



CẬP NHẬT QUÝ

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HDG: HOSE)

Giá mục tiêu: 22.700 Đồng

Khuyến nghị: KHẢ QUAN

Tăng giá: 37,2%

14/08/2026



Mảng bất động sản tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức trong bối cảnh lãi suất ở mức cao

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với HDG, với giá mục tiêu 1 năm là **22.700 đồng/cổ phiếu** (giảm từ 26.300 đồng/cổ phiếu trước đây), phản ánh việc chuyển định giá sang giữa năm 2027 và áp dụng các giả định thận trọng hơn đối với dự án Hado Charm Villas và Hado Minh Long. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu có thể chưa diễn biến thuận lợi trong nửa cuối năm 2026 đến đầu năm 2027 khi mặt bằng lãi suất cao tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu bất động sản, trong khi sản lượng thủy điện bị ảnh hưởng bởi điều kiện thời tiết kém thuận lợi. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực trong dài hạn nhờ khả năng triển khai dự án mới và tính ổn định trong các dự án điện hiện tại của HDG. Bất kỳ nhịp giảm giá cổ phiếu nào sắp tới cũng có thể sẽ là cơ hội tích lũy, đặc biệt là lúc xuất hiện những tín hiệu rõ nét hơn về sự cải thiện của điều kiện thủy văn và tình hình bán bất động sản.

Luận điểm đầu tư

- Triển vọng mảng thủy điện ổn định trong dài hạn:** Mặc dù chịu tác động từ điều kiện thời tiết kém thuận lợi, thủy điện vẫn là một phần quan trọng trong cơ cấu nguồn điện nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia, qua đó cho thấy tiềm năng ổn định trở lại trong dài hạn.
- Động lực tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn:** Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến bao gồm việc bán các căn còn lại tại dự án Hado Charm Villas và đưa dự án thủy điện La Trọng vào vận hành.
- Giảm rủi ro tỷ giá:** thông qua việc chuyển đổi khoản nợ bằng đồng EUR tại dự án điện gió 7A sang VND.

Cập nhật KQKD 6T2026 và Triển vọng năm 2026-2027

- KQKD 6T2026:** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ (NPATMI) lần lượt đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (-2% svck) và 100 tỷ đồng (-27% svck). Sự sụt giảm chủ yếu đến từ: (1) chi phí dự phòng 193 tỷ đồng liên quan đến nhà máy Infra 1 trong Q1/2026, và (2) sản lượng thủy điện giảm 24% svck.
- Tổng sản lượng điện **giảm 16% svck**. Tuy nhiên, lợi nhuận Q2/2026 phục hồi khi không còn khoản lỗ tỷ giá liên quan đến nhà máy điện gió 7A.
- Tiến độ bán hàng tại Hado Charm Villas vẫn còn chậm:** Chỉ có 1 căn được bán trong 6T2026 trong bối cảnh áp lực từ môi trường lãi suất cao.
- Vấn đề pháp lý hiện vẫn chưa được giải quyết** tại nhà máy Hồng Phong 4 và Infra 1.

Triển vọng 2026-2027:

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2026 đạt 2,6 nghìn tỷ đồng (-7% svck) và NPATMI đạt 602 tỷ đồng (-22% svck), có nghĩa lợi nhuận nửa cuối năm 2026 dự phóng giảm 21% svck, chủ yếu do sản lượng thủy điện giảm và tình hình bán hàng tại Charm Villas có thể vẫn chậm.
- Chúng tôi lo ngại các yếu tố bất lợi này sẽ kéo dài sang năm 2027.** Chúng tôi dự báo NPATMI năm 2027 đạt 740 tỷ đồng (+23% svck). Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản trích lập dự phòng 193 tỷ đồng trong Q1/2026 (chi phí không dùng tiền mặt), lợi nhuận thực chất dự báo giảm 6% svck.

Yếu tố hỗ trợ: (1) Tiến độ bán hàng tại dự án Hado Charm Villas tốt hơn kỳ vọng. (2) Tiến độ triển khai các dự án bất động sản và điện mới. (3) Điều kiện thủy văn cải thiện, hỗ trợ sản lượng thủy điện.

Rủi ro: (1) Chậm ghi nhận doanh thu tại Hado Charm Villas, Hado Green Lane và Hado Minh Long. (2) Điều kiện thời tiết bất lợi kéo dài làm ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện. (3) Rủi ro pháp lý kéo dài tại dự án Hồng Phong 4 và Infra 1.

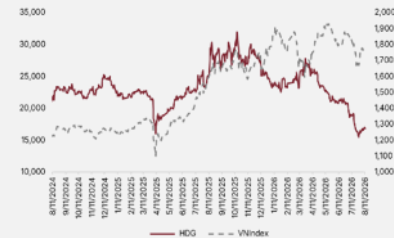
Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,889	2,718	2,787	2,604	2,538
Tăng trưởng doanh thu thuần	-19.3%	-5.9%	2.5%	-6.5%	-2.6%
Biên lợi nhuận gộp	59.6%	58.5%	62.7%	63.3%	61.2%
NPATMI	665	348	770	602	740
EPS (VND)	1,634	856	1,893	1,472	1,809
Tăng trưởng EPS	-39.3%	-47.6%	121.2%	-22.3%	22.9%
Nợ/VCSH (x)	0.8	0.7	0.6	0.4	0.3
Tỷ suất cổ tức	1.8%	0.0%	1.8%	3.0%	3.0%
ROE	12.6%	6.1%	12.6%	8.9%	10.1%
P/E (x)	12.7	26.3	13.1	11.4	9.3
P/B (x)	1.4	1.6	1.5	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	7.4	10.2	7.9	6.2	5.8

Nguồn: HDG, SSI Research

Đào Minh Châu, CFA
Phó Giám đốc TTPT
chaudm@ssi.com.vn

Giá CP - VND (12/08/26)	16.550
Vốn hóa (USDmn):	262
SLCP lưu hành (triệu cp):	407
KLGD TB 3 tháng (triệu cp):	1,6
Giá cao/thấp 52T (k VND):	31,9/15,5
GTGD TB 3 tháng (USDmn):	1,2
Tỷ lệ SHNN (%):	16,1
GTNN còn được mua (USDmn):	88,7
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):	0.0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Tập đoàn Hà Đô là một công ty xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng (MOD) vào năm 1990, HDG được cổ phần hóa vào năm 2004 và niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2010. Bộ quốc phòng từng là cổ đông lớn của HDG, sở hữu 10% cổ phần trước khi thoái vốn hết khỏi công ty trong năm 2017. Hiện tại, Tập đoàn Hà Đô là chủ đầu tư bất động sản và sở hữu danh mục năng lượng gồm thủy điện (314 MW), điện mặt trời (98 MWp) và điện gió (50 MW).

Nhìn lại 6T2026: Sản lượng thủy điện thấp hơn dự kiến

Bảng 2: KQKD Q2/2026

Tỷ đồng	2Q25	2Q26	% svck	1Q26	% so với quý trước
Doanh thu thuần	590	486	-17,5%	684	-28,9%
Lợi nhuận gộp	250	280	12,2%	442	-36,6%
Lợi nhuận hoạt động	105	210	100,2%	183	14,4%
EBIT	115	202	75,4%	198	2,0%
EBITDA	241	321	33,2%	333	-3,6%
Lợi nhuận trước thuế	40	125	212,3%	124	0,7%
Lợi nhuận sau thuế	27	104	281,7%	104	-0,1%
NPATMI	-18	50	n.m	50	0,4%

Nguồn: HDG, SSI Research

Bảng 3: KQKD 6T2026

Tỷ đồng	6T2025	6T2026	% svck	%hoàn thành kế hoạch công ty
Doanh thu thuần	1.188	1.170	-1,5%	36%
Lợi nhuận gộp	651	722	11,0%	
Lợi nhuận hoạt động	422	393	-6,9%	
EBIT	420	399	-4,8%	
EBITDA	681	654	-4,0%	
Lợi nhuận trước thuế	269	249	-7,7%	
Lợi nhuận sau thuế	234	208	-11,2%	18%
NPATMI	137	100	-26,8%	

Nguồn: HDG, SSI Research

Tỷ đồng	6T2025	6T2026	% svck
Doanh thu thuần	1.188	1.170	-2%
Bất động sản	0	49	n.m
Dịch vụ khách sạn	72	84	16%
Cho thuê bất động sản	167	179	7%
Điện	969	888	-8%
Xây lắp và mảng khác	-20	-30	n.m
Lợi nhuận gộp	651	722	11%
Bất động sản	-52	37	n.m
Dịch vụ khách sạn	40	49	23%
Cho thuê bất động sản	21	56	167%
Điện	666	586	-12%
Xây lắp và mảng khác	-24	-6	n.m

Nguồn: HDG, SSI Research

Bảng 4: Sản lượng tiêu thụ 6T2026 của mảng điện

Triệu kWh	6T2025	6T2026	% svck
Thủy điện	477	363	-24%
Za Hưng	57	42	-26%
Nậm Pông	29	27	-7%
Nhạn Hạc	77	64	-17%
Đắk Mi 2	211	151	-28%
Sông Tranh 4	103	79	-23%
Năng lượng tái tạo	155	166	7%
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	45	48	7%
Infra 1 (điện mặt trời)	45	48	7%
7A (điện gió)	65	70	8%
Tổng sản lượng	632	529	-16%

Nguồn: HDG, SSI Research

HDG ghi nhận doanh thu Q2/2026 đạt 486 tỷ đồng (~18% svck) và NPATMI đạt 50 tỷ đồng (so với mức lỗ 18 tỷ đồng trong Q2/2025), nhờ không còn ghi nhận khoản lỗ tỷ giá đối với khoản vay bằng EUR của dự án điện gió 7A như trong Q2/2025.

Điều kiện thủy văn kém thuận lợi (bao gồm sự quay trở lại của El Niño) đã ảnh hưởng đến khả năng huy động thủy điện. Tuy nhiên, mức độ tác động nghiêm trọng hơn so với chúng tôi dự báo, qua đó khiến NPATMI trong quý thấp hơn đáng kể so với dự báo trước đó là gần 100 tỷ đồng.

Theo đó, NPATMI 6T2026 giảm 27% svck, do: (1) nhà máy Infra 1 ghi nhận chi phí dự phòng 193 tỷ đồng trong Q1/2026 (chi tiết tại [Báo cáo cập nhật HDG](#) ngày 6/5/2026); và (2) sản lượng thủy điện giảm 24% svck.

Điểm nhấn KQKD 6T2026 theo từng mảng

Mảng điện

- Sản lượng điện đạt 529 triệu kWh (~16% svck). Ngoài việc sản lượng thủy điện chịu ảnh hưởng bởi điều kiện thời tiết bất lợi, các nhà máy năng lượng tái tạo vẫn duy trì hoạt động ổn định.
- Khoản vay bằng đồng EUR đã được chuyển sang VND trong năm 2025, qua đó loại bỏ rủi ro phát sinh lỗ tỷ giá liên quan trong tương lai.

Mảng bất động sản

- Hado Charm Villas:** doanh thu ghi nhận trong kỳ chủ yếu đến từ việc bàn giao và ghi nhận hai căn đã bán trong năm 2025. Do lãi suất hiện vẫn ở mức cao, HDG chỉ bán được một căn trong 6T2026 và dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu trong Q3/2026. Trong nửa cuối năm 2026, công ty đặt kế hoạch bán thêm 5 căn, thông qua việc thúc đẩy thêm các chính sách bán hàng.
- Các dự án khác** vẫn đang trong quá trình triển khai đầu tư.

Mảng dịch vụ khách sạn và cho thuê bất động sản duy trì hoạt động ổn định.

Cập nhật về vấn đề pháp lý và các dự án trọng điểm: Câu chuyện mang tính dài hạn

Các vướng mắc pháp lý liên quan đến hai nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 và Infra 1 vẫn chưa được giải quyết. Theo kịch bản cơ sở của HDG, dự án Hồng Phong 4 kỳ vọng sẽ được cấp biên bản nghiệm thu (CCA) trong Q4/2026. Trên thực tế, công ty cho biết Hồng Phong 4 có một lộ trình giải quyết vướng mắc rõ ràng hơn so với Infra 1. Dù vậy, cả hai trường hợp pháp lý này vẫn cần phải tiếp tục theo dõi.

Các dự án điện gió Phước Hữu và Bình Gia đã được chấp thuận chủ trương đầu tư. HDG hiện đang chờ khung giá điện gió mới dự kiến ban hành trong năm 2026 để đàm phán hợp đồng mua bán điện (PPA) với Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) cho dự án Phước Hữu. Trong khi đó, dự án Bình Gia có thể cần thêm thời gian triển khai do tính chất địa hình phức tạp. Cả hai dự án đều được kỳ vọng đưa vào vận hành thương mại trong năm 2029 (chi tiết tại **Phụ lục 2**).

Các dự án 62 Phan Đình Giót và Hado Minh Long dự kiến cố gắng khởi công trong nửa cuối năm 2027 (xem **Phụ lục 3**). Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm các dự án này sẽ chưa đóng góp doanh thu trong giai đoạn 2026-2027. Bên cạnh đó, công ty sẽ tiếp tục tìm kiếm cơ hội đưa các dự án Hado Green Lane và F367 vào chương trình thí điểm phát triển nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất.

Dự báo năm 2026 và Triển vọng

Trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao, để thận trọng, chúng tôi dự báo tình hình bán hàng tại dự án Hado Charm Villas có thể hạn chế trong nửa cuối năm 2026. Cùng với điều kiện thủy văn kém thuận lợi do hình thái thời tiết El Niño trở lại, chúng tôi dự báo NPATMI năm 2026 sẽ giảm 22% svck.

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận năm 2026

Tỷ đồng	2025	2026F	% svck	Giả định
Doanh thu	2.787	2.604	-7%	
Bất động sản	47	151	222%	Chúng tôi lo ngại mặt bằng lãi suất hiện nay tiếp tục gây áp lực lên tiến độ bán hàng của dự án Hado Charm Villas. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định số lượng căn bán được tại dự án xuống còn 5 căn (so với 10 căn trong dự báo trước đây). Theo đó, chúng tôi dự báo chỉ có khoảng 1-2 căn được bán trong nửa cuối năm 2026, thấp hơn đáng kể so với kế hoạch 5 căn của công ty.
Điện	2.274	1.992	-12%	Chúng tôi giảm 11% dự báo sản lượng điện (Bảng 6), do KQKD 6T2026 thấp hơn dự kiến.
Cho thuê BDS và dịch vụ khách sạn	487	501	3%	
Xây lắp và khác	-21	-40	n.m	
Lợi nhuận gộp	1.746	1.648	-6%	
Thu nhập tài chính	85	137	62%	
Chi phí tài chính	-443	-337	-24%	Không còn ghi nhận lỗ tỷ giá liên quan đến nhà máy điện gió 7A.
Chi phí SG&A	-285	-466	64%	Bao gồm 193 tỷ đồng chi phí dự phòng tại dự án Infra 1 trong Q1/2026.
Lợi nhuận trước thuế	1.070	909	-15%	
Lợi nhuận sau thuế	993	782	-21%	
NPATMI	770	602	-22%	Chúng tôi giảm 24% dự báo NPATMI, chủ yếu do điều chỉnh giảm giả định doanh số bán hàng của dự án Hado Charm Villas và sản lượng thủy điện.

Nguồn: HDG, SSI Research

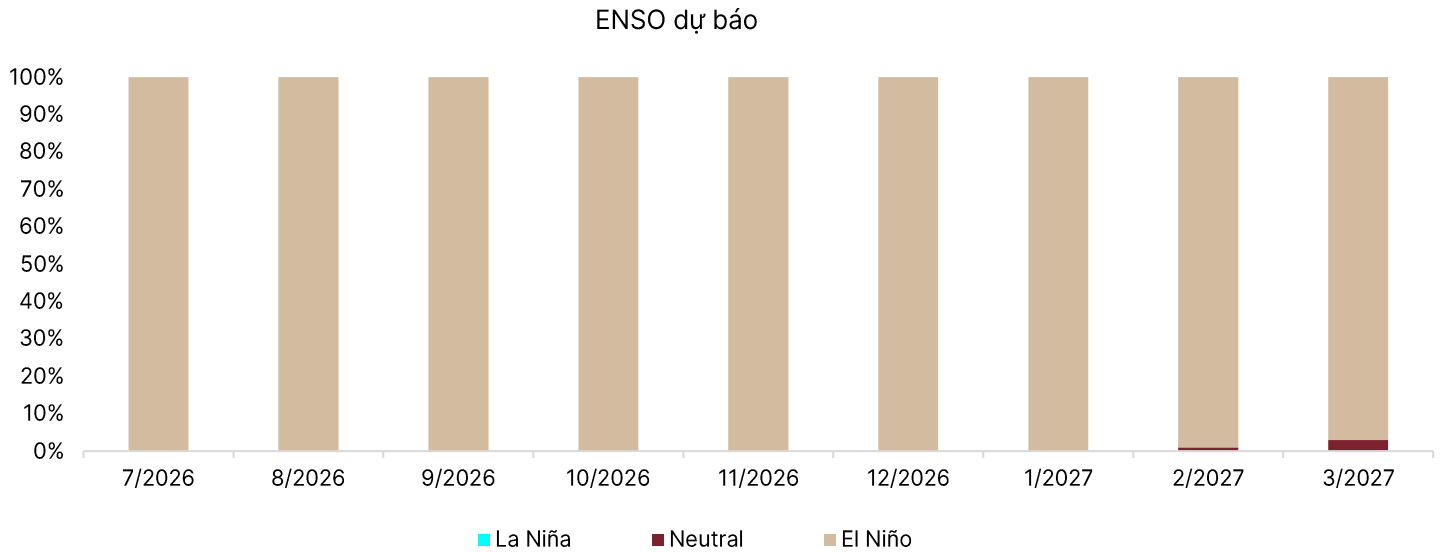
Bảng 6: Dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2026 của mảng điện

Triệu kWh	2025	2026F	% svck
Thủy điện	1.490	1.180	-21%
Za Hứng	160	142	-11%
Nậm Pông	120	88	-26%
Nhậm Hạc	293	199	-32%
Đắc Mi 2	669	507	-24%
Sông Tranh 4	248	214	-14%
La Trống		29	n.m
Năng lượng tái tạo	295	310	5%
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	83	87	5%
Infra 1 (điện mặt trời)	82	87	6%
7A (điện gió)	130	135	4%
Tổng sản lượng	1.785	1.489	-17%

Nguồn: HDG, SSI Research

Trong trung hạn, chúng tôi lùi thời điểm dự phóng doanh thu dự án Hado Charm Villas từ giai đoạn 2026-2027 sang 2026-2029. Trên thực tế, sau khi xem xét về tiến độ triển khai hiện tại của nhiều dự án khác, chúng tôi cho rằng HDG chưa phải chịu áp lực phải đẩy nhanh tiến độ bán hàng trong bối cảnh sức khỏe tài chính lành mạnh và mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao. Chúng tôi cũng dự báo doanh thu tại dự án Hado Minh Long trong năm 2028 sẽ chưa nhiều, do tiến độ xây dựng dự kiến của dự án là Q4/2027, thay vì đầu năm 2027 như giả định trước của chúng tôi.

Theo đó, chúng tôi dự báo NPATMI năm 2027 đạt 740 tỷ đồng (+23% svck). Tuy nhiên, mức tăng trưởng lợi nhuận này một phần đến từ nền so sánh thấp trong Q1/2026, khi công ty ghi nhận chi phí dự phòng 193 tỷ đồng. Nếu loại trừ yếu tố này, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi vẫn ở mức hạn chế (-6% svck). Ngoài ra, lãi suất cao kéo dài có thể tiếp tục ảnh hưởng đến tốc độ bán hàng tại dự án Hado Charm Villas, trong khi điều kiện thời tiết bất lợi dự kiến vẫn gây áp lực lên sản lượng thủy điện, ít nhất trong nửa đầu năm 2027.

Bảng 7: Xác suất El Niño duy trì ở mức cao cho thấy điều kiện thủy văn kém thuận lợi có thể kéo dài ít nhất đến hết nửa đầu năm 2027.

Nguồn: NOAA, IRI, SSI Research (tính đến tháng 7/2026)

Định giá

Chúng tôi duy trì mức chiết khấu định giá 20% đối với HDG, bao gồm 10% chiết khấu cho rủi ro pháp lý của nhà máy Infra 1 và 10% chiết khấu tập đoàn. Giá mục tiêu được điều chỉnh giảm xuống 22.700 đồng/cổ phiếu (từ 26.300 đồng/cổ phiếu) do 1) chuyển định giá sang giữa năm 2027 và 2) kéo giãn thời gian giá định của việc ghi nhận doanh thu tại các dự án Hado Charm Villas và Hado Minh Long. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với HDG.

Bảng 8: Tóm tắt định giá

Dự án/Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
Bất động sản		2.521
Hado Charm Villas	RNAV	655
Hado Green Lane	RNAV	1.037
Hado Minh Long	RNAV	769
Hado Garden Villas	RNAV	60
Dịch vụ khách sạn/Cho thuê BĐS	DCF	788
Điện		8.377
Za Hưng	DCF	229
Nậm Pông	DCF	233
Nhạn Hạc	DCF	523
Đắk Mi 2	DCF	3.006
Sông Tranh 4	DCF	964
La Trọg	DCF	268
Hồng Phong 4	DCF	474
Infra 1	DCF	1.124
7A	DCF	1.556
Tổng giá trị doanh nghiệp		11.687
Tiền mặt rỗng tại công ty mẹ		-122
Giá trị hợp lý của vốn chủ sở hữu		11.565
Chiết khấu		20%
Giá trị VCSH		9.252
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)		407
Giá mục tiêu (Đồng/cổ phiếu)		22.700

Nguồn: HDG, SSI Research

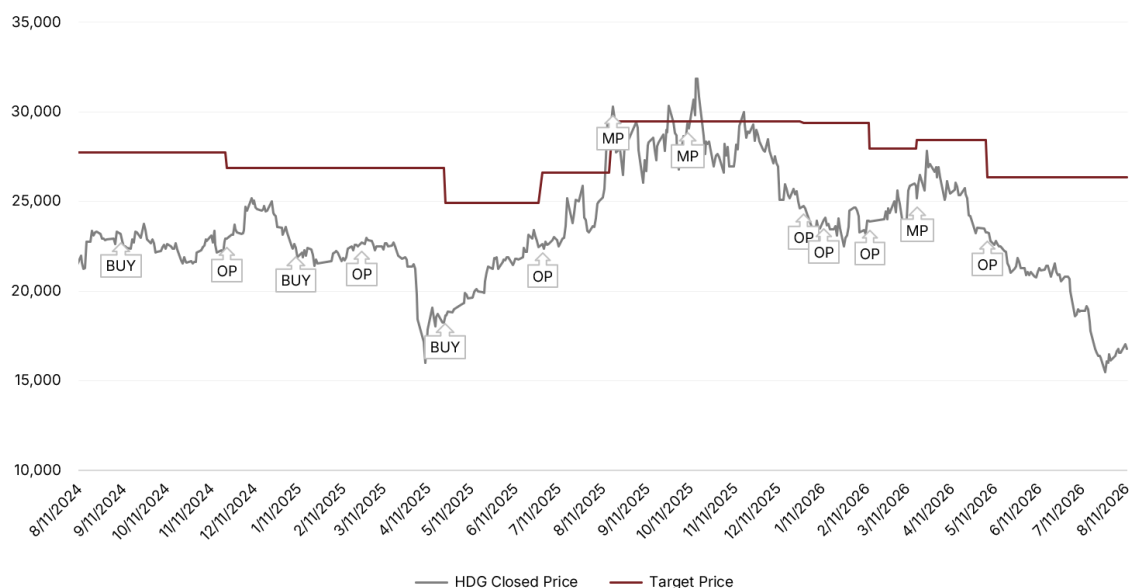
Yếu tố hỗ trợ

- Tiến độ bán hàng tại dự án Hado Charm Villas tốt hơn kỳ vọng.
- Tiến độ triển khai các dự án bất động sản và điện mới.
- Điều kiện thủy văn cải thiện, hỗ trợ sản lượng phát điện thủy điện.

Rủi ro

- Chậm ghi nhận doanh thu tại Hado Charm Villas, Hado Green Lane và Hado Minh Long.
- Điều kiện thời tiết bất lợi kéo dài làm ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện.
- Rủi ro pháp lý kéo dài tại dự án Hồng Phong 4 và Infra 1

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research.

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương	332	266	317	929
+ Đầu tư ngắn hạn	736	1.148	1.848	1.848
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.267	1.396	922	898
+ Hàng tồn kho	857	769	829	853
+ Tài sản ngắn hạn khác	35	43	63	62
Tổng tài sản ngắn hạn	3.228	3.621	3.979	4.591
+ Các khoản phải thu dài hạn	287	289	384	375
+ GTCL Tài sản cố định	8.548	8.054	7.652	7.241
+ Bất động sản đầu tư	729	789	758	728
+ Tài sản dài hạn dở dang	902	1.757	1.772	1.769
+ Đầu tư dài hạn	59	56	56	56
+ Tài sản dài hạn khác	97	120	181	179
Tổng tài sản dài hạn	10.622	11.065	10.804	10.349
Tổng tài sản	13.849	14.686	14.783	14.940
+ Nợ ngắn hạn	2.140	2.186	2.101	2.143
Trong đó: vay ngắn hạn	631	681	663	664
+ Nợ dài hạn	4.333	4.102	3.526	2.886
Trong đó: vay dài hạn	4.253	4.018	3.365	2.721
Tổng nợ phải trả	6.473	6.288	5.626	5.029
+ Vốn góp	3.363	3.700	4.070	4.070
+ Thặng dư vốn cổ phần	375	375	375	375
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.284	2.717	2.926	3.458
+ Quỹ khác	1.354	1.607	1.787	2.008
Vốn chủ sở hữu	7.376	8.398	9.157	9.911
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	13.849	14.686	14.783	14.940
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.050	1.243	849	1.560
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-116	-588	-104	-102
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-833	-715	-693	-846
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	101	-59	52	612
Tiền đầu kỳ	246	332	266	317
Tiền cuối kỳ	332	266	317	929
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,51	1,66	1,89	2,14
Hệ số thanh toán nhanh	1,09	1,29	1,47	1,72
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,50	0,65	1,03	1,30
Nợ ròng / EBITDA	2,99	1,87	1,46	0,65
Khả năng thanh toán lãi vay	2,67	4,57	3,83	4,71
Ngày phải thu	180,3	194,9	220,5	218,2
Ngày phải trả	18,8	21,5	24,8	18,0
Ngày tồn kho	312,8	285,2	304,8	311,8
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,53	0,57	0,62	0,66
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,47	0,43	0,38	0,34
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,88	0,75	0,61	0,51
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,66	0,56	0,44	0,34

Nguồn: HDG, SSI Research

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	2.718	2.787	2.604	2.538
Giá vốn hàng bán	-1.127	-1.041	-957	-985
Lợi nhuận gộp	1.591	1.746	1.648	1.553
Doanh thu hoạt động tài chính	0	0	0	0
Chi phí tài chính	60	85	137	169
Thu nhập từ các công ty liên kết	-370	-443	-337	-305
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-4	-11	-13	-18
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	-446	-274	-453	-254
Thu nhập khác	831	1.103	981	1.145
Lợi nhuận trước thuế	-258	-32	-72	-70
Lợi nhuận ròng	573	1.070	909	1.075
Lợi nhuận chia cho cổ đông	447	993	782	961
Lợi ích của cổ đông thiểu số	348	770	602	740
	99	223	180	221
EPS cơ bản (VND)				
Giá trị sổ sách (VND)	856	1.893	1.472	1.809
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	18.133	18.547	18.282	19.591
EBIT	0	500	500	500
EBITDA	916	1.370	1.231	1.364
	1.441	1.895	1.767	1.906
Tăng trưởng				
Doanh thu				
EBITDA	-5,9%	2,5%	-6,5%	-2,6%
EBIT	-26,9%	31,6%	-6,8%	7,9%
Lợi nhuận ròng	-36,9%	49,7%	-10,2%	10,9%
Vốn chủ sở hữu	-48,4%	122,1%	-21,2%	22,9%
Vốn điều lệ	2,0%	13,9%	9,0%	8,2%
Tổng tài sản	10,0%	10,0%	10,0%	0,0%
Định giá				
P/E	26,3	13,1	11,4	9,3
P/B	1,6	1,5	0,9	0,9
Giá/Doanh thu	3,4	3,6	2,6	2,7
Tỷ suất cổ tức	0,0%	1,8%	3,0%	3,0%
EV/EBITDA	10,2	7,9	6,2	5,8
EV/Doanh thu	5,4	5,4	4,2	4,3
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	58,5%	62,7%	63,3%	61,2%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	42,2%	49,0%	45,6%	50,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	16,5%	35,7%	30,0%	37,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,2%	0,4%	0,5%	0,7%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	16,4%	9,8%	17,4%	10,0%
ROE	6,1%	12,6%	8,9%	10,1%
ROA	3,2%	7,0%	5,3%	6,5%
ROIC	5,7%	10,0%	8,1%	9,2%

PHỤ LỤC 2: Danh mục dự án điện của HDG

Dự án	Loại điện	Địa điểm	Công suất (MW)	Diễn giải
La Trọng	Thủy điện	Quảng Trị	22	- Đang triển khai - Ngày vận hành thương mại (COD) dự kiến: Q3/2026
Sơn Linh	Thủy điện	Quảng Ngãi	15	- Đang nâng cấp mở rộng từ 7 MW lên 15 MW. - COD dự kiến: cuối năm 2027
Sơn Nham	Thủy điện	Quảng Ngãi	9	- Đang nâng cấp mở rộng từ 6,8 MW lên 9 MW. - COD dự kiến: cuối năm 2027
7A mở rộng (7A Giai đoạn 2)	Điện gió	Khánh Hòa	21	- Đang thực hiện nghiên cứu tiền khả thi. - COD dự kiến: 2029
Phước Hữu	Điện gió	Khánh Hòa	50	- Đang triển khai. - COD dự kiến: 2029
Bình Gia	Điện gió	Lạng Sơn	80	- Phê duyệt chủ trương đầu tư - COD dự kiến: 2029
Lệ Thủy	Điện gió	Quảng Trị	30	- Đang thực hiện đề xuất đầu tư - COD dự kiến: 2030
Tổng			227	

Nguồn: HDG, SSI Research

PHỤ LỤC 3: Lộ trình dự kiến của HDG về việc phát triển dự án 62 Phan Đình Giót và Hado Minh Long

62 Phan Đình Giót

3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27
Phê duyệt chủ trương đầu tư	Phê duyệt quy hoạch 1/500	Thẩm định thiết kế cơ sở và phòng cháy chữa cháy (PCCC)	- Quyết định giao đất và chuyển đổi mục đích sử dụng đất - Phê duyệt thiết kế xây dựng và PCCC	Khởi công dự án

Nguồn: HDG

Hado Minh Long

4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Phê duyệt chủ trương đầu tư và chủ đầu tư	Phê duyệt quy hoạch 1/500	- Thẩm định thiết kế cơ sở, PCCC và báo cáo đánh giá tác động môi trường (EIA) - Các quyết định chuyển mục đích sử dụng đất và giao đất - Xác định các nghĩa vụ tài chính liên quan	Phê duyệt thiết kế xây dựng và PCCC	Khởi công dự án

Nguồn: HDG

Dự án 62 Phan Đình Giót và Hado Minh Long

Dự án	Mô tả
62 Phan Đình Giót	• Địa điểm: Hà Nội • Tổng diện tích đất: 2,3 ha • Diện tích thương phẩm: ~98.000 m² • Chi tiết công trình: 1 tòa 30 tầng và 1 tòa văn phòng 15 tầng
Hado Minh Long	• Địa điểm: TP.HCM • Tổng diện tích đất: 2,7 ha • Diện tích thương phẩm: ~92.000 m² • Chi tiết công trình: 1 tòa 30 tầng

Nguồn: HDG

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321