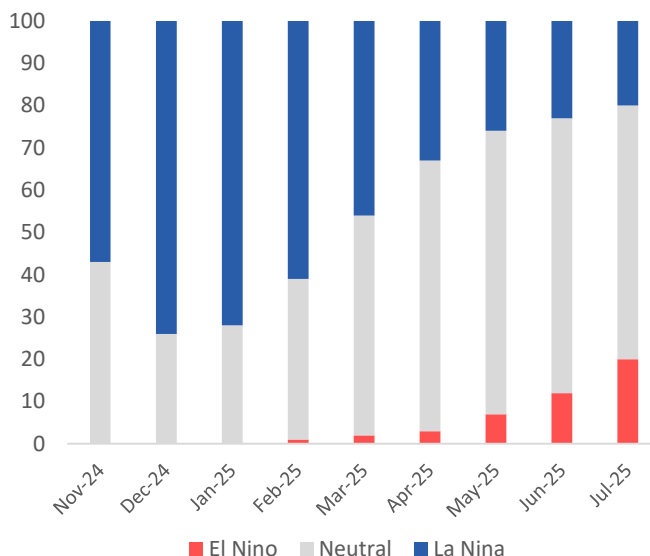
Các nhà máy thủy điện (tổng công suất thiết kế là 314 MW) của HDG tọa lạc tại hai tỉnh Nghệ An và Quảng Nam với đặc điểm sản lượng tập trung vào quý 4 hằng năm. **BSC kỳ vọng sản lượng thủy điện của HDG trong quý 4 tăng trưởng 6% YoY (thấp hơn tăng trưởng của toàn hệ thống khoảng 4 điểm %) và trong năm 2025 tăng 11% YoY.**

**Ngay từ tháng 6/2024, sản lượng thủy điện của Việt Nam tăng đột biến so với tháng trước và so với cùng kỳ**



Nguồn: EVN, BSC Research

**Dự báo hiện tượng La nina sẽ tiếp tục duy trì xác suất cao đến tháng 4/2025**



Nguồn: NOAA

**Kỳ vọng sản lượng thủy điện của HDG trong 2H2024 quay về mức 2H2022**



Nguồn: HDG, BSC Research

Trong năm 2024, các nhà máy thủy điện có công suất lớn hơn 30MW có tỷ lệ Qc lên đến 98%, BSC giả định giá bán điện bình quân của 3 nhà máy lớn của HDG có thể giảm từ -5% đến -10% YoY. Các nhà máy thủy điện có công suất từ 30 MW trở xuống sẽ sử dụng biểu giá chi phí tránh được do đó giá điện các nhà máy này sẽ không thay đổi nhiều so với năm 2023. Tuy nhiên, BSC kỳ vọng trong năm 2025 tỷ lệ Qc có thể giảm về 90-95% nhờ 1) tình hình tài chính của EVN đã cải thiện và 2) định hướng phát triển thị trường bán lẻ điện cạnh tranh.

**Tóm lại, giá bán trung bình của nhóm thủy điện trong năm 2024 có thể giảm -9% YoY và năm 2025 tăng 3% YoY.**

Dự án	Tỷ lệ lợi ích của HDG	Công suất (mw)	Vị trí	Giả định tăng trưởng giá bán điện 2024 so với 2023
Sông Tranh 4	63%	48	Quảng Nam	-8%
Zahung	52%	30	Quảng Nam	0%
Nậm Pông	52%	30	Nghệ An	0%
Nhạn Hạc	52%	59	Nghệ An	-10%
Đak Mi 2	98%	147	Quảng Nam	-5%

Nguồn: BSC Research dự báo

## 2. Dự án Charm Villas giai đoạn 3 có thể ghi nhận 160 tỷ VND lợi nhuận trước thuế trong năm 2025

Dự án Charm Villas 3 đang còn 108 sản phẩm biệt thự, nhà liền kề - đã hoàn thành xây dựng với pháp lý đầy đủ. Công ty lên kế hoạch sẽ mở bán 20 căn trong tháng 12/2024 và các căn còn lại trong năm 2025, giá bán tham khảo rơi vào khoảng 130 – 150 triệu VND/m<sup>2</sup>.

Hiện tại, thị trường bất động sản ở Hà Nội đã sôi động trở lại, do đó, chúng tôi giả định HDG bắt đầu mở bán dự án này trong Q1/2025 và bàn giao khoảng 54 căn (tăng 34 căn so với giả định trước) với giá bán sơ cấp giả định 95 triệu VND/m<sup>2</sup> trong năm 2025. Tổng giá trị mở bán ước đạt khoảng 990 tỷ VND với lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt 350 tỷ VND.

### BSC dự phóng lịch bán hàng dự án Charm Villas GD 3

Dự án	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Charm Villas GD 1&2	Mở bán và ghi nhận doanh thu	Ghi nhận doanh thu	Ghi nhận doanh thu				
Charm Villas GD 3					Mở bán và Ghi nhận doanh thu	Ghi nhận doanh thu	

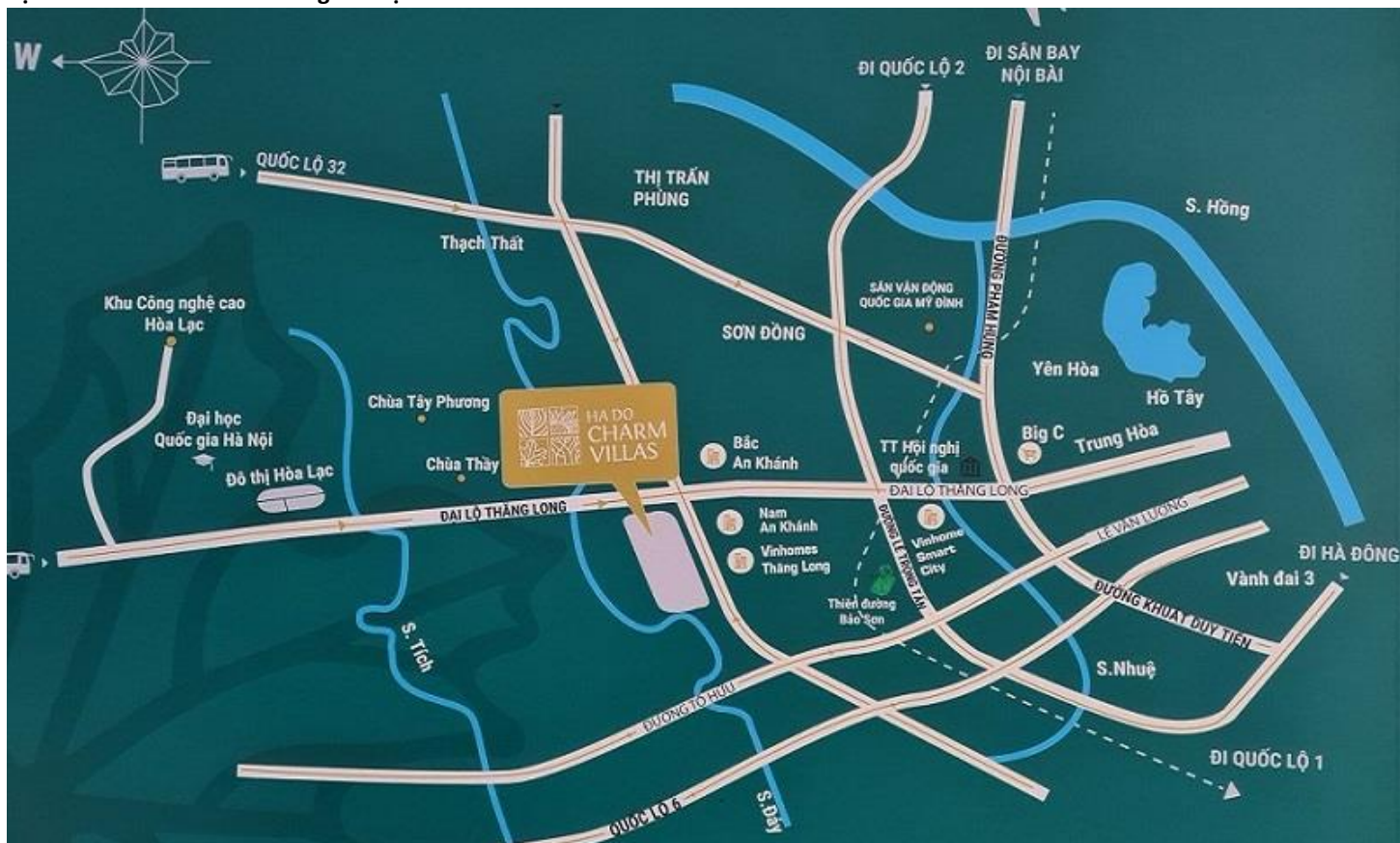
Nguồn: HDG, BSC Research

### Thông tin của dự án Charm Villas giai đoạn 3

Tiêu chí	Ghi chú
Quy mô dự án	30 ha
Vị trí dự án	Đại lộ Thăng Long, xã An Thượng, huyện Hoài Đức, TP. Hà Nội <ul style="list-style-type: none"> <li>Cách quận trung tâm thủ đô: 15 phút</li> <li>Big C Thăng Long: 10 phút</li> <li>Sân bay quốc tế Nội Bài: 25 phút</li> </ul>
Số lượng sản phẩm	108 căn
Diện tích trung bình	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà liền kề từ 90 – 230 m<sup>2</sup></li> <li>Biệt thự từ 163 – 430 m<sup>2</sup></li> </ul>
Giá bán sơ cấp giả định của BSC	95 triệu VND/m <sup>2</sup> (giá tham khảo trên thị trường rơi vào khoảng 100 – 110 triệu VND)
Mở bán giả định	Q1.2025

Nguồn: HDG, BSC Research

Vị trí của Hà Đô Charm Villas giai đoạn 3

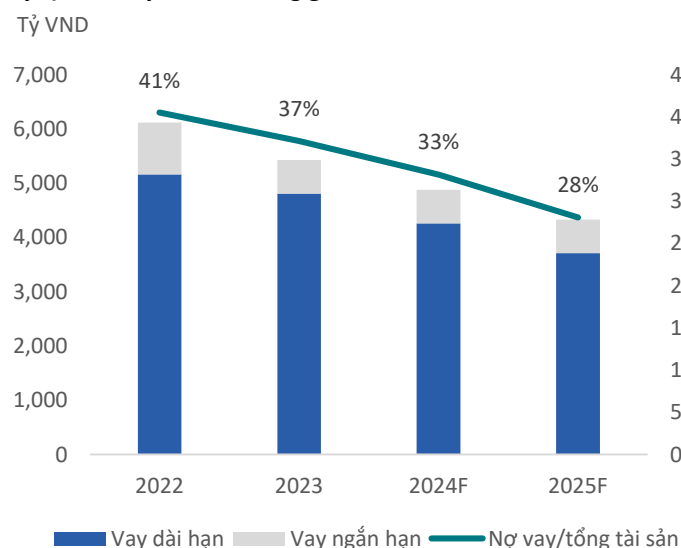


3. Chi phí lãi vay giảm giúp hỗ trợ lợi nhuận: kỳ vọng chi phí lãi vay giảm 20% YoY và đóng góp 9% lợi nhuận năm 2024

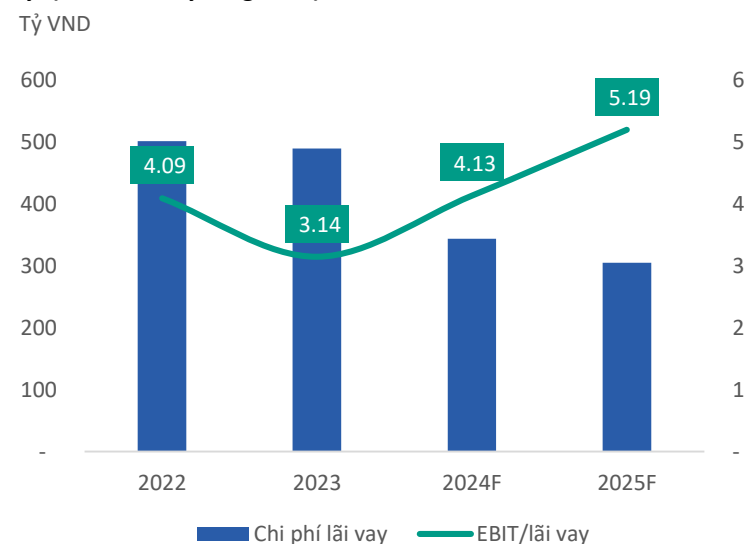
Chúng tôi ước tính chi phí lãi vay của HDG trong năm 2024 có thể giảm khoảng 145 tỷ VND (giảm -30% YoY và đóng góp 14% LNTT 2024) tương ứng tỷ lệ EBIT/lãi vay của HDG tăng từ 3.14 lần lên mức 4.13 lần nhờ:

- 1) Giảm dư nợ ở mảng năng lượng (thủy điện và NLTT), BSC ước tính tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của HDG giảm từ 37% xuống mức 33% trong năm 2024.
- 2) Lãi suất trung bình các khoản vay dài hạn giảm 2 điểm % so với năm 2023.

Tỷ lệ đòn bẩy có xu hướng giảm dần



Tỷ lệ EBIT/lãi vay tăng trở lại từ năm 2024



Nguồn: HDG, BSC Research



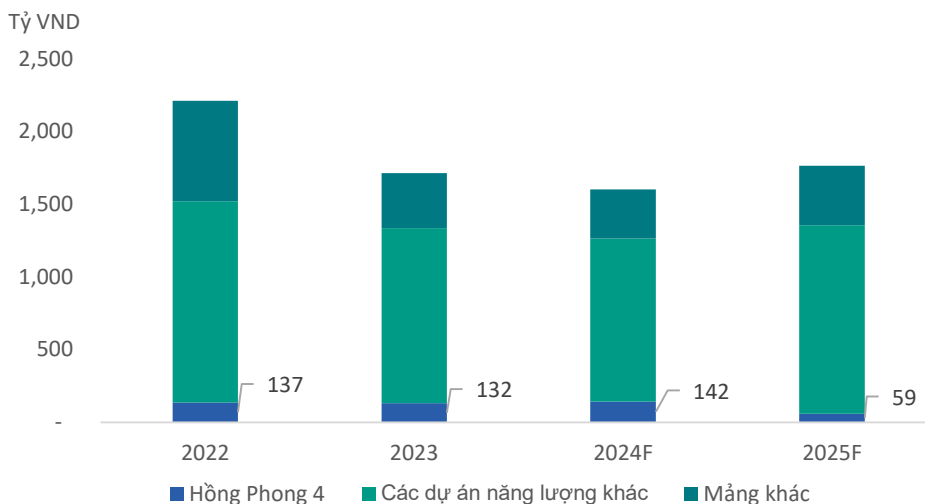
### III. Thông tin khác

#### 1. Dự án điện Hồng Phong 4 có thể điều chỉnh giảm khoảng 48% giá bán điện trong năm 2025.

Theo thông tin được chia sẻ từ doanh nghiệp, dự án Hồng Phong 4 xây dựng trên đất khoáng sản dẫn đến một số vi phạm từ đó không thỏa điều kiện được hưởng mức giá FIT (9.35 cent USD/kwh). **Trong kịch bản xấu nhất**, chúng tôi giả định công ty có thể phải giảm giá bán điện từ 9.35 cent USD/kwh xuống giá điện chuyển tiếp (1,185 VND/kwh), tương đương thấp hơn 48%.

Ngoài ra, **chúng tôi ước tính công ty có thể thực hiện hồi tố chênh lệch giá điện khoảng 290 tỷ VND doanh thu trong kết quả kinh doanh từ năm 2019 – 2024**. Khoản hồi tố này sẽ không ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh năm 2025 và khoản tiền phải trả này sẽ được khấu trừ dần từ doanh thu của dự án trong những năm tiếp theo.

**Trong năm 2025, lợi nhuận gộp của Hồng Phong 4 chỉ còn chiếm khoảng 3% tổng lợi nhuận gộp (giảm từ mức 9% của năm 2024)**



Nguồn: HDG, BSC Research ước tính

#### 2. Mảng năng lượng có thêm 4 dự án mới chuẩn bị triển khai

Theo kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện 8 chính thức, HDG sẽ được triển khai dự án điện gió 7A mở rộng, Phước Hữu trong giai đoạn 2023 – 2025 và Bình Gia, Lộc Bình giai đoạn 2026 – 2030. Hiện tại, các dự án đều chưa triển khai và công ty đang chờ đợi thông tin giá phát điện chính thức của Bộ Công Thương để đưa ra quyết định đầu tư.

Trong dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng mảng năng lượng của HDG nhờ 1) dự báo Việt Nam vẫn sẽ thiếu điện và nhu cầu sử dụng NLTT của các doanh nghiệp xuất khẩu ngày càng tăng và 2) kế hoạch triển khai 805 MW của HDG (gấp 5.4 lần công suất đang có).

#### Thông tin các dự án năng lượng mới của HDG

Tên dự án	Vị trí	Loại hình	Công suất (MW)	Thời gian hoạt động dự kiến	Tiến độ
7A mở rộng	Ninh Thuận	Điện gió	21	2026	Được duyệt trong QHĐ 8
Phước Hữu	Ninh Thuận	Điện gió	50	2026	Được duyệt trong QHĐ 8
Sơn Linh – Sơn Nham	Quảng Ngãi	Thủy điện	24	Q4/2026	Thủy điện Sơn Nham (9 MW) đã giải phóng mặt bằng và triển khai các gói thầu thi công.
Bình Gia	Lạng Sơn	Điện gió	80	2026-2030	Được duyệt trong QHĐ 8
Lộc Bình 1	Lạng Sơn	Điện gió	50	2026-2030	Được duyệt trong QHĐ 8
Hado Quảng Trị	Quảng Trị	Điện gió	30	N/A	
An Phong	Ninh Thuận	Điện gió	300	N/A	
V3	Ninh Thuận	Điện gió	250	N/A	
<b>Tổng</b>			<b>805</b>		

Nguồn: HDG, BSC Research ước tính

### 3. Các dự án bất động sản khác

#### Dự án Minh Long và Green Lane – chưa có tiến triển mới so với báo cáo trước

Theo HDG, dự án Hà đô Minh Long (Linh Trung, Quận Thủ Đức cũ) và Hà Đô Green Lane (Quận 8) đang vướng pháp lý về việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất (xem thêm vấn đề pháp lý ở [Báo cáo trước](#)) và công ty đang tích cực làm việc với các cơ quan quản lý để gỡ vướng cho hai dự án này.

Trong tháng 12, TP.HCM đã gỡ vướng pháp lý thêm 5 dự án BĐS cho thấy những nỗ lực và ý chí của cơ quan quản lý giúp khơi thông nguồn cung BĐS ([tham khảo bài báo](#)). Do đó, chúng tôi kỳ vọng bài toán pháp lý của hai dự án này cũng sẽ sớm có lời giải và khi có thông tin chính thức, chúng tôi sẽ định giá lại hai dự án này.

#### Thông tin các dự án BĐS đang triển khai

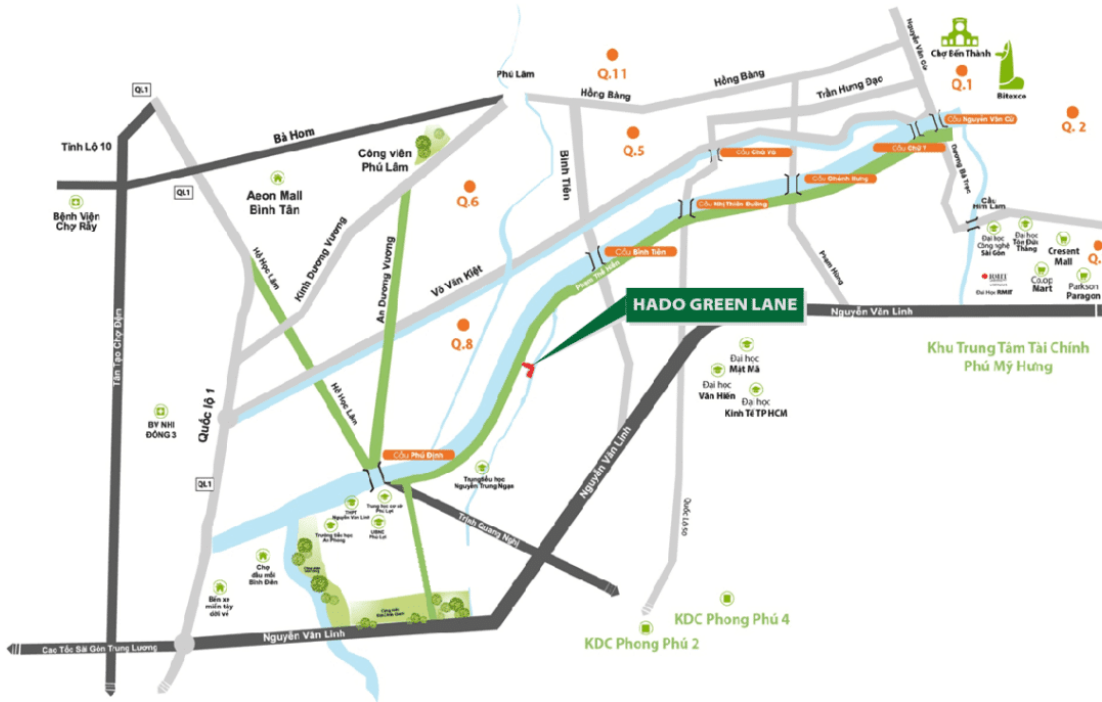
Tiêu chí	Minh Long	Green Lane
Quy mô dự án	2.7 ha	2.3 ha
Tổng mức đầu tư	4,500 tỷ VND	3,500 tỷ VND
Vị trí dự án	2 mặt tiền Phạm Văn Đồng và đường số 1, P. Linh Trung, Thủ Đức, TP. Thủ Đức	Đường Phạm Thế Hiển, P.7, Quận 8, TP.HCM
Số lượng sản phẩm	<ul style="list-style-type: none"> <li>Căn hộ: 1,400 sản phẩm</li> <li>Tháp tầng: 30 sản phẩm</li> </ul>	Căn hộ: 1,200 sản phẩm
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.
Thời gian mở bán	N/A	N/A

Nguồn: HDG, BSC Research

#### Vị trí dự án Minh Long



Vị trí dự án Green Lane



Kế hoạch triển khai dự án bất động sản do HDG công bố

Dự án	Vị trí	2024				2025				2026				2027				2028			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Charm Villas 3	Hà Nội																				
30 Tạ Quang Bửu	Hà Nội																				
CC3	Hà Nội																				
Noongtha Cental	Lào																				
Bảo Đại	Nha Trang																				
<b>Green Lane</b>	HCM																				
<b>Minh Long</b>	HCM																				
62 Phan đình Giót	Hà Nội																				
Dịch Vọng	Hà Nội																				

Nguồn: HDG



#### IV. Dự báo kết quả kinh doanh 2024/2025

(Tỷ VND)	9T2024	2024F	% YoY	2025F	% YoY	2024 cũ	2025 cũ	2024 mới/cũ	2025 mới/cũ
<b>Doanh thu</b>	<b>1,964</b>	<b>2,738</b>	<b>-5%</b>	<b>3,519</b>	<b>29%</b>	<b>2,661</b>	<b>3,063</b>	<b>3%</b>	<b>15%</b>
BĐS	399	399	-24%	1,071	168%	399	566	0%	89%
Năng lượng	1,206	1,861	-4%	1,964	6%	1,836	2,066	1%	-5%
Cho thuê BĐS	258	352	12%	355	1%	317	320	11%	11%
Khách sạn	93	126	18%	129	2%	109	111	16%	16%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,037</b>	<b>1,602</b>	<b>-7%</b>	<b>2,037</b>	<b>27%</b>	<b>1,577</b>	<b>1,880</b>	<b>2%</b>	<b>8%</b>
Chi phí bán hàng	4	8	-5%	10	29%	7	9	3%	15%
Chi phí QLDN	125	175	2%	211	20%	158	182	11%	16%
<b>EBIT</b>	<b>908</b>	<b>1,419</b>	<b>-8%</b>	<b>1,816</b>	<b>28%</b>	<b>1,412</b>	<b>1,690</b>	<b>1%</b>	<b>7%</b>
Doanh thu TC	37	47	16%	64	38%	49	75	-5%	-14%
Chi phí tài chính	304	394	-31%	355	-10%	411	367	-4%	-3%
-Lãi vay	263	344	-30%	305	-11%	391	347	-12%	-12%
Lãi/(lỗ) từ LDLK	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>660</b>	<b>1,074</b>	<b>7%</b>	<b>1,528</b>	<b>42%</b>	<b>1,052</b>	<b>1,400</b>	<b>2%</b>	<b>9%</b>
<b>LNST</b>	<b>557</b>	<b>956</b>	<b>5%</b>	<b>1,364</b>	<b>43%</b>	<b>954</b>	<b>1,273</b>	<b>0%</b>	<b>7%</b>
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>433</b>	<b>764</b>	<b>6%</b>	<b>1,147</b>	<b>50%</b>	<b>811</b>	<b>1,088</b>	<b>-6%</b>	<b>5%</b>
			Thay đổi		Thay đổi				
%SG&A/Doanh thu	6.6%	6.7%	0.5%	6.3%	-0.4%	6.2%	6.2%		
<b>Biên LNG</b>	<b>53%</b>	<b>58%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>58%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>59%</b>	<b>61%</b>		
BĐS	33%	33%	-2.7%	44%	10.5%	38%	40%		
Năng lượng	63%	68%	-0.9%	69%	1.1%	67%	71%		
Cho thuê BĐS	41%	41%	-3.9%	43%	2.0%	45%	45%		
Khách sạn	48%	48%	0.3%	48%	0.0%	48%	48%		

Nguồn: BSC Research, HDG

#### Dự báo năm 2024

Doanh thu đạt 2,738 tỷ VND (-5% YoY), sụt giảm chủ yếu đến từ:

- Mảng BĐS thương mại giảm -24% YoY, chỉ ghi nhận 400 tỷ VND doanh thu từ Charm Villas giai đoạn 2 và trì hoãn thời gian bán hàng Charm Villas giai đoạn 3 sang 2025.
- Bù đắp bằng mảng cho thuê BĐS và khách sạn tăng lần lượt 12% YoY và 18% YoY nhờ khách du lịch quốc tế quay trở lại.

Chi phí tài chính giảm -30% YoY chủ yếu do 1) giảm dư nợ ở các nhà máy điện và 2) môi trường lãi suất hạ nhiệt.

LNST\_CĐTS đạt 764 tỷ VND (+6% YoY).

#### Dự báo năm 2025

Doanh thu đạt 3,519 tỷ VND (+29% YoY) trong đó:

- Mảng BĐS tăng 168% YoY, bắt đầu bàn giao 54/108 căn ở dự án Charm villas 3.
- Mảng năng lượng tăng 6% YoY, nhờ La nina giúp các nhà máy thủy điện hoạt động tốt hơn so với cùng kỳ.

LNST\_CĐTS đạt 1,147 tỷ VND (+50% YoY). Trong trường hợp không ghi nhận dự án Charm Villas, LNST\_CĐTS đạt 846 tỷ VND (+11% YoY)

So với báo cáo trước, LNST\_CĐTS 2024/2025 giảm -6% và tăng 5%. Các điều chỉnh quan trọng trong năm 2025 gồm:

- Giảm 48% giá bán điện của Hồng Phong 4 trong năm 2025.
- Tăng số lượng căn hộ bán ra từ 20 căn lên 54 căn.

## V. Định giá

Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ **MUA** xuống **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu HDG, giá mục tiêu năm 2025 là **31,300 VND/CP (upside 5%** so với giá ngày 6/12/2024, bao gồm tỷ suất cổ tức 1.6%) dựa theo phương pháp định giá từng phần.

Giá mục tiêu mới giảm -5% so với [báo cáo trước](#) chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh:

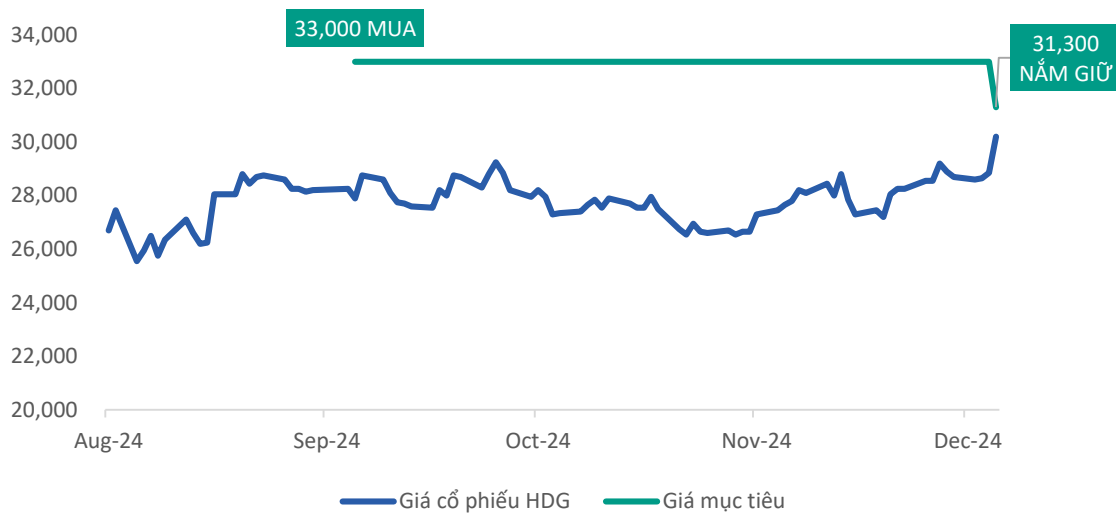
- Giảm định giá của dự án Hồng Phong 4 với giá định giá bán điện sẽ giảm từ 9.35 cent USD/kwh xuống 1,185 VND/kwh (-48%) và hồi tố 290 tỷ VND doanh thu chênh lệch của năm 2019-2024.
- Đẩy nhanh tiến độ bán hàng từ 20 căn lên 54 căn tại dự án Charm Villas 3 trong năm 2025.

	Phương pháp	NAV	Tỷ lệ sở hữu	NAV mới	NAV cũ	NAV mới/cũ
<b>Năng lượng</b>	<b>DCF</b>	<b>8,537</b>		<b>6,707</b>	<b>7,448</b>	<b>-10%</b>
7A		1,392	100%	1,391	1,439	-3%
Hồng Phong 4		25	83%	21	740	<b>-97%</b>
Infra 1		824	100%	824	824	0%
Sông Tranh 4		766	63%	482	491	-2%
Zahung		911	52%	474	495	-4%
Nậm Pông		784	52%	408	403	1%
Nhạn Hạc		1,344	52%	699	678	3%
Đak Mi 2		2,414	98%	2,366	2,343	1%
Sơn Linh, Sơn Nham	Book value	70	52%	36	34	6%
<b>BĐS cho thuê</b>	<b>Cap Rate</b>	<b>1,616</b>	<b>100%</b>	<b>1,616</b>	<b>1,574</b>	<b>3%</b>
<b>BĐS thương mại</b>	<b>RNAV</b>	<b>2,325</b>		<b>2,325</b>	<b>2,219</b>	<b>5%</b>
Charm Villa GĐ 3		1,243	100%	1,243	1,120	11%
Minh Long	Book value	490	100%	490	490	0%
Green Lane	Book value	292	100%	292	292	0%
CC1 Dịch vọng		62	100%	62	68	-9%
Sư Vạn Hạnh		113	100%	113	125	-9%
Noongtha, Lào	Book value	125	100%	125	125	0%
(+) Tiền và tương đương tiền (cty mẹ)				843	810	4%
(-) Nợ vay (cty mẹ)				965	946	2%
<b>Tổng giá trị VCSH</b>				<b>10,519</b>	<b>11,106</b>	<b>-5%</b>
SLCP (triệu CP)				336.4	336.4	0%
<b>Giá mục tiêu</b>				<b>31,300</b>	<b>33,000</b>	<b>-5%</b>
Giá hiện tại				30,200		
Tỷ suất cổ tức				1.6%		
<b>Upside</b>				<b>5%</b>		

Nguồn: BSC Research

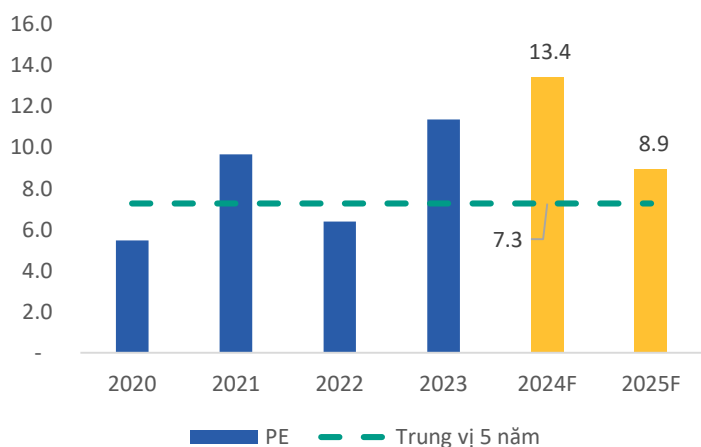
Tổng hợp khuyến nghị cổ phiếu HDG

VND/CP

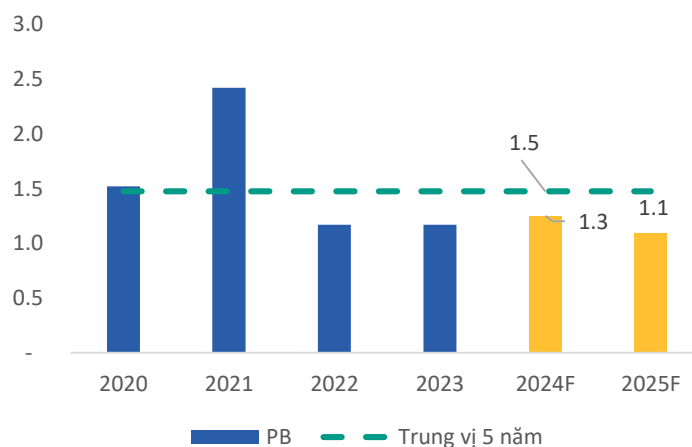


Nguồn: BSC Research

Chỉ số P/E

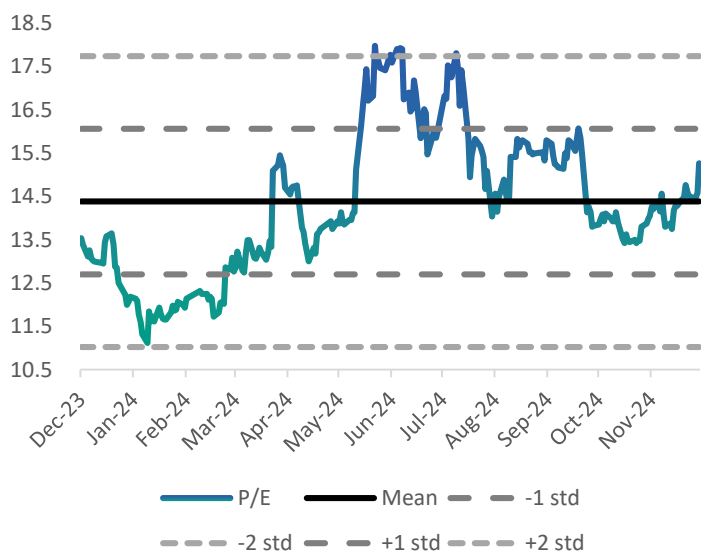


Chỉ số P/B

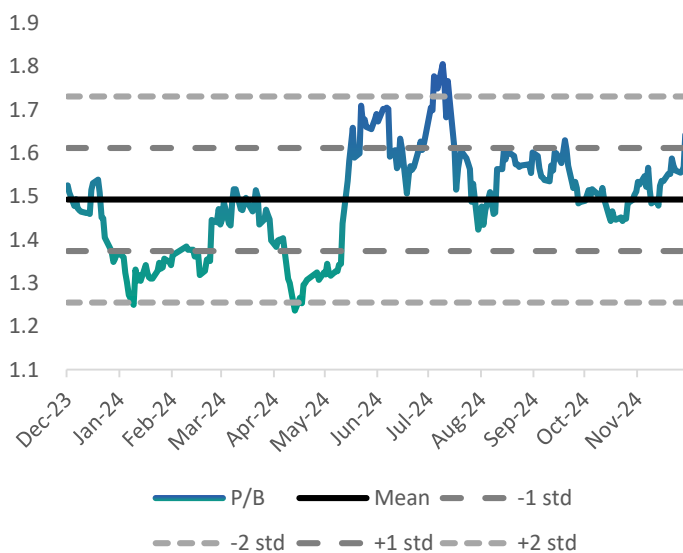


Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Diễn biến P/E của cổ phiếu



Diễn biến P/B của cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	3,777	3,581	2,882	2,738	2,923
Giá vốn hàng bán	1,457	1,369	1,166	1,136	1,157
<b>Lợi nhuận gộp</b>	2,320	2,212	1,716	1,602	1,766
Chi phí bán hàng	119	5	8	8	8
Chi phí QLDN	222	159	171	175	175
<b>Lãi/lỗ HDKD</b>	1,979	2,048	1,537	1,419	1,583
Doanh thu tài chính	80	83	40	47	76
Chi phí tài chính	408	517	572	394	355
Chi phí lãi vay	387	501	489	344	305
Lợi nhuận CTLĐ/LK	-	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(8)	(10)	2	2	2
<b>LN trước thuế</b>	1,643	1,604	1,007	1,074	1,306
TTNDN	308	231	94	117	122
<b>LNTT</b>	1,335	1,373	913	956	1,184
CĐTS	247	266	194	192	218
<b>LNST-CĐTS</b>	1,088	1,107	719	764	966
EBITDA	2,346	2,633	1,997	1,749	1,940
EPS	3,234	3,291	2,137	2,271	2,873

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/NPAT	1,335	1,373	913	956	1,184
Khấu hao và phân bổ	316	528	501	332	329
Thay đổi vốn lưu động	(494)	152	(834)	767	(471)
Điều chỉnh khác	(109)	(100)	(112)	-	-
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	1,057	1,942	461	2,055	1,043
Tiền chi mua TSCĐ	(1,993)	(429)	(90)	(82)	(88)
Đầu tư khác	(81)	349	(142)	-	-
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	(2,074)	(80)	(232)	(82)	(88)
Tiền chi trả cổ tức	(304)	(267)	(119)	(153)	-
Tiền từ vay ròng	839	(1,241)	(549)	(548)	(548)
Tiền thu khác	310	199	-	-	-
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	845	(1,309)	(668)	(701)	(548)
Dòng tiền đầu kỳ	438	230	694	256	1,528
Tiền trong kỳ	(172)	554	(438)	1,272	407
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	266	784	256	1,528	1,935

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	4,116	3,856	3,661	4,518	5,309
Tiền & Tương đương tiền	230	694	246	1,528	1,935
Đầu tư ngắn hạn	680	1	388	388	388
Phải thu ngắn hạn	1,713	1,711	1,941	1,497	1,933
Hàng tồn kho	1,365	1,382	1,050	818	767
TS ngắn hạn khác	129	68	37	287	287
<b>Tài sản dài hạn</b>	11,775	11,249	10,946	10,154	9,912
Tài sản hữu hình	9,868	9,495	9,089	8,840	8,598
Tài sản dở dang dài hạn	917	818	894	894	894
Đầu tư dài hạn	3	3	63	63	63
Tài sản dài hạn khác	110	98	107	357	357
<b>Tổng Tài sản</b>	15,891	15,105	14,607	14,672	15,221
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	4,293	3,287	2,395	2,204	2,118
Nợ phải trả	298	181	83	174	88
Vay ngắn hạn	1,289	959	617	617	617
Nợ ngắn hạn khác	2,706	2,147	1,695	1,413	1,413
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	6,208	5,270	4,897	4,349	3,801
Vay dài hạn	6,086	5,160	4,809	4,261	3,713
DT chưa thực hiện	9	7	-	-	-
Nợ dài hạn khác	113	103	88	88	88
<b>Tổng nợ phải trả</b>	10,501	8,557	7,292	6,553	5,919
Vốn góp	1,964	2,446	3,058	3,364	3,364
Thặng dư vốn cổ phần	229	375	375	375	375
LN chưa phân phối	1,934	2,341	2,377	2,682	3,649
Vốn chủ khác	206	141	194	194	194
Cổ đông thiểu số	1,057	1,245	1,311	1,503	1,721
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	5,390	6,548	7,315	8,118	9,303
<b>Tổng nguồn vốn</b>	15,891	15,105	14,607	14,672	15,221
SLCP (triệu)	196	245	306	336	336

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số TT ngắn hạn	0.96	1.17	1.53	2.05	2.51
Hệ số TT nhanh	0.61	0.73	1.08	1.55	2.01
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Hệ số Nợ/TTT	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Hệ số Nợ/VCSH	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5
<b>Năng lực hoạt động</b>					
Số ngày HTK	391	366	381	300	250
Số ngày phải thu	89	108	155	150	140
Số ngày phải trả	104	64	41	41	41
CCC	376	410	494	409	349
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>					
Biên Lợi nhuận gộp	61%	62%	60%	58%	60%
Biên Lợi nhuận ròng	35%	38%	32%	35%	41%
ROE	30%	23%	13%	12%	14%
ROA	9%	9%	6%	7%	8%
<b>Định giá</b>					
PE	9.7	6.4	11.4	13.4	10.6
PB	2.4	1.2	1.2	1.3	1.1
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng DTT	-24%	-5%	-20%	-5%	7%
Tăng trưởng EBIT	6%	3%	-25%	-8%	12%
Tăng trưởng LNTT	7%	-2%	-37%	7%	22%
Tăng trưởng EPS	-13%	2%	-35%	6%	26%

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (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, MUA 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 Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND 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&9 Tòa nhà President Place  
Số 93, Nguyễn Du, Bến Nghé,  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

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

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

