

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)

Trở lại quỹ đạo phát triển dự án

Sử dụng kết hợp phương pháp so sánh P/E và P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý 12 tháng tới của cổ phiếu HDG là **36.300** đồng, tương đương P/E và P/B dự phóng năm 2026 lần lượt là 10,0/1,7 lần. Qua đó, tổng mức sinh lời kỳ vọng là **22%**.

Năng lượng – Dòng tiền ổn định, chờ thông tin từ dự án mới

Doanh nghiệp hiện sở hữu 8 nhà máy điện với tổng công suất 462MW. Trong giai đoạn 2022-2024, tỷ trọng doanh thu từ mảng năng lượng dần tăng lên và chiếm trên 50% tổng doanh thu của doanh nghiệp. Các nhà máy của HDG đang hoạt động với hiệu suất tương đối cao, cho thấy lợi thế của doanh nghiệp đến từ: 1/ Khả năng đầu tư và vận hành hiệu quả các nhà máy điện, 2/ Các nhà máy NLTT có thời điểm vận hành thương mại trong giai đoạn 2019-2021, qua đó giúp các nhà máy được ưu tiên hòa lưới. Ngoài ra, doanh nghiệp đang có 8 dự án điện dự kiến sẽ triển khai đầu tư trong giai đoạn 2025-2030. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ có động lực để khởi động đầu tư các dự án này, khi chính sách giá cho các dự án NLTT mới đã tương đối rõ ràng.

Với các sai phạm liên quan đến 2 nhà máy NLTT, chúng tôi cho rằng những ảnh hưởng tiêu cực đã phản ánh lên kết quả kinh doanh trong các năm trước. Việc hoàn nhập các khoản dự phòng sẽ giúp KQKD của doanh nghiệp có thể cao hơn so với kỳ vọng.

BDS dân dụng – Tái triển khai các dự án tiềm năng

HDG vẫn duy trì các lợi thế nhất định tại thị trường BDS, với: 1/ Quỹ đất của doanh nghiệp tương đối sạch (hoàn thành việc giải phóng mặt bằng và sở hữu đầy đủ quyền sử dụng đất tại các dự án), 2/ Nằm tại các thị trường cấp I (Hà Nội, Hồ Chí Minh). Tuy nhiên trong giai đoạn 2025-2026, doanh nghiệp chỉ còn dự án Charm Villa (giai đoạn 3) là đủ điều kiện bán hàng và ghi nhận doanh thu. Các dự án còn lại đang ở giai đoạn đầu của việc hoàn thiện pháp lý và sẽ đóng góp đáng kể lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong các giai đoạn sau.

Rủi ro đầu tư

Với các dự án BDS, việc phê duyệt danh sách thí điểm chậm hơn kỳ vọng/không được phê duyệt có thể làm ảnh hưởng đến tiến độ triển khai dự án của doanh nghiệp – giảm giá mục tiêu ngắn hạn do chiết khấu rủi ro về tài sản.

Nhà đầu tư cần chú ý tới việc trích lập/hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu (chưa nằm trong dự phóng về KQKD của doanh nghiệp).

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	3.777	3.581	2.889	2.718	3.128	3.576
Tăng trưởng (%)	-24%	-5%	-19%	-6%	15%	14%
EBIT	1.980	2.049	1.490	1.140	1.831	2.151
LNST-CTM	1.096	1.096	665	348	942	1.322
Tăng trưởng (%)	12%	0%	-39%	-48%	170%	40%
Biên ròng (%)	29%	31%	23%	13%	30%	37%
ROA (%)	8%	9%	6%	3%	7%	9%
ROE (%)	25%	21%	11%	6%	14%	16%
EPS cơ bản (VND)	5.455	4.376	2.092	1.036	2.545	3.575
GTSS (VND)	22.070	21.681	19.352	18.133	18.578	21.702
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-	-	-
P/E (x)	12,2	7,2	13,2	27,5	14,3	10,2
P/BV (x)	3,0	1,4	1,4	1,6	2,0	1,7

Nguồn: HDG, CTCK Rong Viet. Dựa trên giá đóng cửa ngày 03/11/2025.

MUA

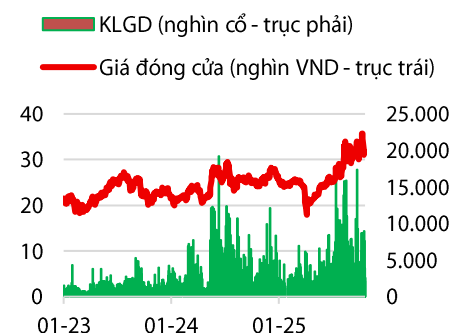
+22%

Giá thị trường (VND)	29.800
Giá mục tiêu (VND)	36.300

Cổ tức 12 tháng tới 500

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hoá (tỷ đồng)	11.746
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	370
Khối lượng BQ 3 Tháng (nghìn CP)	6.591
Giá trị GDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	206
Vốn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	29,68
Biến động giá 52 tuần (nghìn đồng)	17909 – 35700



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
HDG	18,2	29,6	50,1
VN30 Index	13,9	42,2	74,8
VN-Index	7,8	31,2	54,3

Cổ đông lớn (%)

Nguyễn Trọng Thông	33
Nguyễn Văn Tô	11
PYN Elite Fund	8

Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%) 30

Đỗ Thạch Lam, CFA

(084) 028 - 6299 2006 -Ext: (1524)

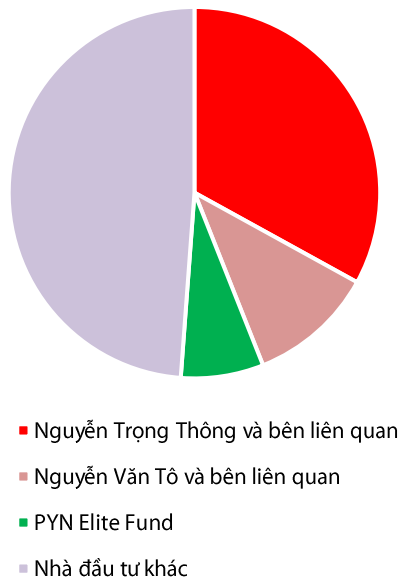
lam.dt@vdsc.com.vn

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) được thành lập vào năm 1990 – tiền thân là xí nghiệp Xây dựng trực thuộc Viện Kỹ thuật Quân sự - Bộ Quốc Phòng, được cổ phần hóa trong giai đoạn 2004 và niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh vào năm 2010. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực sau:

- **Phát triển dự án BĐS dân dụng:** Trước năm 2020, HDG chủ yếu phát triển các dự án quy mô vừa và nhỏ (chủ yếu là các dự án chung cư cao tầng) tại các thành phố cấp I (Hà Nội và Tp.HCM). Từ 2020, doanh nghiệp bắt đầu phát triển các dự án khu đô thị phức hợp, nổi bật với Hado Centrosa (6,85 ha, Tp.HCM), Charm Villa (30,2 ha, Hà Nội). Ngoài ra doanh nghiệp còn tiến hành M&A các công ty dự án, nhằm mở rộng quỹ đất phát triển BĐS trong dài hạn.
- **Năng lượng:** Từ 2009, doanh nghiệp đồng thời phát triển các dự án nhà máy thủy điện (bắt đầu với nhà máy thủy điện ZaHung, 30MW). Tính đến 2024, doanh nghiệp hiện sở hữu 8 nhà máy điện, với tổng công suất 462MW.
- **BĐS thương mại:** Doanh nghiệp còn có nguồn thu ổn định từ các tài sản là BĐS thương mại, bao gồm: 1/ Khách sạn IBIS Hà Đô (Phường Tân Sơn Hòa, TP.HCM) và 2/ Văn phòng cho thuê và mặt bằng thương mại tại các dự án đã phát triển của doanh nghiệp (Hado Airport Building, Hà Đô South Building,...).
- **Xây dựng và các dịch vụ khác:** Xây dựng là hoạt động kinh doanh ban đầu của doanh nghiệp, nhưng sau cổ phần hóa thì đây trở thành hoạt động hỗ trợ - triển khai xây dựng cho các dự án (BĐS, năng lượng). Ngoài ra doanh nghiệp còn triển khai các dịch vụ khác (quản lý tòa nhà,...).

Hình 1: Cơ cấu cổ đông của HDG



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu cổ đông của HDG không cô đặc, tuy nhiên cổ phần chi phối vẫn thuộc về nhóm cổ đông lớn.

Cổ đông lớn nhất là Chủ tịch Hội đồng sáng lập – Nguyễn Trọng Thông – và các bên liên quan sở hữu 33% tổng số cổ phần. Ngoài ra còn có ông Nguyễn Văn Tô – một trong những người sáng lập doanh nghiệp – là cổ đông lớn và sở hữu 11% số cổ phần. Nhà đầu tư nước ngoài (hầu hết là Các quỹ đầu tư) nắm giữ khoảng 19% cổ phần, trong đó PYN Elite Fund là cổ đông lớn (7,2% số cổ phần). Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do của doanh nghiệp hiện ở mức trung bình là 49%.

Xét về cơ cấu doanh nghiệp, HDG sở hữu 18 công ty con (trực tiếp và gián tiếp), phần lớn hoạt động liên quan tới các lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính. Trong đó, các công ty con sẽ là chủ đầu tư chính của các dự án BĐS dân dụng và nhà máy (NM) điện của doanh nghiệp. Ngoài ra trong dài hạn, công ty hướng đến việc tổ chức theo mô hình Holdings – với 03 nhóm công ty con (phát triển BĐS, Phát triển Năng lượng và Quản lý BĐS).

Bảng 1: Thống kê các công ty con nổi bật của HDG

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu/ lợi ích (%)	Dự án nổi bật (*)
Nhóm công ty phát triển BĐS		
CTCP Hà Đô - 756 Sài Gòn	63	Hado Centrosa
CTCP Đầu Tư Khánh Hà	70,9	Alila Bảo Đại
CTCP Thiết bị Giáo dục 1	99,9	62 Phan Đình Giót
CTCP Đầu tư Bất động sản Bình An Riverside	100	Hado Greenlane
CTCP Minh Long Đông Sài Gòn	100	Hado Minh Long
Công ty TNHH MTV Đầu tư Quốc tế Hà Đô	100	Noongtha Central Park (Lào)
Nhóm công ty quản lý, khai thác BĐS		
CTCP Quản lý và Kinh doanh Bất động sản Hà Đô	100	BDS thương mại tại HN
Quản lý - Vận hành - Khai thác Bất động sản Hà Đô	100	BDS thương mại tại Tp.HCM
Nhóm công ty năng lượng		
CTCP Za Hưng	51,8	NM thủy điện Za Hưng, Nậm Pông, Nậm Hạc
CTCP Thủy điện Sông Tranh 4	62,9	NM thủy điện Sông Tranh 4
Công ty TNHH Hà Đô Bình Thuận	83,2	NM ĐMT Hồng Phong 4
CTCP Năng lượng Agrita - Quảng Nam	97,6	NM thủy điện Đắkmi 2
Công ty TNHH MTV Điện gió Hà Đô Thuận Nam	100	NM Điện gió 7A
Công ty TNHH Năng lượng Surya Prakash Việt Nam	100	NM ĐMT SP Infra 1
CTCP Năng lượng và đầu tư hạ tầng Hà Đô	100	
CTCP Điện gió Tiên Thành Hàm Kiệm	29	
CTCP Đầu tư Xây dựng Thủy điện Sơn Linh	51,2	NM thủy điện Sơn Linh, Sơn Nham
CTCP Thủy điện Trường Thịnh	26,4	NM thủy điện La Trộng

Nguồn: HDG, CTCK Rông Việt; (*) In nghiêng là các dự án đang trong giai đoạn đầu tư ban đầu

Phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Theo các mảng hoạt động

- Kinh doanh BĐS dân dụng:** Trước giai đoạn 2021-2022, BĐS dân dụng là hoạt động kinh doanh chủ đạo của doanh nghiệp (chiếm trên 60% tổng doanh thu). HDG khởi đầu phát triển các dự án chung cư quy mô vừa và nhỏ (diện tích dưới 1ha như Hado Parkview, Hado Parkside,...). Từ sau 2016, doanh nghiệp nâng quy mô các dự án lên thành các khu đô thị quy mô vừa, bắt đầu với dự án Hado Centrosa Garden (6,85ha, Tp.HCM) và Hado Charm Villa (30ha, Hà Nội). Tuy nhiên từ sau 2021, với việc các dự án đã hoàn thành bàn giao, trong khi doanh nghiệp chưa có quỹ đất sẵn sàng để khai thác, khiến doanh thu từ BĐS không còn chiếm phần nhiều trong tổng doanh thu.
- Năng lượng:** HDG đầu tư các nhà máy điện từ 2009, bắt đầu với các nhà máy thủy điện cỡ nhỏ (dưới 50MW gồm Za Hưng, Nậm Pông, Nậm Hạc). Nhận thấy tiềm năng của mảng năng lượng tái tạo (NLTT, đem lại dòng tiền ổn định, được nhà nước ưu đãi bởi cơ chế giá FIT (*)), HDG đã mở rộng danh mục nhà máy điện NLTT (bằng cách đầu tư mới/mua lại các dự án chưa triển khai) trong giai đoạn 2019-2022. Tính đến cuối 2024, doanh nghiệp hiện sở hữu 8 nhà máy điện (5 NM thủy điện, 2 NM Điện gió và 1 NM Điện mặt trời), với tổng công suất 462MW. Trong giai đoạn 2022-2024, tỷ trọng doanh thu từ mảng năng lượng dẫn tăng lên và chiếm đa số (trên 50% tổng doanh thu của doanh nghiệp)

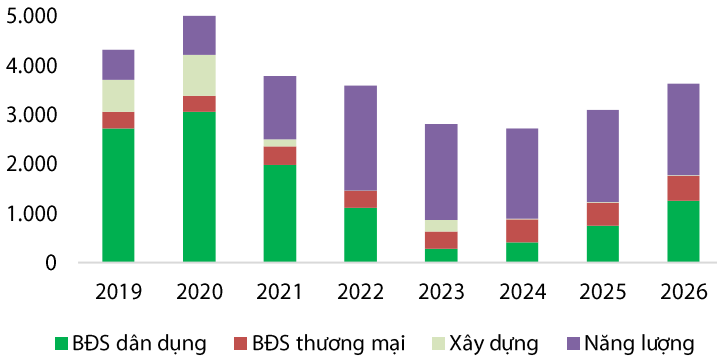
(*) Các nhà sản xuất điện từ nguồn tái tạo được đảm bảo bán điện với mức giá cố định cao hơn giá thị trường trong một khoảng thời gian dài (thường 20 năm), giúp thu hồi vốn nhanh chóng và giảm rủi ro đầu tư.

- BDS thương mại:** Tại các dự án BĐS dân dụng, ngoài đầu tư và bán hàng với các sản phẩm nhà ở (thấp tầng, cao tầng,...) thì doanh nghiệp còn khai thác phần đất thương mại dịch vụ tại các dự án, dưới hình thức cho thuê và thu tiền hàng tháng. Ngoài ra, doanh nghiệp đang khai thác khách sạn IBIS Saigon Airport – Khách sạn 4 sao có vị trí thuận lợi và nằm sát cạnh sân bay Tân Sơn Nhất. Doanh thu

từ hoạt động này tương đối ổn định ở ~400 tỷ đồng/năm, khi hầu hết các BĐS thương mại của doanh nghiệp đã đạt tỷ lệ lấp đầy trên 80%.

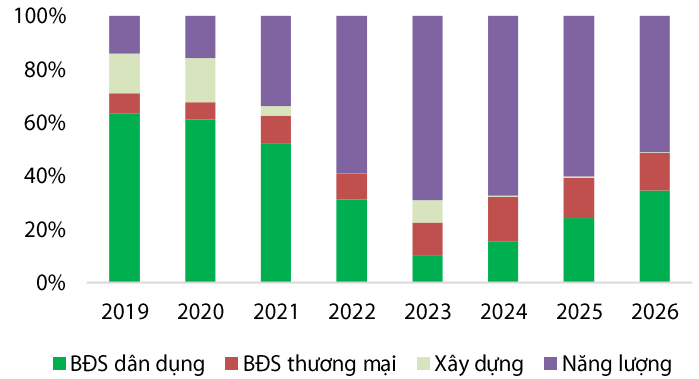
- **Các hoạt động kinh doanh khác:** Công ty còn ghi nhận doanh thu từ hoạt động xây dựng (chủ yếu hỗ trợ cho các dự án BĐS và năng lượng của doanh nghiệp, với biên lợi nhuận gộp dưới 10%). Tuy nhiên từ sau giai đoạn 2020-2021, khi doanh nghiệp thiếu các dự án để triển khai đầu tư, đóng góp doanh thu từ hoạt động này chỉ còn dưới 10% tổng doanh thu.

Hình 2: Doanh thu thuần của HDG theo lĩnh vực hoạt động (Tỷ đồng)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Đóng góp doanh thu của HDG theo lĩnh vực (%)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

1. Bất động sản dân dụng

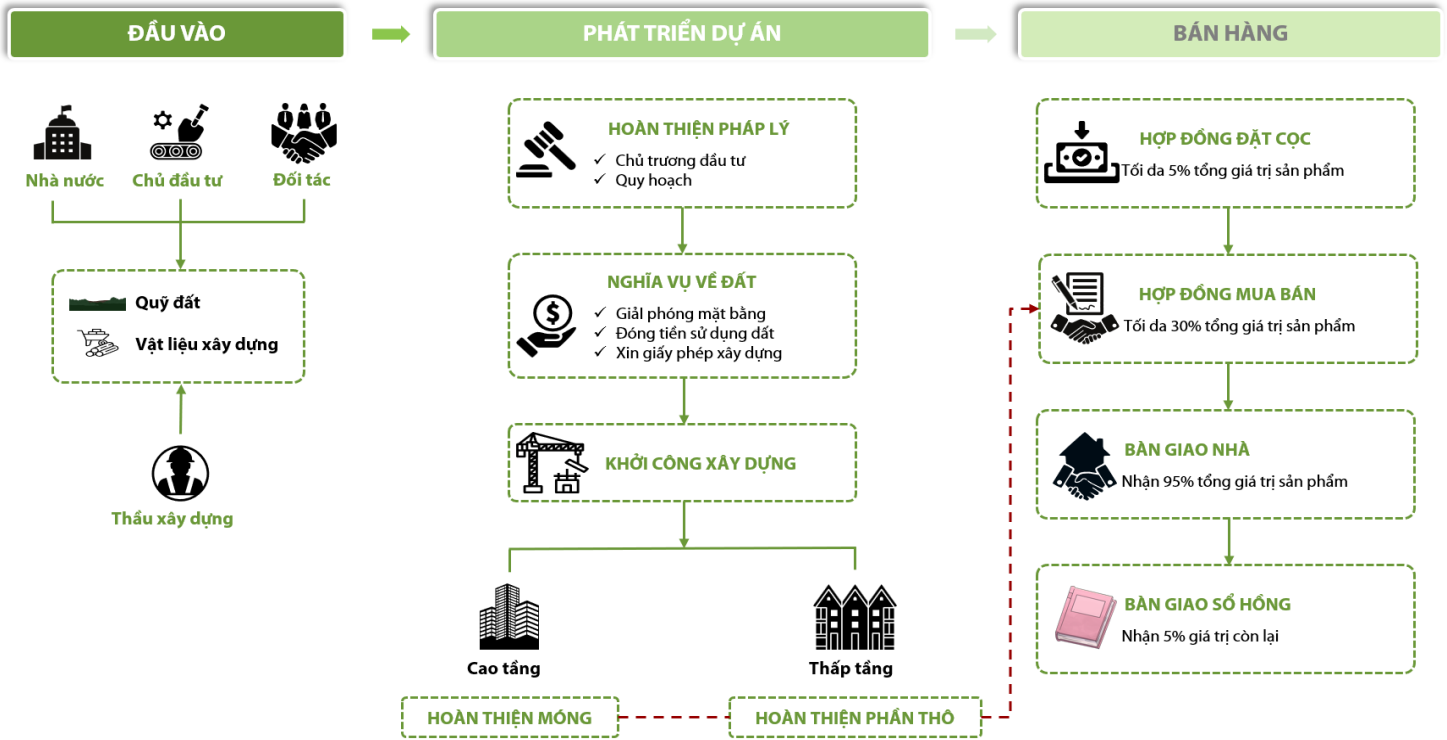
Chúng tôi cho rằng HDG vẫn duy trì các lợi thế nhất định trên thị trường BĐS dân dụng nhờ 1/ Quỹ đất đã hoàn thành việc giải phóng mặt bằng và sở hữu đầy đủ quyền sử dụng đất tại các dự án và 2/ Nằm tại các thị trường cấp I (Hà Nội, Hồ Chí Minh). Tuy nhiên trong giai đoạn 2025-2026, doanh nghiệp chỉ còn dự án Charm Villa (giai đoạn 3 với 108 sản phẩm) là đủ điều kiện bán hàng và ghi nhận doanh thu. Các dự án còn lại đang ở giai đoạn đầu của việc hoàn thiện pháp lý (phê duyệt quy hoạch, tính tiền sử dụng đất) và sẽ cần thời gian để hiện thực hóa lên kết quả kinh doanh (giá trị bán hàng, doanh thu) của doanh nghiệp.

Bảng 2: Thống kê các quỹ đất BĐS dân dụng nổi bật của HDG

Dự án	Tỉnh/Thành phố	Diện tích (ha)	Giai đoạn đầu tư	Sản phẩm	Hiện trạng
Đã triển khai					
Hado Parkview	Hà Nội	0,53	2011-2014	Chung cư	Hoàn thành bàn giao
Hado Centrosa Garden	Tp.HCM	6,85	2015-2020	Chung cư Nhà thấp tầng	Hoàn thành bàn giao
Hado Charm Villas	Hà Nội	30,2	2019-2024	Biệt thự, nhà liên kế	Hoàn thành bàn giao 02 giai đoạn đầu Giai đoạn 3 (108 sản phẩm) đang mở bán
Chưa triển khai					
Green Lane	Tp.HCM	2,3	2025 - 2028	Chung cư	Nằm trong danh sách đề xuất thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua nhận quyền sử dụng đất với đất khác
Hado Minh Long	Tp.HCM	2,7	N/A	Chung cư Nhà phố	Nằm trong danh sách đề xuất thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua nhận quyền sử dụng đất với đất khác
62 Phan Đình Giót	Hà Nội	2,2	N/A	Tòa nhà hỗn hợp	Nằm trong danh sách thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua nhận quyền sử dụng đất với đất khác của Hà Nội
Alila Bảo Đại	Nha Trang	13,7	N/A	Biệt thự, khách sạn	Làm lại quy hoạch 1/500 và chủ trương đầu tư
Noongtha Central Park	Vientiane (Lào)	74,85	N/A	Khu đô thị	Ngừng đầu tư từ 2020

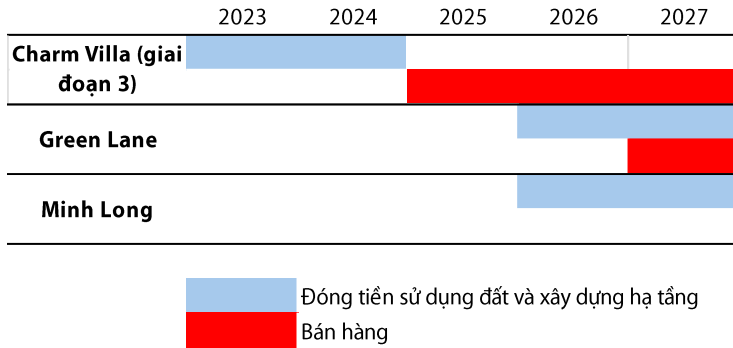
Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Quy trình pháp lý, đầu tư và bán hàng của một dự án BĐS dân dụng



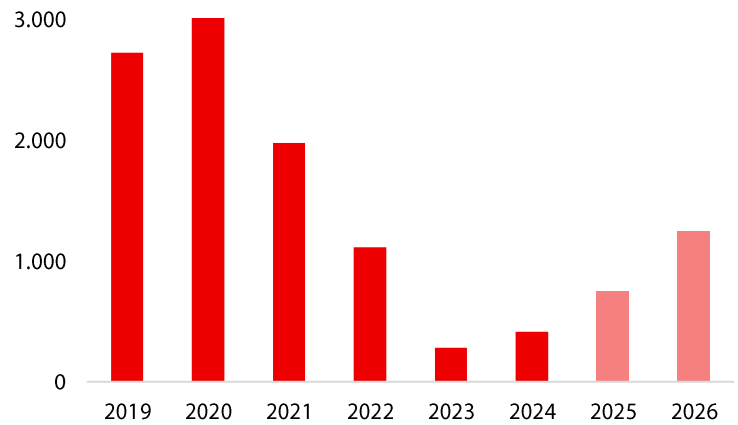
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự phóng tiến độ phát triển các dự án hiện hữu của HDG giai đoạn 2024-2027



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Doanh thu từ BĐS của HDG, giai đoạn 2019-2026



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

1.1. Dự án sẵn sàng kinh doanh

Dự án Charm Villas sở hữu các lợi thế như: 1/ Nằm tại khu đô thị hiện hữu, với các dự án quy mô lớn và đã hoàn thiện (Nam An Khánh, Vinhomes Smartcity...); 2/ Tiềm năng từ việc phát triển hạ tầng giao thông khu vực với đường vành đai 3,5 (dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2025-2026). Hiện nay dự án đã hoàn thành hạ tầng với tất cả sản phẩm thấp tầng, và bàn giao sản phẩm của giai đoạn 01 và 02. Với giai đoạn 3 (giai đoạn cuối với 108 căn thấp tầng), chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ tiến hành bán hàng và bàn giao trong giai đoạn 2025-2027, với giá bán từ 180 triệu đồng/m² (chưa bao gồm thuế VAT và chiết khấu cho sàn giao dịch). Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ không đẩy mạnh bán toàn bộ sản phẩm trong một năm do thiếu hụt sản phẩm BĐS sẵn sàng để bán trong giai đoạn này. Qua đó, chúng tôi ước tính

doanh thu từ BĐS giai đoạn 2025-2026 lần lượt đạt 750 tỷ đồng (+200%YoY) và 1.000 tỷ đồng (+33%YoY), với việc doanh nghiệp bàn giao lần lượt 30 và 40 căn thấp tầng tại dự án Charm Villas.

Hình 7: Hiện trạng và vị trí dự án Charm Villa



Nguồn: CTCK Rồng Việt

1.2. Các dự án chưa triển khai

Hiện nay, HDG có khoảng ~20ha quỹ đất để phát triển các dự án BĐS nhà ở (nằm tại các công ty con), chưa bao gồm dự án Khu đô thị Noongtha Central Park (Lào, đang ngừng triển khai do điều kiện thị trường chưa thuận lợi). Các quỹ đất này đã hoàn thành giải phóng mặt bằng (GPMB) nhưng đang vướng mắc một số vấn đề pháp lý liên quan đến quy hoạch (dự án Alila Bảo Đại) hoặc không đủ điều kiện triển khai dự án do không có đất ở (Hado Minh Long, Greenlane, dự án 62 Phan Đình Giót). Chúng tôi nhận thấy HDG đang trong giai đoạn đầu để tháo gỡ pháp lý các dự án, trước hết là đưa các dự án vào trong danh mục thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua nhận quyền sử dụng đất với đất khác (theo Nghị quyết 171/2024/QH15), do đó các dự án này sẽ chưa thể đóng góp vào doanh thu của doanh nghiệp trong giai đoạn 2025-2026. Trong đó:

- *Dự án 62 Phan Đình Giót (Hà Nội)* đã chính thức nằm trong danh mục thực hiện thí điểm thực hiện dự án – điều kiện cần để doanh nghiệp hoàn thành chủ trương đầu tư và bắt đầu các bước pháp lý tiếp theo. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý về hiện trạng của khu đất – chủ yếu là nhà xưởng đang cho thuê, cần thời gian để chấm dứt hợp đồng thuê và di dời – do đó chúng tôi cho rằng dự án chưa thể tiến hành triển khai đóng tiền sử dụng đất và đầu tư xây dựng trong giai đoạn 2025-2026.
- *Với 2 dự án chung cư tại Tp.HCM (Hado Minh Long và Green Lane)*, hiện vẫn đang nằm trong danh sách chờ xét duyệt cho danh mục thí điểm. Theo các văn bản của Sở Xây dựng Tp.HCM, dự án Green Lane phù hợp một phần với Quy hoạch chung và Quy hoạch phân khu, qua đó có thể đủ điều kiện để đưa vào danh sách thí điểm; trong khi dự án Minh Long cần chờ Quy hoạch thành phố Thủ Đức (cũ) được chỉnh sửa và phê duyệt. Do đó, chúng tôi đánh giá dự án Greenlane có tính khả thi cao hơn, với kỳ vọng dự án được đưa vào danh sách thí điểm trong 2025, là cơ sở để doanh nghiệp hoàn thành tiền sử dụng đất và tiến hành đầu tư xây dựng/ bán hàng trong giai đoạn 2026-2027.

Chúng tôi lưu ý thêm về kịch bản tiêu cực là các dự án không được nằm trong danh sách thực hiện thí điểm dự án không có đất ở. Khi đó, các khu đất này sẽ được nhà nước thu hồi (dựa theo giá thị trường, nhưng không có nhiều chênh lệch so với nguyên giá do đây là đất thuê trả tiền hàng năm), sau đó được đấu giá/đấu thầu lại để thực hiện dự án. Trong kịch bản này, HDG có thể tham gia đấu thầu lại chủ trương đầu tư, và có thể khiến tiến độ và chi phí phát triển các dự án cao hơn dự kiến.

Bảng 3: Thống kê các dự án BĐS dự kiến đưa vào danh sách thí điểm thực hiện dự án nhận quyền sử dụng đất với đất khác

Dự án	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Hiện trạng đất	Hiện trạng pháp lý
Green Lane	2,3	Chung cư	Đất khác (không gồm đất ở)	Trong danh mục chờ xét duyệt thực hiện thí điểm thực hiện dự án không có đất ở
Hado Minh Long	2,7	Chung cư Nhà phố	Đất khác (không gồm đất ở)	Trong danh mục chờ xét duyệt thực hiện thí điểm thực hiện dự án không có đất ở
62 Phan Đình Giót	2,2	Tòa nhà hỗn hợp	Đất nhà xưởng	Nằm trong danh mục thực hiện thí điểm thực hiện dự án không có đất ở

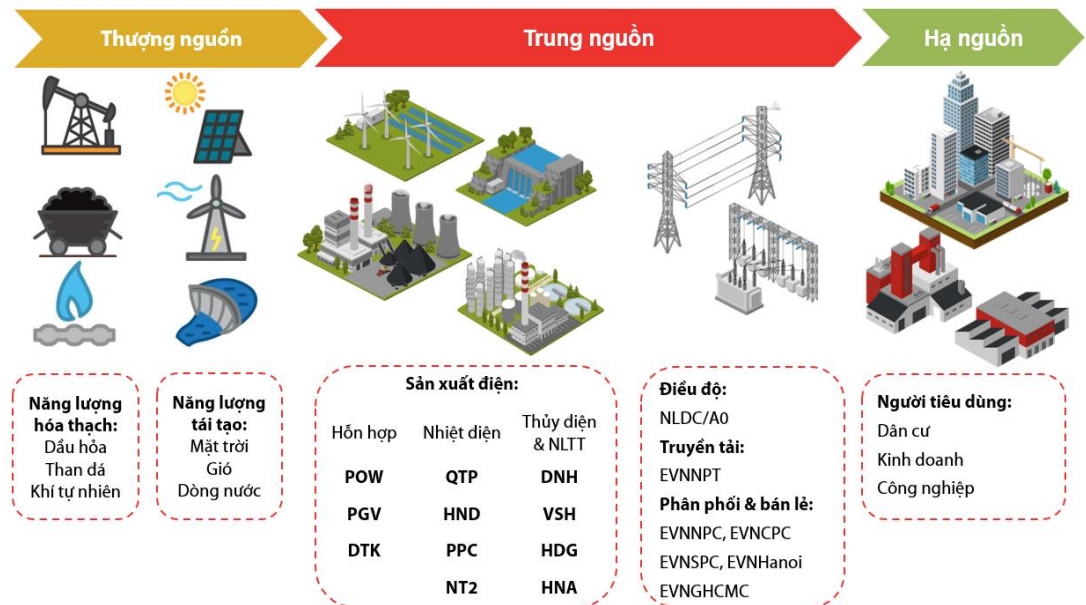
Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

2. Dự án năng lượng

Ước tính của chúng tôi cho thấy các nhà máy của HDG đang hoạt động với hiệu suất tương đối cao (~90% cho các nhà máy thủy điện, ~35% cho các nhà máy NLTT), cho thấy lợi thế của doanh nghiệp đến từ: 1/ Khả năng đầu tư và vận hành hiệu quả các nhà máy điện, 2/ Các nhà máy NLTT có thời điểm vận hành thương mại (Commercial Operation Date - COD) trong giai đoạn 2019-2021, qua đó giúp các nhà máy gần như hoàn thành các điều kiện để hưởng giá Fit và được ưu tiên hòa lưới.

Trong giai đoạn 2023-2024, do vướng mắc pháp lý tại dự án Hồng Phong 4 và Infra 1, kết quả kinh doanh (KQKD) của doanh nghiệp đã bị ảnh hưởng: 1/ EVN ngừng thanh toán tiền cho nhà máy Hồng Phong 4, và khiến Công ty trích lập toàn bộ khoản phải thu trong năm 2024; 2/ Giảm số tiền thanh toán tại nhà máy Infra 01 về bằng khung giá điện chuyển tiếp (1.184,9 đồng/kWh). Chúng tôi cho rằng những ảnh hưởng tiêu cực đã được phản ánh đầy đủ trong các năm này. Cho năm 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ năng lượng sẽ ổn định và lần lượt đạt 1.898 tỷ đồng (+3%YoY) và 1.884 tỷ đồng (tương đương 2025). Chúng tôi lưu ý rằng việc hoàn nhập các khoản dự phòng (trong kịch bản tích cực) sẽ giúp KQKD của doanh nghiệp có thể cao hơn so với kỳ vọng.

Hình 8: Chuỗi giá trị ngành điện



Nguồn: CTCK Rồng Việt

2.1. Các dự án đang được hòa lưới

HDG hiện có 8 nhà máy đang hòa lưới, với tổng công suất đạt 462MW. Sản lượng điện tiêu thụ trung bình giai đoạn 2022-2024 (khi các nhà máy vận hành hoàn toàn) đạt 1,5 triệu KWh/năm, trong đó 80% tổng sản lượng được đóng góp bởi các nhà máy thủy điện. Cho năm 2025-2026, chúng tôi dự phóng sản lượng

tiêu thụ sẽ duy trì ổn định ở 1,47 triệu KWH (tăng 6% so với năm 2024), với đóng góp chính từ nhóm thủy điện:

- **Thủy điện:** Trong giai đoạn 2025-2026, theo dự báo của IRI, pha La Niña & Trung tính sẽ chiếm xác suất cao từ nửa sau 2025, trước khi chuyển sang pha trung tính trong 2026. Do đó chúng tôi kỳ vọng sản lượng các nhà máy thủy điện của HDG sẽ đạt 1,19 triệu KWh trong giai đoạn này (cao hơn 8% so với sản lượng 2024, khi xuất hiện pha El Niño – Trung tính), chiếm 83% tổng sản lượng điện.

(*) El Niño là giai đoạn ấm của ENSO, khi nhiệt độ bề mặt nước biển ở trung tâm và phía đông Thái Bình Dương nhiệt đới tăng cao hơn bình thường – gây hạn hán ở Đông Nam Á. La Niña là giai đoạn lạnh của ENSO, khi nhiệt độ bề mặt nước biển ở trung tâm và phía đông Thái Bình Dương nhiệt đới giảm xuống dưới mức bình thường – gây mưa lớn ở Đông Nam Á.

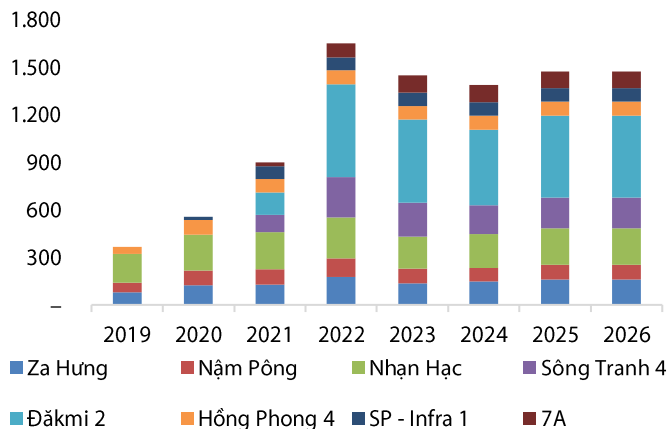
- **NLTT:** HDG đang vận hành 2 nhà máy Điện mặt trời và 01 nhà máy Điện gió, tại các khu vực trọng điểm về phát triển NLTT (Ninh Thuận, Bình Thuận) với hiệu suất hoạt động ~35%. Cho giai đoạn 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng ba nhà máy này vẫn sẽ duy trì hiệu suất tương đương giai đoạn 2023-2024, qua đó đóng góp 0,28 triệu Kwh (chiếm 17% tổng sản lượng điện).

Bảng 4: Các nhà máy điện đang được HDG đầu tư, vận hành

Tên Dự Án	Loại Hình	Công Suất (MW)	Vị Trí	Năm COD	Tỷ Lệ Sở Hữu
Za Hung	Thủy điện	30	Quảng Nam	2009	52%
Nậm Pông	Thủy điện	30	Nghệ An	2013	52%
Nhạn Hạc	Thủy điện	59	Nghệ An	2018	52%
Sông Tranh 4	Thủy điện	48	Quảng Nam	2021	63%
Đăk Mi 2	Thủy điện	147	Quảng Nam	2021	98%
Hồng Phong 4	Điện mặt trời	48	Bình Thuận	2019	83%
SP Infra 1	Điện mặt trời	50	Ninh Thuận	2020	100%
7A	Điện gió	50	Ninh Thuận	2021	100%

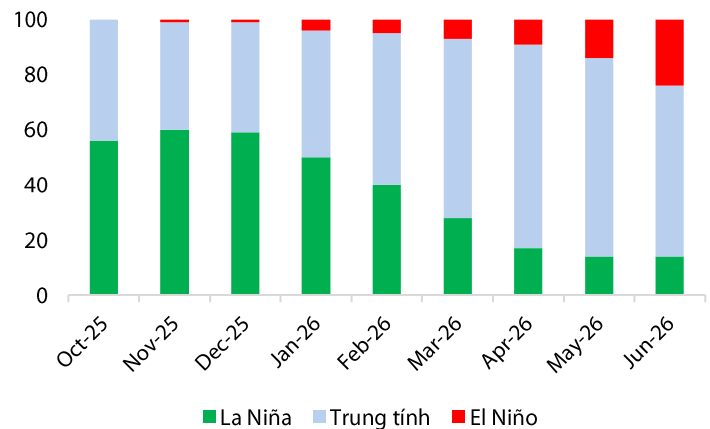
Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Sản lượng các nhà máy điện của HDG giai đoạn 2019-2026 (nghìn Kwh)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Dự phóng của ENSO 12 tháng tới (%)



Nguồn: IRI, CTCK Rồng Việt

2.2. Các vấn đề liên quan tới các nhà máy NLTT

Hiện nay, HDG đang có 2 nhà máy NLTT bị kết luận sai phạm liên quan tới việc nghiệm thu và vận hành nhà máy, chi tiết gồm:

- **Dự án Điện mặt trời Hồng Phong 4 (HP4, nằm tại Bình Thuận)** được cấp chủ trương đầu tư năm 2018 và hoàn thành năm 2019 – được hưởng giá Fit1 (9,35 Cents/Kwh, tương ứng ~2.300 đồng/Kwh). Tuy nhiên, theo kết luận của Thanh tra Chính phủ, dự án: 1/ Nằm trong khu vực dự trữ titanium quốc gia, không được phép xây dựng mà không có sự điều chỉnh quy hoạch và 2/ Chưa được cơ quan có thẩm quyền có văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu công trình (CCA). Theo đó, Công ty Mua bán điện (EVN) đã tạm dừng thanh toán theo hợp đồng mua bán điện từ cuối 2023, dù vẫn huy động điện từ

nhà máy. Khoản phải thu lũy kế từ bán điện cuối năm 2023 và 2024 (liên quan tới HP4) lần lượt là 78 tỷ đồng và 293 tỷ đồng. Năm 2024, HDG thực hiện: 1/ Trích lập hoàn toàn 294 tỷ đồng số dư phải thu; 2/ trích lập thêm 209 tỷ đồng cho các khoản thanh toán trước 2023 của EVN.

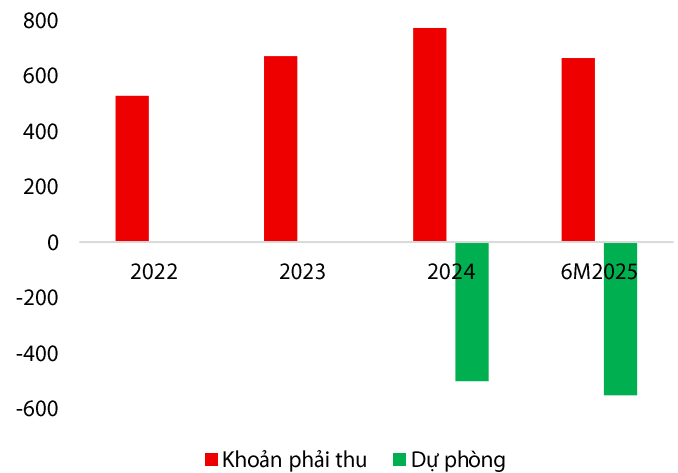
- **Dự án Điện mặt trời SP Infra 1 (Ninh Thuận):** được vận hành thương mại từ tháng 9/2020 (sau hạn chót 30/6/2019) nhưng vẫn được hưởng giá FIT 1. Từ 2023, Công ty Mua bán điện đã dừng thanh toán tiền điện của nhà máy theo giá FIT1, mà thanh toán tương đương với mức trần khung giá chuyển tiếp (tương đương 50% giá FIT1). Theo đánh giá của chúng tôi, dự án có rủi ro sẽ: 1/ Giảm mức giá bán điện về mức giá FIT 2 (7,09 cents/Kwh, thấp hơn 24% so với giá FIT 1) và 2/ Trích lập dự phòng các khoản phải thu với EVN.
- **Quyết định của EVN và ảnh hưởng tới KQKD:** Hiện nay EVN chưa có quyết định chính thức về việc xử lý các dự án sai phạm. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng phương án xử lý sẽ theo hướng cho phép áp dụng giá FIT tại thời điểm công nhận COD (và nhà máy cần đảm bảo có CCA), và Nhà nước sẽ thu lại khoản lợi nhuận chênh lệch (giữa giá điện đã thanh toán và giá điện mới được công nhận). Đối với Hồng Phong 4 và SP Infra 01 của HDG, kịch bản cơ sở sẽ gồm: 1/ Nhà máy HP4 sẽ được hoàn nhập ~275 tỷ đồng (giả định HP4 được áp dụng giá bán điện mặt trời hiện nay ở 1.100 đồng/Kwh, tham khảo bảng 5); 2/ Nhà máy Infra 01 áp dụng giá FIT2 (giảm 24% so với FIT1), và sẽ trích lập dự phòng cho khoản phải thu với EVN giai đoạn 2023-2024 (~60 tỷ đồng). Do chưa có yếu tố chắc chắn về thời điểm EVN sẽ bắt đầu hoàn trả tiền cho các nhà máy điện, nên chúng tôi chưa đưa dự phóng về việc hoàn nhập vào KQKD giai đoạn 2025-2026 của Công ty, và sẽ được cập nhật trong các báo cáo kết quả kinh doanh tiếp theo khi có thông tin mới.

Bảng 5: Các kịch bản ảnh hưởng tới Doanh thu của HDG

Kịch bản	Nhà máy HP4	Nhà máy Infra 01	Thay đổi doanh thu
Kịch bản cơ sở	Áp dụng giá ĐMT hiện tại Hoàn nhập 275 tỷ đồng	Áp dụng giá FIT2 Trích lập dự phòng 60 tỷ đồng	Doanh thu khác: +215 tỷ đồng
Kịch bản tiêu cực	Áp dụng giá ĐMT hiện tại Không được trả tiền cho các khoản phải thu	Áp dụng giá FIT2 Trích lập dự phòng 60 tỷ đồng	Trích lập dự phòng: 60 tỷ đồng
Kịch bản tích cực	Áp dụng giá FIT1 Hoàn nhập 500 tỷ đồng	Áp dụng giá FIT2 Không phải trích lập dự phòng	Doanh thu khác: 500 tỷ đồng

Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Khoản phải thu và dự phòng với Công ty mua bán điện của HDG, giai đoạn 2022-2025 (tỷ đồng)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

2.3. Các dự án tiềm năng

Ngoài các dự án đang hòa lưới, doanh nghiệp đang có 8 dự án điện dự kiến sẽ triển khai đầu tư trong giai đoạn 2025-2030, gồm hai dự án thủy điện được doanh nghiệp mua lại và tiếp tục xây dựng, dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2026-2027 và sáu dự án điện gió nằm trong quy hoạch điện VIII. Theo đánh giá của chúng tôi, các dự án NLTT mới sẽ chưa đóng góp vào doanh thu của doanh nghiệp trong giai đoạn 2025-2026 (do phần lớn các dự án chưa có chủ trương đầu tư). Tuy nhiên trong dài hạn chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ có động lực để khởi động đầu tư các dự án này, khi có chính sách giá cho các dự án NLTT mới, và mức giá cho các dự án điện gió trên bờ (1.800 đồng/Kwh) có thể đem lại mức tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) trên 10% - đủ để doanh nghiệp có thể sinh lời với các dự án này.

Bảng 6: Các dự án nhà máy điện dự kiến được HDG đầu tư

Dự án	Loại Hình	Công suất (MW)	Hiện trạng
Sơn Linh, Sơn Nham	Thủy điện	24	Đang xây dựng
La Trống	Thủy điện	22	Đang xây dựng
Bình Gia	Điện gió	80	Có chủ trương đầu tư
Ea H'leo 1+2	Điện gió	57	N.a
Hướng Phùng	Điện gió	30	N.a
Phước Hữu	Điện gió	50	N.a
Sóc Trăng	Điện gió	40	N.a
An Phong	Điện gió	300	N.a

Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Giá bán điện mặt trời (đồng/ kWh-US cent/ kWh) qua các giai đoạn

	FIT 1	FIT 2			Chuyển tiếp		ĐMT Mặt đất		ĐMT Nổi	
		Mặt đất	Nổi	Mái nhà	Mặt đất	Nổi	Có BESS (*)	Không BESS	Có BESS	Không BESS
Giai đoạn áp dụng	7/2017 - 6/2019	7/2019 - 12/2020			2021-2024		2025			
Bắc	2.086 (9,35)	1.644	1.783	1.943	1.184,9	1.508,3	1.572	1.328,7	1.876,6	1.685,8
Trung		(7,09)	(7,69)	(8,38)			1.257,1	1.107,1	1.487,1	1.336,1
Nam							1.149,9	1.012	1.367,1	1.228,2

Nguồn: BCT, Chính phủ, CTCK Rồng Việt; (*) BESS: Hệ thống lưu trữ năng lượng pin (Battery Energy Storage System)

Bảng 8: Giá bán điện gió (đồng/ kWh-US cent/ kWh) qua các giai đoạn

	FIT 1	FIT 2		Chuyển tiếp		Điện gió trên bờ	Điện gió gần bờ	Điện gió ngoài khơi
		Điện gió trên bờ	Điện gió trên biển	Điện gió trên bờ	Điện gió trên biển			
Giai đoạn áp dụng	Trước 2018	11/2018 - 10/2022		2022-2024		2025		
Bắc	1.821** (8,8)	1.928 (8,5)	2.223 (9,8)	1.587,1	1.815,9	1.959,1	1.987,4	3.975,1
Trung						1.807,4	1.987,4	3.078,9
Nam						1.840,3	1.987,4	3.868,5

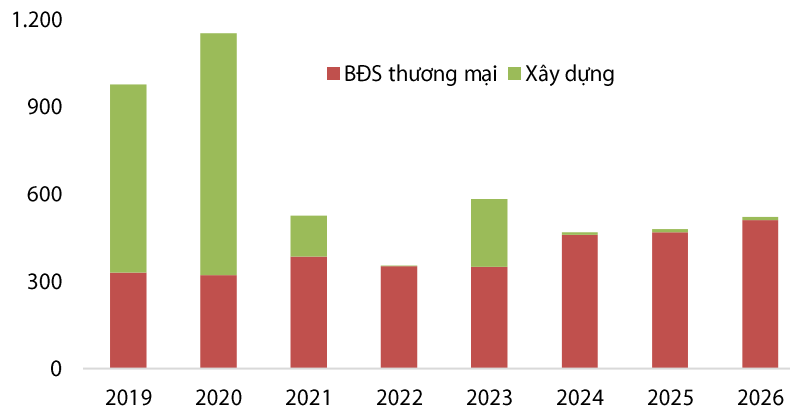
Nguồn: BCT, Chính phủ, CTCK Rồng Việt; (**): giá FIT 1 bao gồm khoản hỗ trợ từ Quỹ bảo vệ môi trường Việt Nam

3. BĐS thương mại và các hoạt động kinh doanh khác

BĐS thương mại: Chúng tôi cho rằng doanh thu từ BĐS thương mại của doanh nghiệp trong giai đoạn 2025-2026 sẽ ổn định và lần lượt đạt 470 tỷ đồng (+2%YoY) và 475 tỷ đồng (+1%YoY), khi: 1/ Các sàn thương mại và khách sạn của doanh nghiệp đã có tỷ lệ lấp đầy đạt trên 80% - không còn nhiều dư địa để tăng trưởng diện tích thuê mới; 2/ Công ty có xu hướng ổn định giá cho thuê với khách hàng. Các dự án BĐS mới của doanh nghiệp chưa thể triển khai xây dựng và bàn giao cho khách hàng, vì vậy chúng tôi chưa nhận thấy động lực để tăng trưởng doanh thu từ BĐS thương mại của HDG trong thời gian tới.

Với các hoạt động kinh doanh khác, do doanh nghiệp thiếu các dự án lớn để triển khai xây dựng trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi cho rằng đóng góp của mảng xây dựng vào tổng doanh thu sẽ khiêm tốn, với doanh thu xây dựng dự phóng đạt 10 tỷ đồng/năm (chủ yếu cho việc xây dựng các nhà máy thủy điện).

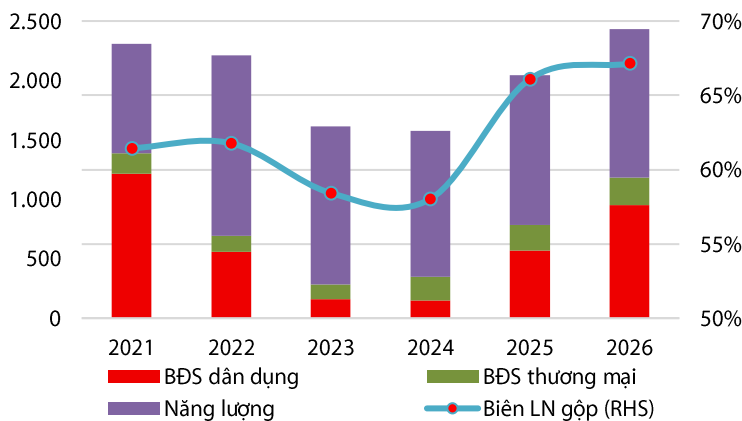
Hình 12: Doanh thu từ BĐS thương mại và xây dựng của HDG giai đoạn 2019-2026 (tỷ đồng)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

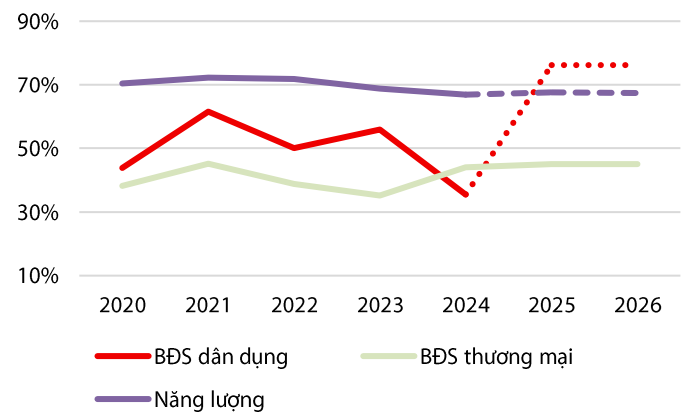
Biên lợi nhuận gộp (GPM): Từ 2021, HDG duy trì được biên lợi nhuận gộp ở mức cao (trên 50%) với (1) LNG được đóng góp phần nhiều từ mảng năng lượng khi mà các nhà máy NLTT được hưởng giá FIT1 giúp biên lợi nhuận gộp của mảng điện duy trì trên 65% và (2) dự án BĐS thấp tầng cũng đem lại hiệu quả biên lợi nhuận tương đối cao (trên 60%, khi bàn giao sản phẩm tại dự án Charm Villas). Cho giai đoạn 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ cải thiện lên mức trên 70%, nhờ đóng góp của hoạt động kinh doanh BĐS – doanh nghiệp mở bán dự án với mức giá cao, trong khi đã hoàn thành việc xây dựng. Chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp của doanh nghiệp 2025-2026 ghi nhận tăng trưởng tích cực và lần lượt đạt 2.148 tỷ đồng (+35%YoY) và 2.506 tỷ đồng (+17%YoY).

Hình 13: Lợi nhuận gộp của HDG (Tỷ đồng)



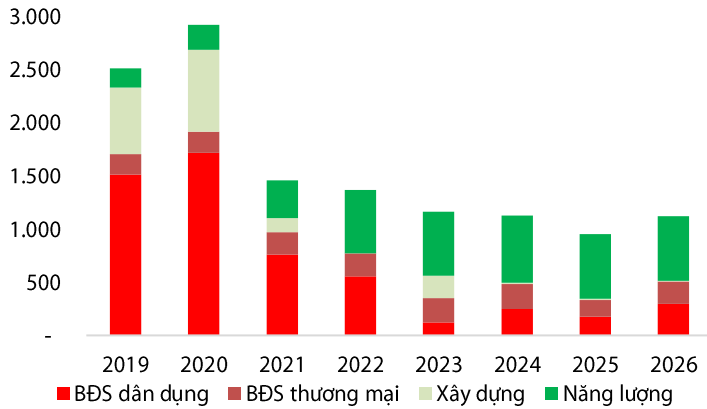
Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp của HDG theo mảng kinh doanh chính (BĐS dân dụng và năng lượng)



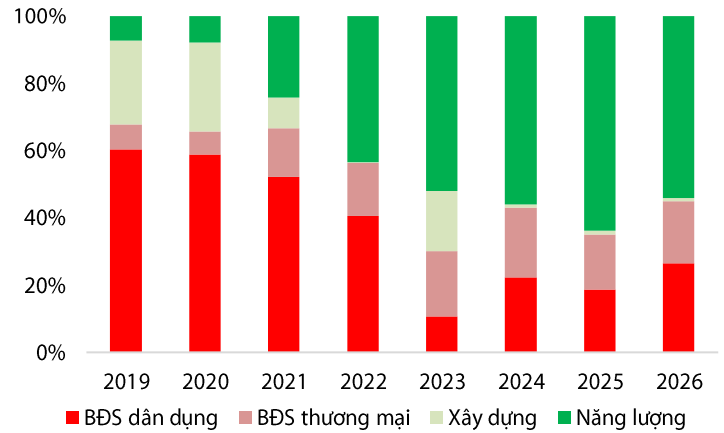
Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Giá vốn hàng bán (COGS) của HDG theo mảng kinh doanh (tỷ đồng)



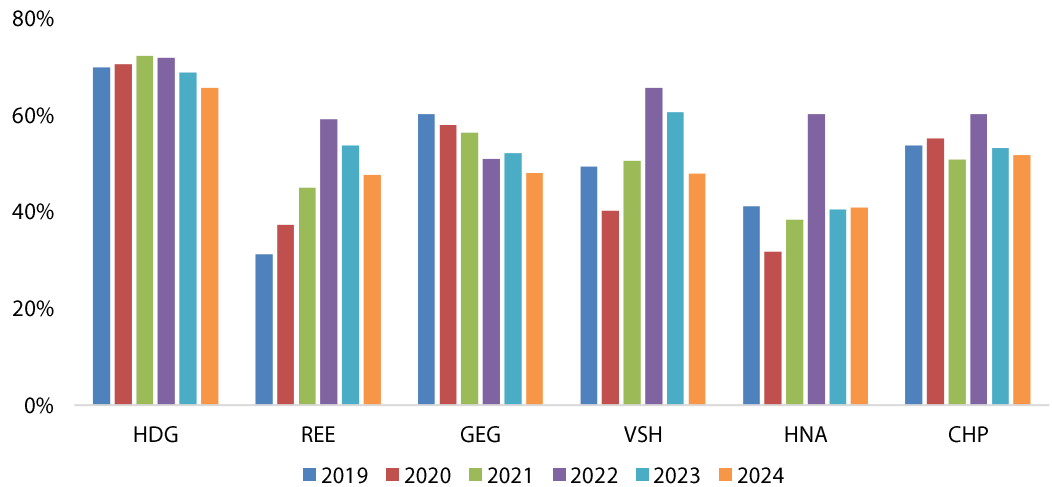
Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Tỷ trọng COGS của HDG theo mảng kinh doanh (%)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Biên lợi nhuận gộp mảng năng lượng của HDG – vượt trội so với các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Bất động sản dân dụng: Với một dự án BĐS, giá vốn hàng bán sẽ bao gồm lũy kế chi phí đầu tư cho diện tích thương phẩm đã bàn giao và ghi nhận doanh thu tương ứng, bao gồm: 1/ Chi phí giải phóng mặt bằng và tiền sử dụng đất (chiếm ~50% tổng mức đầu tư của dự án), 2/ Chi phí xây dựng hạ tầng (san lấp mặt bằng, đường giao thông, ~40% tổng mức đầu tư dự án), và 3/ Chi phí khác (pháp lý, bán hàng,... ~10% tổng mức đầu tư của dự án).

Dự án Charm Villa giai đoạn 3 có giá vốn không cao khi mà tiền sử dụng đất đã hoàn thành trong giai đoạn 2021-2022 và phần thô của toàn bộ dự án gần như đã hoàn thiện. Trong khi đó, giá bán của giai đoạn 03 dự kiến ở mức tốt (cao hơn ~50% so với giá bán giai đoạn trước). Do vậy, chúng tôi kỳ vọng GPM của hoạt động kinh doanh BĐS dân dụng có thể đạt 75% trong giai đoạn 2025-2026.

Năng lượng: Giá vốn của mảng năng lượng phần lớn nằm ở khấu hao tài sản cố định (chiếm ~75%). Nhờ các nhà máy hoạt động với hiệu suất cao (trên 70%), doanh thu mang lại vượt trên chi phí cố định và ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp trung bình cho giai đoạn 2025-2026 ở 68% (tương đương với giai đoạn 2023-2024).

Các chi phí khác và lợi nhuận ròng

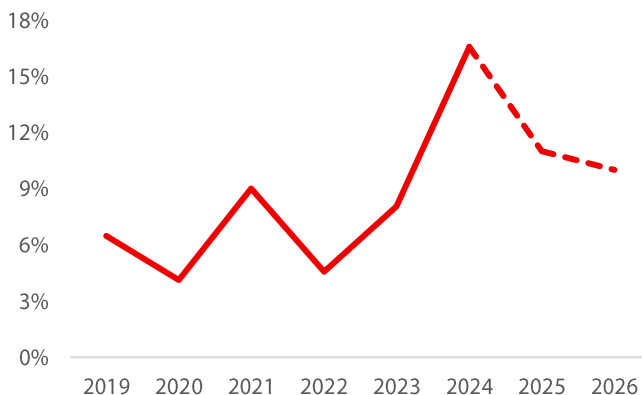
Chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu ở mức 2% trong giai đoạn 2025-2026, tương đương chi phí trong giai đoạn 2019-2021, do đẩy mạnh các hoạt động bán hàng tại dự án Charm Villas. Đối với chi phí quản lý doanh nghiệp, chúng tôi dự phóng chi phí duy trì ở 280 tỷ đồng (tương đương so với giai đoạn 2023-2024, chưa bao gồm chi phí bất thường) chủ yếu do điều hành và quản lý 08 nhà máy điện.

Chi phí bất thường khác: Chúng tôi lưu ý rằng trong 2024, doanh nghiệp ghi nhận chi phí QLDN ở mức cao (446 tỷ đồng, +105%YoY) do ghi nhận chi phí dự phòng 294 tỷ đồng cho khoản phải thu tại nhà máy HP4; ngoài ra còn có dự phòng phải trả ngắn hạn khác (chi phí khác – 209 tỷ đồng) cũng từ nhà máy HP4 (Xem lại phần 2.2). Trong nửa đầu năm 2025, doanh nghiệp tiếp tục ghi nhận thêm 94 tỷ đồng lỗ chênh lệch tỷ giá – đánh giá lại khoản vay bằng đồng EUR và liên quan tới dự án HP4. Chúng tôi cho rằng trong các quý sau và cho năm 2026, doanh nghiệp sẽ không ghi nhận thêm các chi phí liên quan tới dự án HP4. Doanh thu bất thường về hoàn nhập dự phòng (~215 tỷ đồng, theo kịch bản cơ sở) chưa nằm trong dự phóng do chúng tôi không đủ thông tin về thời gian hoàn nhập.

Chi phí lãi vay: với việc dư nợ dài hạn của doanh nghiệp có thể giảm về mức 3.800 tỷ đồng trong 2026, chi phí lãi vay của doanh nghiệp giai đoạn 2025-2026 lần lượt ở mức 340 tỷ đồng (-1%YoY) và 305 tỷ đồng (-11%YoY).

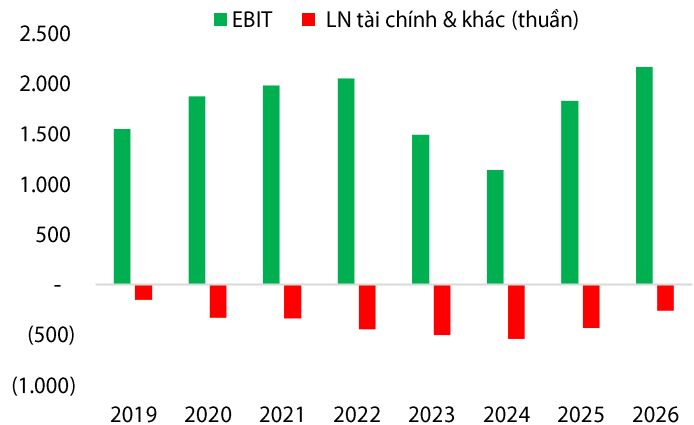
Dự phóng LNST-CĐM năm 2025-2026 lần lượt đạt 942 tỷ đồng (+170% YoY) và 1.322 tỷ đồng (+40%YoY), nhờ (1) Bán và bàn giao bất động sản, (2) Không còn trích lập dự phòng phải thu như trong 2024, và (3) Chi phí lãi vay giảm (do nợ gốc giảm dần đều). Biên lợi nhuận ròng qua đó duy trì ở mức cao, lần lượt 30,4% (2025) và 37,1% (2026).

Hình 18: Chi phí bán hàng và quản lý/Doanh thu thuần (%)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Lợi nhuận trước thuế của HDG (tỷ đồng)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

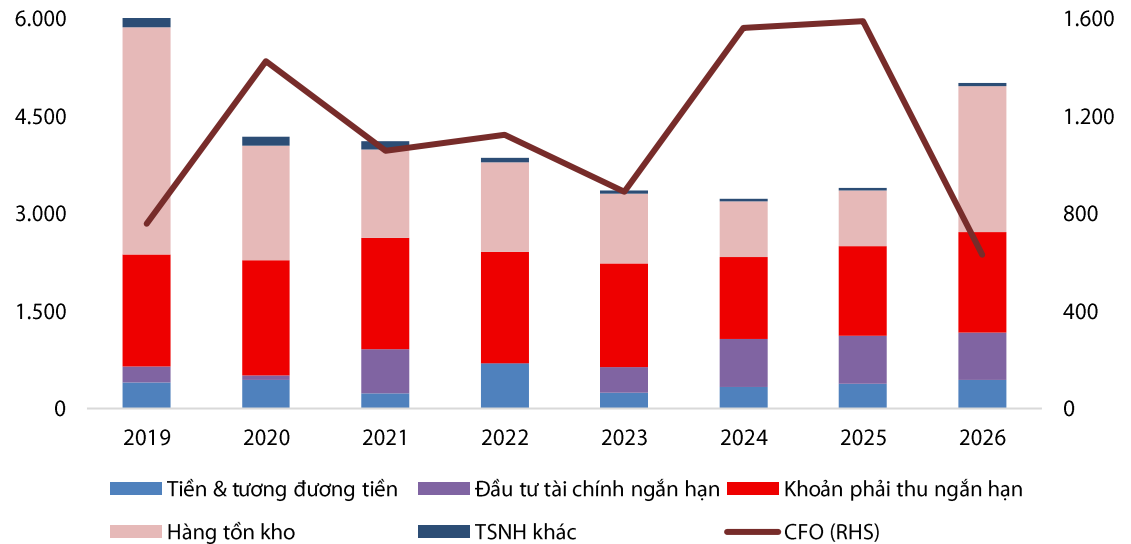
Tài sản ngắn hạn

Đối với các doanh nghiệp BĐS dân dụng, hàng tồn kho sẽ chiếm phần lớn tài sản ngắn hạn. Trong giai đoạn 2022-2024, hàng tồn kho của doanh nghiệp tập trung ở các dự án BĐS dân dụng (Charm Villas, Green Lane,...) dự kiến có thể triển khai trong trung hạn, tuy nhiên có ít biến động do những khó khăn về pháp lý khiến dự án Green Lane chưa thể triển khai. Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng sau khi được đưa vào danh sách thí điểm thực hiện dự án không có đất ở, HDG có thể hoàn thành tiền sử dụng đất dự án Green Lane – qua đó tăng giá trị hàng tồn kho lên trên 2.000 tỷ đồng, là cơ sở cho triển vọng đầu tư và ghi nhận doanh thu BĐS trong dài hạn.

Khoản phải thu cũng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản doanh nghiệp (~35% tài sản ngắn hạn), chủ yếu là các khoản mục lớn gồm: 1/ Phải thu với Công ty Mua bán điện – EVN (tại các dự án NLTT đang được xác định có yếu tố sai phạm); 2/ Phải thu với khách hàng mua nhà tại các dự án đã bàn giao (Hado Charm Villas, Hado Centrosa), chủ yếu là số tiền thu từ khách hàng khi hoàn thành giai đoạn cấp sổ hồng. Chúng

tôi cho rằng số dư phải thu sẽ ổn định trong giai đoạn 2025-2026 – khi thời điểm hoàn nhập dự phòng phải thu với Công ty Mua bán điện chưa rõ ràng.

Hình 20: Cơ cấu tài sản ngắn hạn và dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (CFO, cột phải) của HDG giai đoạn 2019-2026 (tỷ đồng)

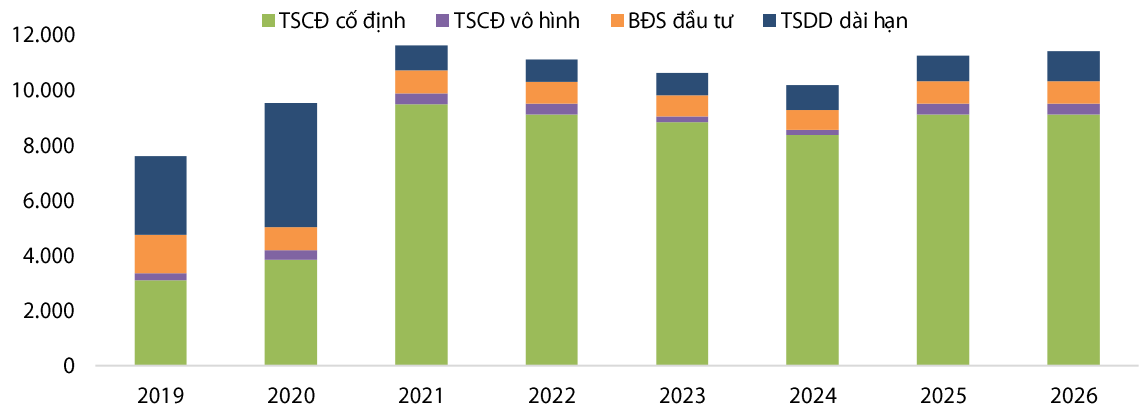


Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Tài sản dài hạn

Tài sản dài hạn của doanh nghiệp phần nhiều là tài sản cố định (nhà cửa, vật kiến trúc và máy móc thiết bị tại các nhà máy điện). Chúng tôi giả định nguyên giá tài sản sẽ ít biến động trong giai đoạn 2025-2026, chủ yếu doanh nghiệp sẽ đưa nhà máy thủy điện La Trộng (22MW) vào hoạt động trong nửa sau 2026. Do đó, số dư tài sản cố định biến động chủ yếu do khấu hao tài sản hàng năm (~500 tỷ đồng/năm). Tương tự như vậy, BĐS đầu tư dài hạn (chủ yếu là mặt bằng thương mại tại các dự án BĐS của doanh nghiệp) cũng sẽ ổn định ở 983 tỷ đồng, khi doanh nghiệp chưa đầu tư xây dựng mới tại các dự án BĐS dân dụng. Ngoài ra, doanh nghiệp đang có số dư ~810 tỷ đồng chi phí xây dựng cơ bản dở dang nằm tại các dự án BĐS chưa thể triển khai (dự án Minh Long, Alila Bảo Đại,...).

Hình 21: Cơ cấu tài sản dài hạn của HDG giai đoạn 2019-2026 (tỷ đồng)



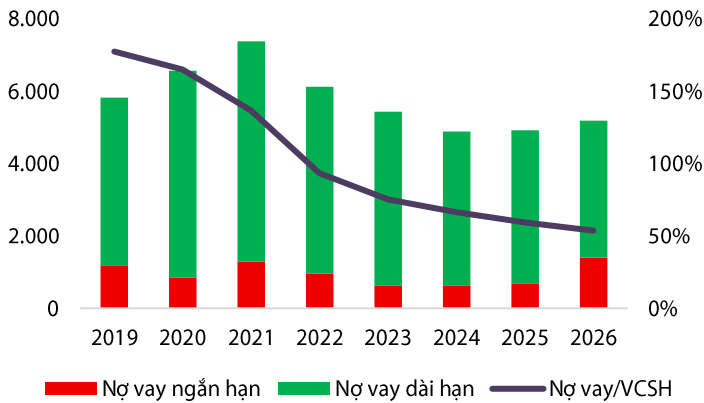
Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về nguồn vốn

Nợ vay

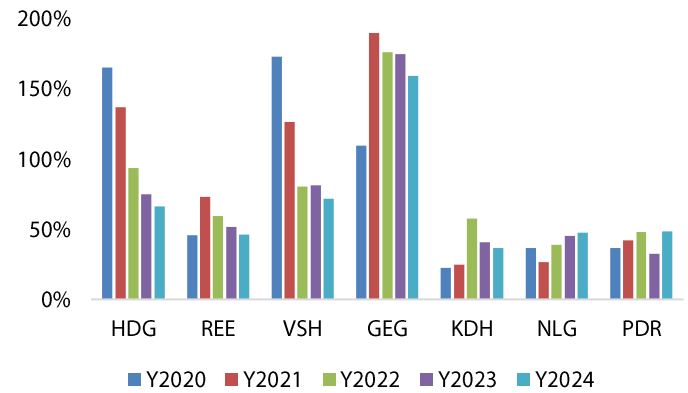
Đặc thù ngành BĐS và năng lực có vốn đầu tư lớn và nhu cầu vay nợ cao, đặc biệt ở giai đoạn đầu của dự án, khi doanh nghiệp cần dòng tiền để thực hiện nghĩa vụ tài chính về đất (GPMB, đóng tiền sử dụng đất), hoặc đầu tư máy móc thiết bị (cho các nhà máy điện). Tuy nhiên do nguồn vốn đầu tư trong giai đoạn 2025-2026 tương đối khiêm tốn (~1.500 tỷ đồng, chủ yếu từ đầu tư ban đầu cho dự án Green Lane) và doanh nghiệp có dòng tiền tương đối tốt (Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh – chưa bao gồm đầu tư vào hàng tồn kho – đạt ~2.500 tỷ đồng), nên chúng tôi giả định doanh nghiệp sẽ không có nợ vay dài hạn mới trong kỳ.

Hình 22: Tổng nợ vay của HDG giai đoạn 2019-2026 (Tỷ đồng)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 23: So sánh tỷ lệ Nợ vay / VCSH của các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

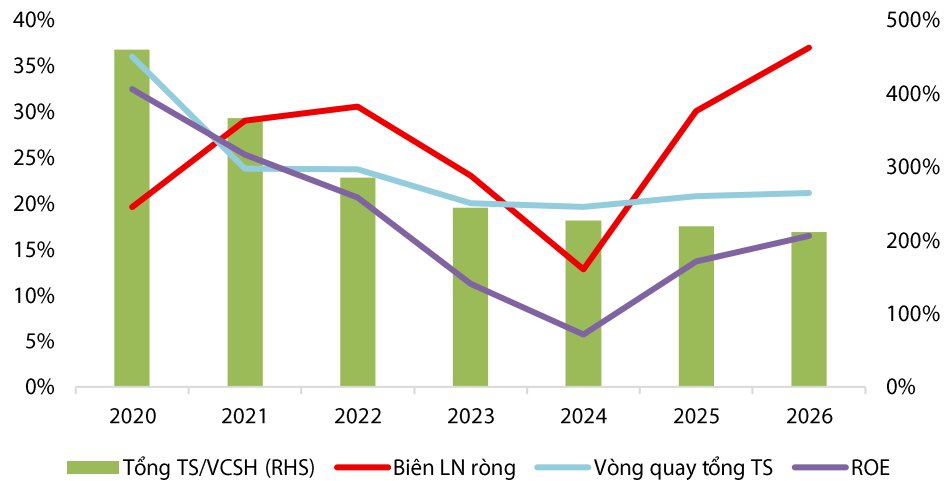
Vốn chủ sở hữu & chính sách cổ tức

Ngoài sử dụng nợ vay, HDG còn sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu (thông qua lợi nhuận giữ lại và phát hành thêm cổ phần) để tài trợ cho việc đầu tư dự án. Trong năm 2021-2024, doanh nghiệp duy trì chính sách trả cổ tức bằng cổ phiếu (tỷ lệ 10-20%/mệnh giá), đồng nghĩa giữ lại toàn bộ lợi nhuận để tái đầu tư vào các dự án của doanh nghiệp. Do đó, HDG không phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

Hiệu quả sử dụng nguồn vốn của doanh nghiệp

Tỷ lệ lợi nhuận tỷ lệ lợi nhuận/vốn chủ sở hữu (ROE) của doanh nghiệp trong giai đoạn 2020-2024 có xu hướng giảm (về mức 5,7% trong 2024) do: 1/ Biên lợi nhuận của doanh nghiệp suy giảm (thiếu hụt doanh thu từ BĐS, trong khi doanh nghiệp thực hiện trích lập dự phòng cho các khoản phải thu, 2/ Doanh nghiệp giảm tỷ lệ đòn bẩy (do không có các khoản vay mới để phát triển dự án BĐS). Cho giai đoạn 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng ROE của doanh nghiệp có thể hồi phục về mức 15%, hỗ trợ bởi biên LN cải thiện (doanh nghiệp ghi nhận doanh thu từ BĐS và giảm chi phí lãi vay trong kỳ).

Hình 24: Phân tích ROE của doanh nghiệp theo mô hình Dupont, giai đoạn 2019-2026



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Bảng 9: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

DOANH THU THUẦN	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tổng doanh thu	4.308	4.999	3.778	3.581	2.803	2.717	3.128	3.576
BĐS dân dụng	2.724	3.059	1.975	1.112	282	414	750	1.250
BĐS thương mại	330	322	385	352	351	459	470	475
Xây dựng	647	832	142	2	231	10	10	10
Năng lượng	607	786	1.276	2.116	1.939	1.834	1.898	1.841
% tăng trưởng cùng kỳ		16%	-24%	-5%	-22%	-3%	15%	14%
BĐS dân dụng		12%	-35%	-44%	-75%	47%	81%	67%
BĐS thương mại		-2%	20%	-9%	0%	31%	2%	1%
Xây dựng		29%	-83%	-99%	15320%	-96%	0%	0%
Năng lượng		29%	62%	66%	-8%	-5%	3%	-3%
% tổng doanh thu	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
BĐS dân dụng	63%	61%	52%	31%	10%	15%	24%	35%
BĐS thương mại	8%	6%	10%	10%	13%	17%	15%	13%
Xây dựng	15%	17%	4%	0%	8%	0%	0%	0%
Năng lượng	14%	16%	34%	59%	69%	68%	61%	51%

Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tổng	1.793	2.076	2.321	2.212	1.637	1.590	2.175	2.509
BĐS dân dụng	1.209	1.339	1.214	556	158	163	571	952
BĐS thương mại	141	123	174	137	123	226	211	214
Xây dựng	20	61	11	-	23	(2)	1	1
Năng lượng	424	554	922	1.520	1.333	1.204	1.290	1.239
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP								
Tổng	42%	42%	61%	62%	58%	59%	70%	70%
BĐS dân dụng	44%	44%	61%	50%	56%	39%	76%	76%
BĐS thương mại	43%	38%	45%	39%	35%	49%	45%	45%

Xây dựng	3%	7%	8%	0%	10%	-20%	5%	5%
Năng lượng	70%	70%	72%	72%	69%	66%	68%	67%

Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt ước tính.

Định giá ngắn hạn

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E và P/B cho HDG. Giá mục tiêu của HDG như bảng dưới.

Bảng 11: Giá mục tiêu ước tính của HDG qua giai đoạn 2025-2026

Phương pháp	Giá	Trọng số	Đóng góp
P/E (10,0x)	35.746	50%	17.873
P/B (1,7x)	36.894	50%	18.447
Giá mục tiêu (đồng/cp)			36.300

Chúng tôi ước tính giá cổ phiếu HDG cho mục tiêu trong 1 năm tới là **36.300 đồng/cổ phiếu**, P/E và P/B dự phóng năm 2026 lần lượt là 10,0/1,7 lần (tương đương so với mức trung bình 5 năm của doanh nghiệp), phù hợp cho vị thế hiện tại của HDG, với : 1/ Quý đất tiềm năng tại các thị trường cấp I (HN, Tp.HCM), 2/ Danh mục dự án với hiệu quả và mức sinh lời cao hơn trung bình ngành, 3/ Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận đột biến từ hoàn nhập dự phòng khoản phải thu từ bán điện. Nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình.

Bảng 12: Chỉ số P/E, P/B trung bình (lần) của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành

Mã cổ phiếu	Vốn hóa (Triệu USD)	Doanh thu thuần 2024 (Triệu USD)	LNST 2024 (Triệu USD)	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	ROE (TTM, %)	P/E 2024 (lần)	P/B 2024 (lần)
REE	1230,1	322,4	76,7	37,3	23,8	11,0	15,8	1,7
VSH	446,1	70,2	17,2	47,9	24,6	9,7	25,1	2,4
GEG	165,4	89,4	4,4	46,2	4,9	1,7	69,0	1,1
CHP	190,4	31,3	12,1	51,8	38,5	16,0	14,8	2,3
HNA	226,2	30,3	10,4	40,9	34,2	8,3	20,9	1,7
Trung bình 5 năm ngành năng lượng							17	1,6

Mã cổ phiếu	Vốn hóa (Triệu USD)	Doanh thu thuần 2024 (Triệu USD)	LNST 2024 (Triệu USD)	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	ROE (TTM, %)	P/E 2024 (lần)	P/B 2024 (lần)
NLG	540,9	276,8	19,9	42,5	7,2	5,2	28,1	1,4
PDR	695,2	31,6	6,0	48,5	18,9	1,5	121,4	1,6
KDH	1403,9	126,1	31,2	53,1	24,7	4,9	45,1	2,1
DXG	432,4	184,4	9,8	48,1	5,3	2,5	44,3	1,1
AGG	96,3	73,6	11,4	31,0	15,5	10,1	8,4	0,8
Trung bình 5 năm ngành BĐS							35	1,9

Bảng 13: Bảng độ nhạy cho giá trị HDG trên mỗi cổ phiếu và các mức P/E, P/B mục tiêu

			P/B				
			1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
BVPS	2025	18.578	27.868	29.725	31.583	33.441	35.299
	2026	21.702	32.554	34.724	36.894	39.064	41.234
			P/E				

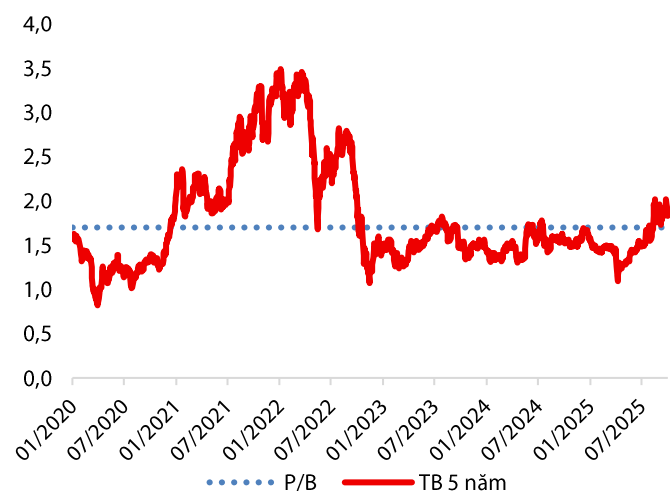
			8	9	10	11	12
EPS	2025	2.545	20.359	22.904	25.449	27.993	30.538
	2026	3.575	28.597	32.172	35.746	39.321	42.896

Hình 25: P/E 5 năm của HDG



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Hình 26: P/B 5 năm của HDG



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Rủi ro trong định giá

Rủi ro về tiến độ dự án: 02 dự án của doanh nghiệp tại HCM đang chờ để được nằm trong danh sách thí điểm thực hiện dự án không có đất ở, việc phê duyệt danh sách chậm hơn kỳ vọng/không được phê duyệt có thể làm ảnh hưởng đến tiến độ triển khai dự án của doanh nghiệp – giảm giá mục tiêu ngắn hạn do chiết khấu rủi ro về tài sản.

Rủi ro tài sản: Các khoản phải thu (chủ yếu với Công ty mua bán điện) hiện đang chiếm tỷ lệ tương đối lớn trong cơ cấu tài sản ngắn hạn, nhà đầu tư cần chú ý tới biến động của các tài sản này, đặc biệt liên quan tới việc trích lập/hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu (chưa nằm trong dự phóng về KQKD của doanh nghiệp).

PHỤ LỤC- CÁC DOANH NGHIỆP KINH DOANH TƯƠNG ĐỒNG VỚI HDG

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng 10 công ty trong lĩnh vực năng lượng và BĐS dân dụng (mô hình kinh doanh tương đồng với HDG) làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

CTCP Cơ điện lạnh (HOSE: REE) REE hoạt động đa ngành, tập trung vào năng lượng, bất động sản và hạ tầng nước. REE là nhà đầu tư lớn trong lĩnh vực thủy điện, điện gió và điện mặt trời tại Việt Nam. Ngoài năng lượng, REE còn sở hữu danh mục bất động sản văn phòng và hạ tầng nước quy mô lớn.

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh (HOSE:VSH): sở hữu và vận hành nhiều dự án thủy điện chiến lược tại khu vực miền Trung. Công ty có công suất lắp đặt lớn, đảm bảo nguồn điện ổn định và đóng góp cho an ninh năng lượng quốc gia. VSH chú trọng quản lý rủi ro thủy văn để duy trì hiệu quả kinh doanh. Với nền tảng vững chắc, công ty thường xuyên mang lại dòng tiền ổn định và cổ tức đều đặn.

CTCP Thủy điện Hủa Na (HNX:HNA): quản lý nhà máy thủy điện Hủa Na có công suất hơn 180 MW tại Nghệ An. Nhà máy có vai trò quan trọng trong việc cung cấp điện cho khu vực Bắc Trung Bộ. Hoạt động kinh doanh của HNA gắn liền với điều kiện thủy văn, nhưng vẫn duy trì kết quả tài chính ổn định. Công ty đồng thời chú trọng đến phát triển bền vững và an sinh xã hội địa phương.

Công ty Cổ phần Điện Gia Lai (HOSE: GEG) là một trong nhà sản xuất điện từ năng lượng tái tạo (thủy điện, điện gió), với hơn 20 nhà máy vận hành, công suất lắp đặt ~1.000 MW. Ngoài ra, GEG đang sở hữu Danh mục dự án tiềm năng tổng công suất 3.000 MW, tập trung điện gió và thoái vốn thủy điện để tái đầu tư. Các dự án nổi bật: cụm điện gió Ia Pết (Gia Lai), thủy điện Đắk Pôn (Kon Tum).

CTCP Thủy điện Miền Trung (HOSE: CHP) là doanh nghiệp phát điện quy mô vừa, hoạt động chính tại khu vực miền Trung. Công ty quản lý nhiều nhà máy thủy điện, đảm bảo nguồn cung ổn định cho hệ thống điện quốc gia. CHP có lợi thế nhờ nguồn nước dồi dào và vận hành hiệu quả. Công ty thường xuyên đạt mức lợi nhuận tốt, đóng góp tích cực cho cổ đông và địa phương.

Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

NLG là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phát triển nhà ở và khu đô thị tại Việt Nam, đặc biệt là tại TP.HCM và các tỉnh lân cận. Thành lập từ năm 1992, Nam Long tập trung vào phân khúc nhà ở vừa túi tiền và trung cấp với các sản phẩm nổi bật như Flora, Valora và EHome. Tính đến hiện tại, Nam Long sở hữu quỹ đất khoảng 600 ha, tập trung chủ yếu tại TP.HCM, Long An, Đồng Nai và Cần Thơ. Các dự án nổi bật bao gồm: Nam Long Cần Thơ (43ha – Cần Thơ), Izumi (160ha – Đồng Nai), Mizuki Park (26 ha - TP.HCM), Akari City (8,5 ha - TP.HCM) và khu đô thị Waterpoint (355 ha - Long An).

Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt (HOSE: PDR)

PDR là doanh nghiệp phát triển bất động sản tập trung vào phân khúc nhà ở cao tầng và khu đô thị tại TP.HCM, Bình Định và các tỉnh miền Trung. Công ty sở hữu quỹ đất khoảng 80 ha, tập trung tại các tỉnh: Bình Định (Bắc Hà Thanh – 43,2ha, Cadia Quy Nhơn – 0.5ha), Bình Dương (Nguyễn Thị Minh Khai – 4,5ha), Vũng Tàu (Serenity Phước Hải – 7,3ha, Poulo Condor Côn Đảo – 12ha, Tropicana BRVT – 12,7ha).

Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HOSE:KDH)

KDH duy trì vị thế top đầu bất động sản TP.HCM, chuyên phát triển nhà ở trung-cao cấp và khu đô thị, với quỹ đất sạch lớn tại Tp.HCM (~478 ha), nổi bật với KDC Tân Tạo (320 ha - đại đô thị quy mô lớn đang triển khai). Dự án chính: The Privia (bàn giao Q4/2024,, the Classia, The Venica, Safira; ngoài ra còn có các dự án tiềm năng như Gladia, Solina,...

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG)

DXG là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu trong lĩnh vực phát triển và phân phối bất động sản tại Việt Nam. Công ty phát triển đa dạng các sản phẩm từ đất nền, căn hộ cho đến khu đô thị quy mô lớn. Tính đến nay, DXG sở hữu khoảng 116ha quỹ đất, nổi bật với các dự án Gem Sky World (Long Thành - 92 ha), DXH Riverside (Thủ Đức, TP.HCM) và các quỹ đất tại Bình Dương (DXH Parkview, Opal City View, Opal

Luxury, DXH Park City). Ngoài ra, Công ty còn sở hữu hệ thống phân phối bất động sản lớn mạnh với mạng lưới trên toàn quốc.

Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia (HOSE: AGG)

AGG tập trung vào phân khúc nhà ở trung và cao cấp tại TP.HCM và các tỉnh lân cận. AGG hiện sở hữu quỹ đất khoảng 37ha, tập trung chủ yếu tại khu Nam TP.HCM, Bình Dương và Long An. Các dự án tiêu biểu dự kiến triển khai trong giai đoạn 2025 – 2030 gồm: The Gió (Bình Dương, 3,1ha), The Signal (Quận 7 – 3,2ha), Westgate 2 (Bình Chánh, 3,2ha), The Lá (Bình Chánh, 27ha).

Bảng 14: So sánh các chỉ tiêu tài chính của HDG và các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Tỷ trọng	20%	20%	20%	20%	20%	
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP %						
HDG	42%	61%	62%	60%	59%	57%
Trung bình	41%	47%	53%	53%	45%	48%
Trung vị	43%	49%	52%	50%	47%	48%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG %						
HDG	25%	36%	38%	30%	16%	29%
Trung bình	26%	29%	34%	33%	22%	29%
Trung vị	28%	26%	37%	32%	22%	29%
NỢ VAY/VCSH						
HDG	165%	137%	93%	75%	66%	107%
Trung bình	73%	71%	62%	56%	54%	63%
Trung vị	58%	54%	54%	43%	46%	51%
ROE %						
HDG	36%	30%	23%	12%	6%	21%
Trung bình	12%	15%	13%	9%	7%	11%
Trung vị	15%	14%	13%	7%	7%	11%
ROA %						
HDG	7%	7%	7%	5%	2%	6%
Trung bình	5%	6%	7%	4%	4%	5%
Trung vị	6%	5%	6%	3%	3%	5%
P/E						
HDG	9,17	5,83	5,91	12,2	32,8	13,2
Trung bình	23,7	13,9	32,9	24,8	43,4	27,7
Trung vị	20,4	13,3	16,3	22,1	28,4	20,1
P/B						
HDG	2,9	1,4	1,2	1,4	1,9	1,8
Trung bình	2,6	1,4	1,7	1,6	1,8	1,8
Trung vị	2,2	1,4	1,6	1,5	1,8	1,7

Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

	tỷ đồng			
KQ HKKD	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	2.889	2.718	3.128	3.576
Giá vốn	-1.166	-1.127	-953	-1.067
Lãi gộp	1.723	1.591	2.175	2.509
Chi phí bán hàng	-15	-4	-63	-72
Chi phí quản lý	-218	-446	-281	-286
Thu nhập từ HĐTC	40	60	33	37
Chi phí tài chính	-569	-370	-477	-332
Lợi nhuận khác	22	-234	-5	25
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	984	597	1.381	1.881
Thuế TNDN	-97	-126	-276	-376
Lợi ích cổ đông thiểu số	201	99	163	182
Lợi nhuận sau thuế	665	348	942	1.322
EBIT	1.490	1.140	1.831	2.151
EBITDA	2.476	2.561	2.351	2.672

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-19%	4%	7%	7%
Lợi nhuận HKKD	-15%	-3%	6%	8%
EBIT	-27%	25%	7%	8%
Lợi nhuận sau thuế	-39%	12%	-4%	12%
Tổng tài sản	19%	4%	8%	10%
Vốn chủ sở hữu	23%	19%	14%	6%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	59,6%	58,5%	69,5%	70,2%
EBITDA/ Doanh thu	85,7%	94,3%	75,2%	74,7%
EBIT/ Doanh thu	51,6%	42,0%	58,5%	60,2%
LNST/ Doanh thu	23,0%	12,8%	30,1%	37,0%
ROA	6,1%	3,4%	7,3%	8,9%
ROCE	7,8%	4,2%	9,7%	12,0%
ROE	11,2%	5,7%	13,7%	16,5%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	1,8	2,1	2,3	2,3
Vòng quay HTK	1,1	1,3	1,1	0,5
Vòng quay kh. phải trả	3,8	59,9	44,0	43,1

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	3,6	5,0	4,9	3,5
Nhanh	2,5	3,6	3,7	1,9

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	92%	80%	72%	65%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	11%	10%	10%	18%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	81%	70%	62%	47%

	tỷ đồng			
BẢNG CĐKT	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tiền	246	332	382	437
Đầu tư tài chính ngắn hạn	393	736	736	736
Các khoản phải thu	1.595	1.267	1.379	1.543
Tồn kho	1.074	857	854	2.244
Tài sản ngắn hạn khác	47	35	41	46
Tài sản cố định hữu hình	8.833	8.355	9.100	9.100
Tài sản cố định vô hình	202	193	395	395
Đầu tư tài chính dài hạn	1.589	1.631	1.735	1.911
Tài sản dài hạn khác	461	443	442	506
TỔNG TÀI SẢN	14.438	13.849	15.064	16.919
Tiền hàng phải trả, ứng trước	304	19	22	25
Vay và nợ ngắn hạn	625	631	673	1.408
Vay và nợ dài hạn	4.801	4.253	4.253	3.773
Doanh thu chưa thực hiện	7	4	0	0
Phải trả khác	1.472	1.566	1.803	2.061
TỔNG NỢ	7.210	6.473	6.750	7.266
Vốn đầu tư của CSH	3.432	3.738	3.738	3.738
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	2.394	2.284	3.059	4.214
Các quỹ	90	77	77	77
TỔNG VỐN	5.917	6.099	6.873	8.029
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.312	1.277	1.441	1.623

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
EPS (đồng/cp)	4.376	2.092	1.036	2.545
P/E (x)	6,3	13,6	35,1	14,3
BV (đồng/cp)	21.681	19.352	18.133	18.578
P/B (x)	1,3	1,5	2,0	2,0
DPS (đồng/cp)	-	500	-	500
Tỷ suất cổ tức (%)	0	2	0	1

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	35.746	50%	17.873
P/B	36.894	50%	18.447
Giá mục tiêu (đồng/cp)	36.300		

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 10/2025	36.300	Tích Lũy	Ngắn hạn

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng
•

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiến

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trăn Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**