

CTCP Tập đoàn Hà Đô

[Việt Nam / Bất động sản]

Bloomberg Code (HDG VN) | Reuters Code (HDG.HM)

MUA

BC cập nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 34,450**

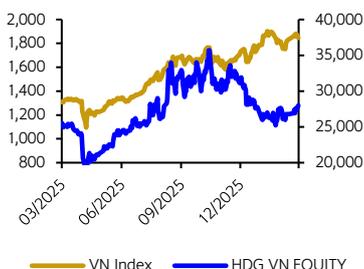
Giá hiện tại (04/03/26) VND 28,700

Suất sinh lời **20.1%**

VNINDEX	1,818
P/E thị trường	13.8
Vốn hóa (tỷ VND)	10,081
SLCP đang lưu hành (triệu)	370
SLCP tự do giao dịch (triệu)	212
52 tuần cao/thấp (VND)	36,400/17,909
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.55
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	62
Số hữu nước ngoài (%)	19.22

Nguyen Trong Thong Cổ đông lớn (%) 31.8

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-3.2	3.0	12.1
Tỷ đối với VN-Index (%)	-4.4	-1.9	5.7



Nguồn: Bloomberg

Nam Hoang, CFA

☎ (84-28) 5808-7603

✉ nam.h@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Chiết khấu sâu mở ra cơ hội mới

Cập nhật định với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 34,450 đồng

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG) là doanh nghiệp hàng đầu hoạt động chủ yếu ở hai lĩnh vực bất động sản và năng lượng. Nhờ vậy, doanh nghiệp có mô hình hoạt động kinh doanh ổn định nhờ vào chiến lược đầu tư đa dạng. Cụ thể, HDG sở hữu danh mục phát điện có công suất đạt 462 MW và quỹ đất bất động sản tiềm năng gần 120 ha đủ để phát triển trong vòng 5 năm tới. Dựa trên phương pháp SOTP và P/E, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu ở mức 34,450 đồng – tương ứng với mức tăng 20.1% so với thị giá tại ngày 04/03/2026.

Cập nhật KQKD 2025

Trong 2025, HDG ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,786 tỷ đồng (+3% YoY) và LNST cty mẹ đạt 706 tỷ đồng (+103% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do mảng năng lượng ghi nhận doanh thu tăng 20% nhờ tình hình thủy văn thuận lợi bù đắp cho doanh thu mảng bất động sản -89%; ngoài ra, thu nhập ròng khác đạt -34 tỷ đồng so với mức -258 tỷ đồng trong 2024.

Chiến lược phát triển 2026 - 2030

Mảng năng lượng: Trong năm 2026, chúng tôi ước phóng sản lượng thủy điện của các nhà máy hiện hữu sẽ giảm khoảng 10% do hiện tượng thời tiết sẽ không còn thuận lợi, tuy nhiên việc đi vào vận hành nhà máy thủy điện La Trọng (22MW) cuối Q1/2026 sẽ bù đắp phần nào cho phần sụt giảm sản lượng.

+ **Cập nhật Hồng Phong 4 và Infra 1**, theo chia sẻ của công ty, phần EVN chưa thanh toán phải trích lập theo nguyên tắc kế toán. HDG kỳ vọng Q1/2026 khi có văn bản của MOIT sẽ ngừng trích lập và hoàn nhập dự phòng. Chúng tôi thận trọng ước tính HDG có thể trích lập thêm khoảng 100 tỷ trong 1H2026. Với Infra 1, dự án đang được thanh toán giá tạm tính, công ty không trích lập thêm vì thấy hết rủi ro.

+ Cập nhật danh mục các dự án khác: Dự án thủy điện Sơn Linh Sơn Nham (24 MW) dự kiến COD vào Q4/2026, điện gió Phước Hữu (50 MW) dự kiến COD vào Q1/2027. Các dự án điện gió khác như: Điện gió Bình Gia (80 MW), 7A mở rộng 21 MW, Lệ Thủy (30 MW) dự kiến COD sau năm 2028.

Mảng bất động sản: Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ tiếp tục bàn giao 15 căn Charm Villas giai đoạn 3 (tổng 108 căn) dựa vào việc đẩy nhanh tiến độ sau khi ký kết hợp đồng phân phối với CTCP Bất động sản AHS từ đầu tháng 7/2025. Những căn còn lại sẽ được ghi nhận doanh thu cho đến hết 2028.

_ Các dự án khác: Dự án Linh Trung đã chính thức được đưa vào danh sách các dự án thí điểm phát triển nhà ở thương mại (07/11/2025, theo Thông báo số 241/TB-UBND). Dự án 62 Phan Đình Giót tại Hà Nội đang xin chấp thuận chủ trương đầu tư.

Rủi ro: (1) Rủi ro từ hai dự án Hồng Phong 4 và SP Infra 1 chậm trễ hưởng giá FIT (2) Lãi suất tăng cao áp lực mảng bất động sản, (3) Các chính sách mảng điện chậm triển khai, (4) Rủi ro thời tiết

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	2,889	2,718	2,786	3,181	3,910
LN HKKD (tỷ VND)	961	831	1,060	1,438	1,822
LNST cty mẹ (tỷ VND)	665	348	706	950	1,186
EPS (đồng)	2,175	1,083	1,907	2,335	2,650
BPS (đồng)	19,352	18,133	18,378	18,543	19,007
Biên LN HKKD (%)	33.3	30.6	38.0	45.2	46.6
Biên LNST (%)	30.0	16.5	33.9	39.1	39.7
ROE (%)	11.2	6.0	10.4	12.6	13.9
PER (x)	12.69	27.52	14.31	14.1	12.4
PBR (x)	1.43	1.57	1.49	1.8	1.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật KQKD Q4/2025 và ước phóng 2026F-2027F

Tiêu chí (tỷ đồng)	Q4/2025	% YOY	2025	%YOY	Chú thích
Doanh thu	885	17%	2,786	2%	Chủ yếu đến từ mảng năng lượng
Bất động sản	23	55%	47	-89%	Ghi nhận từ bàn giao 2/4 căn Charm Villas giai đoạn 3 do tiến độ bán hàng chỉ thật sự được đẩy mạnh vào gần cuối Q3/2025
Năng lượng	732	7%	2,274	20%	Tình hình thủy văn tốt khiến doanh thu tăng mạnh
Cho thuê, Khách sạn và Xây lắp	130	16%	494	5%	Hoạt động quản lý vận hành khách sạn và cho thuê đạt hiệu quả cao
Khác	0	NA	-29	NA	
LNG	609	10%	1,754	10%	Chủ yếu do mảng năng lượng có lợi nhuận gộp tăng 31%
Chi phí bán hàng và QLDN	-95	-62%	-299	-34%	Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm do giảm trích lập cho Hồng Phong 4 còn khoảng 222 tỷ so với 293 tỷ cùng kỳ
Chi phí tài chính ròng	-108	145%	-395	28%	
LNTT	397	160%	1,026	79%	Thu nhập ròng khác đạt -34 tỷ đồng trong 2025 so với mức lỗ -258 tỷ đồng trong cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu do không còn ghi nhận dự phòng ngắn hạn phải trả.
LNST	373	188%	944	111%	
LNST công ty mẹ	284	154%	706	103%	Chủ yếu do mảng năng lượng tăng trưởng mạnh và giảm trích lập dự phòng đáng kể

Ước phóng doanh thu, lợi nhuận của HDG (2026F-2027F)

(Đơn vị: tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu	2,887	2,719	2,786	3,181	3,910
Bất động sản	282	414	47	466	621
Năng lượng	1,939	1,891	2,274	2,198	2,749
Cho thuê, Khách sạn và Xây lắp	666	472	494	518	540
Khác	0	-57	-29	0	0
Lợi nhuận gộp	1,721	1,593	1,783	2,040	2,338
Lợi nhuận từ HĐKD	961	831	1,060	1,438	1,822
LNTT*	963	447	1,026	1,428	1,809
Bất động sản	89	117	-27	320	380
Năng lượng	1,274	713	1,268	1,289	1,590
Cho thuê, Khách sạn và Xây lắp	163	124	114	128	134
Điều chỉnh loại trừ	-563	-507	-329	-309	-296
LNST hợp nhất	866	447	944	1,243	1,554
LNST công ty mẹ	665	348	706	950	1,186
Biên lợi nhuận (%)					

Biên lợi nhuận gộp	59.6	58.5	63.0	64.1	59.8
Biên lợi nhuận từ HĐKD	33.3	30.6	38.0	45.2	46.6
Biên lợi nhuận hợp nhất	30.0	16.5	33.9	39.1	39.7
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu thuần	-19.3	-5.9	2.5	14.2	22.9
Lợi nhuận từ HĐKD	-40.5	-13.6	27.6	35.7	26.7
LNST công ty mẹ	-39.3	-47.6	102.6	34.7	24.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam; *Dữ liệu LNTT 2025 được chúng tôi ước tính

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 34,450 VND

Chúng tôi cập nhật định giá đối với CTCP Tập đoàn Hà Đô với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu ở mức 34,450 đồng tương ứng với mức tăng 20.1% so với thị giá ngày 04/03/2026. Đối với tầm nhìn dài hạn, HDG là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

- 1) HDG thuộc top nhà phát triển bất động sản uy tín tại Việt Nam, với nhiều dự án được kỳ vọng sẽ sớm triển khai được hỗ trợ bởi hành lang pháp lý dần hoàn thiện;
- 2) HDG sở hữu dòng tiền ổn định từ hoạt động sản xuất điện;
- 3) Kế hoạch phát triển điện gió phù hợp với định hướng của chính phủ trong dài hạn, các chính sách tháo gỡ cho Hồng Phong 4 và SP Infra 1 được kì vọng sớm ban hành.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp SOTP VÀ P/E để định giá HDG. Trong đó, với mảng bất động sản nhà ở, bất động sản cho thuê và mảng năng lượng chúng tôi sử dụng phương pháp DCF cho các dự án đã và đang có kế hoạch triển khai (thông tin rõ ràng). Với các dự án chưa có kế hoạch rõ ràng chúng tôi sử dụng BV.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	11.9
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.3
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.1
Beta	1.25
Chi phí nợ (%)	7.50
Chi phí sử dụng vốn (%)	14.4
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.5
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	4,702

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá SOTP của HDG

Dự án	Giá trị dự án (Tỷ đồng)	Phương pháp
Năng lượng	13,582	
Thủy điện	9,977	
Za Hưng	1,145	DCF
Nậm Pông	812	DCF
Nhạn Hạc	2,009	DCF
Sông Tranh 4	1,468	DCF
Dak Mi 2	4,302	DCF
Sơn Nham, Sơn Linh	155	NPV
Trường Thịnh	87	NPV
Điện mặt trời	2,338	
Ninh Phước Solar (SP Infra 1)	1,226	DCF

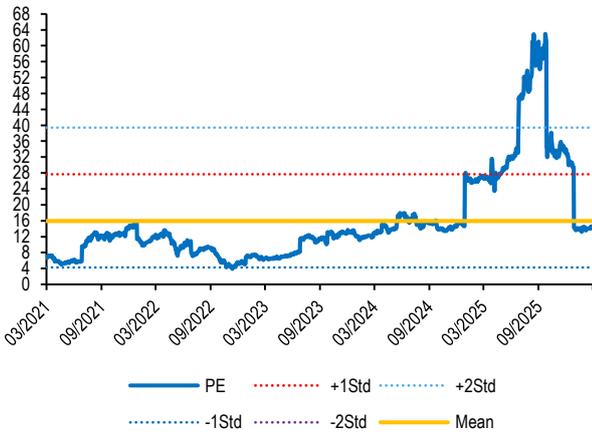
Hồng Phong 4 Solar	1,112	DCF
Điện gió	1,267	
7A	1,156	DCF
Phước Hữu (trên đất liền)	110	NPV
Bất động sản	3,222	
Charm Villas	1,996	DCF
Greenlane	293	BV
Linh Trung - Minh Long	791	DCF
Noongtha Lào	114	BV
Khác	29	BV
Bất động sản đầu tư	1,530	
Danh mục hiện tại	1,240	DCF
Khu nghỉ dưỡng Bảo Đại	214	BV
Khác	76	BV
Khác	101	BV
(+) Số dư tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ VND)	1,412	
(-) Nợ (tỷ VND)	4,702	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ VND)	2,340	
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	12,806	
SLCP lưu hành (tỷ)	0.370	
Giá mục tiêu (VND)	34,610	

Với phương pháp định giá P/E, chúng tôi lấy P/E trung bình 5 năm (2021-2025) của HDG làm P/E mục tiêu là 14.7. Với LNST công ty mẹ 2026F đạt 950 tỷ đồng tương ứng với EPS là 2,335 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu cho HDG ở mức 34,330 đồng/cổ phiếu

Tổng hợp định giá		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
SOTP	50%	34,610
P/E	50%	34,330
Tổng (làm tròn)	100%	34,450

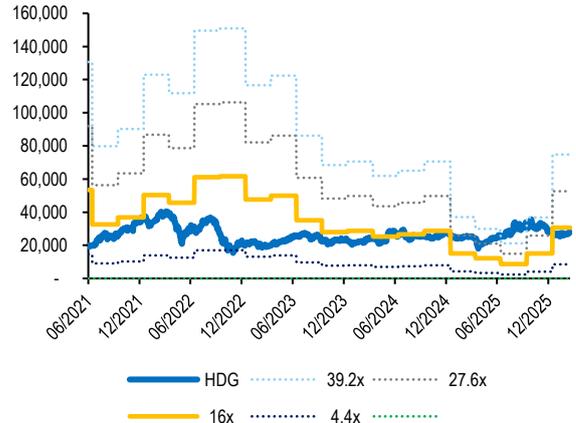
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

PER của HDG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của HDG



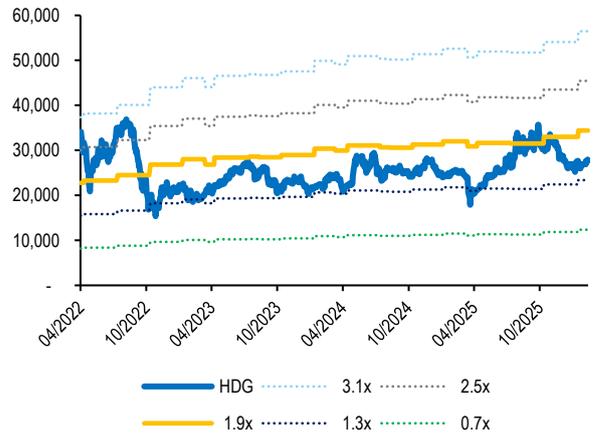
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của HDG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của HDG



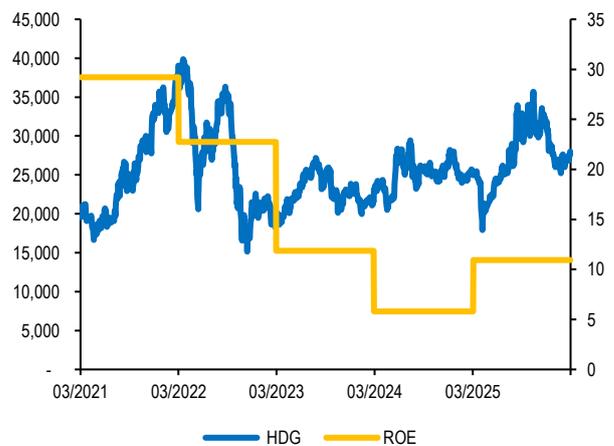
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của HDG từ năm 2017



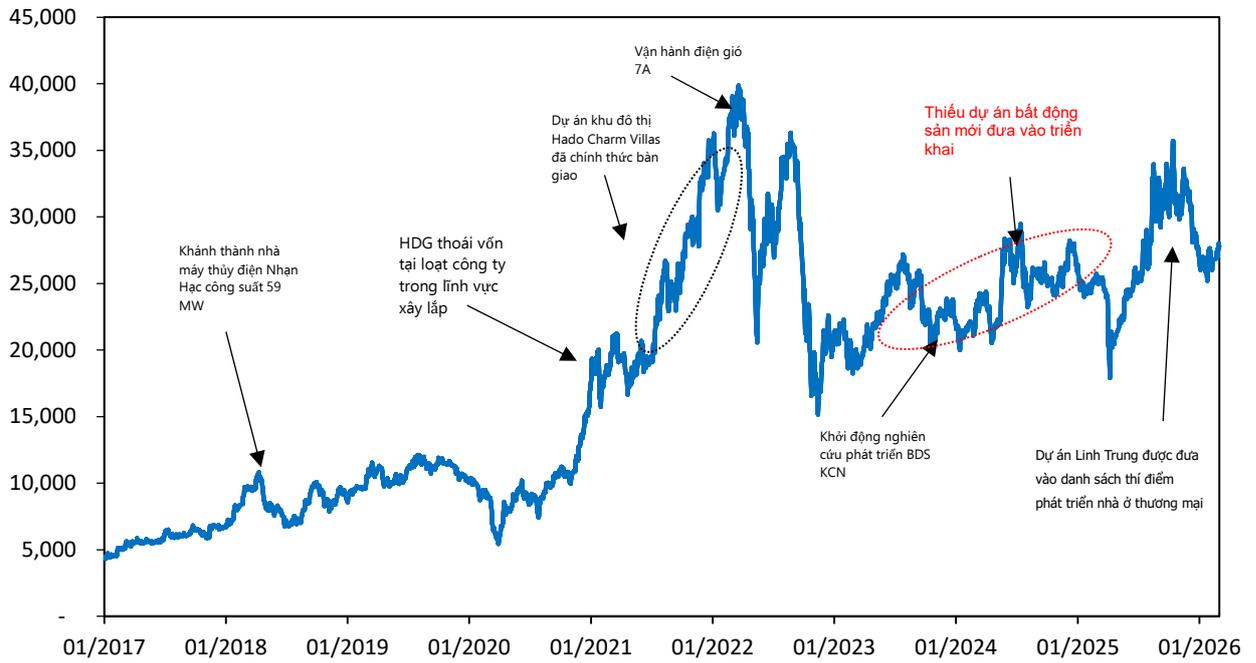
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan giữa giá và ROE của HDG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của HDG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

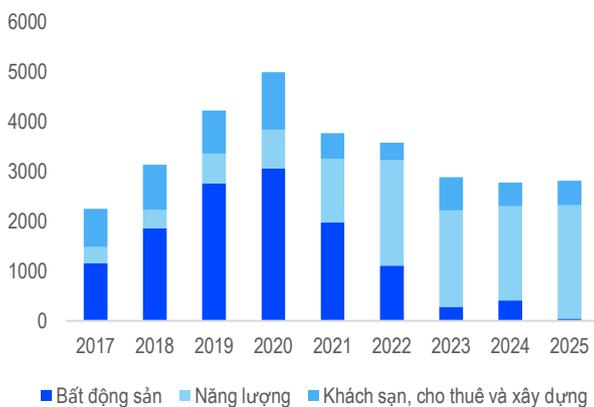
Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển của HDG

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG) tiền thân là Xí nghiệp xây dựng trực thuộc Viện Kỹ thuật Quân sự - Bộ Quốc Phòng, được thành lập năm 1990. Sau đó, xí nghiệp được cổ phần hóa và chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Hà Đô vào năm 2004, và niêm yết cổ phiếu trên sàn Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh vào năm 2010.

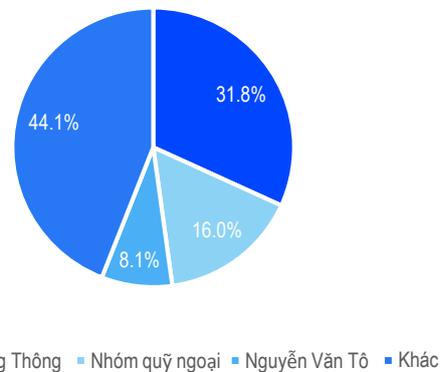
Hà Đô ban đầu hoạt động trong lĩnh vực bất động sản và xây dựng. Từ sau khi Bộ Quốc Phòng thoái vốn vào năm 2016, mảng bất động sản của Hà Đô đã tạo nên bước ngoặt lớn khi đầu tư vào dự án quy mô lớn hơn là Hado Centrosa (6.8ha) tại quận 10, TPHCM. Từ đó góp phần gia tăng thêm uy tín của Hà Đô trên thị trường. Đến năm 2019, công ty tiếp tục mở rộng cơ hội đầu tư sang lĩnh vực phát triển điện NLTT. Hiện tại, mảng năng lượng và bất động sản là hai mảng kinh doanh chính của công ty.

Năng lượng và BĐS là hai mảng kinh doanh chính của HDG, doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu cổ đông, cập nhật đến tháng 12/2025

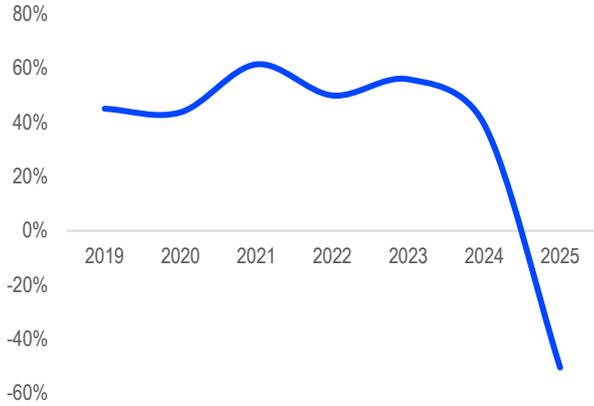


Nguồn: Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam

2. Tổng quan các mảng kinh doanh

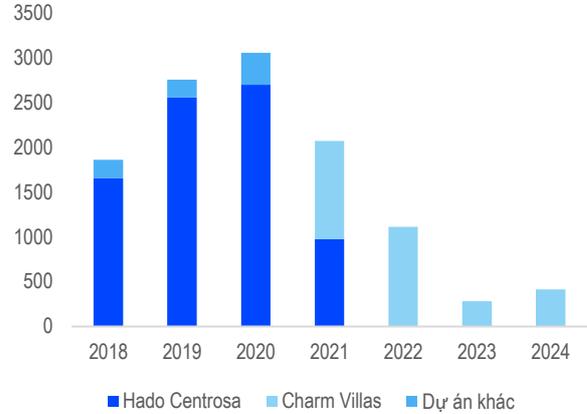
Với mảng bất động sản nhà ở, Hà Đô chủ yếu tập trung phát triển dự án BĐS phân khúc trung cấp với quy mô vừa và nhỏ tại TPHCM và Hà Nội. Công ty đã xây dựng được thương hiệu với nhiều dự án nhà ở, tiêu biểu là Hà Đô Centrosa (2016), và Hado Charm Villas (2020). Trong giai đoạn 2016-2020, mảng bất động sản luôn chiếm hơn 50% doanh thu của công ty và tăng trưởng rất mạnh mẽ, được đóng góp chủ yếu bởi 10 nghìn tỷ đồng doanh thu từ Hado Centrosa. Trong giai đoạn 2021-2024, mặc dù HDG sở hữu quỹ đất lớn (hơn 100ha) nhưng doanh thu mảng BĐS liên tục sụt giảm do (1) chậm triển khai dự án do vướng mắc pháp lý và (2) trì hoãn mở bán dự án trước sự khó khăn của thị trường chung. Tuy vậy, điểm sáng của HDG giai đoạn này là việc mở bán thành công Charm Villas GD1 & GD2 tỷ lệ hấp thụ đạt trên 80% ngay trong ngày đầu tiên mở bán. Trong năm 2025, HDG chỉ ghi nhận doanh thu 2 căn Charm Villas giai đoạn 3 trong khi chi phí đã hạch toán khiến cho lợi nhuận gộp âm.

Biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản nhà ở 2019 - 2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu BĐS nhà ở liên tục sụt giảm trong những năm gần đây (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Bên cạnh đó, Hà Đô đồng thời đang sở hữu danh mục bất động sản đầu tư có giá trị còn lại là 782 tỷ đồng (BCTC Q4/2025) gồm cho thuê các mặt bằng văn phòng, trung tâm thương mại tại các bất động sản mà công ty phát triển, và khách sạn. Doanh thu mảng cho thuê và khách sạn này thường ổn định, dao động khoảng 200-400 tỷ đồng/năm; sự tăng trưởng của mảng này sẽ đi theo các dự án bất động sản mà công ty phát triển.

Với mảng năng lượng, Hà Đô đã có nhà máy thủy điện từ năm 2009 nhưng đến năm 2019, công ty mới mở rộng cơ hội đầu tư qua mảng phát điện NLTT, tận dụng nhiều chính sách ưu đãi của giá FIT. Hiện tại, công ty đang sở hữu danh mục phát điện với tổng công suất là 462 MW bao gồm 5 nhà máy thủy điện, 2 nhà máy điện mặt trời và 1 nhà máy điện gió.

	Nhà máy	Năm COD	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	Sản lượng thiết kế (tr kWh)	Hệ số công suất thiết kế	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí
Thủy điện	Za Hưng	2009	30	503	16.8	122.7	47%	52%	Quảng Nam
	Nậm Pông	2013	30	796	26.5	123.3	47%	52%	Nghệ An
	Nhan Hạc	2018	59	1,881	31.9	220	43%	52%	Nghệ An
	Sông Tranh 4	2021	48	1,700	35.4	180	43%	63%	Quảng Nam
	Đăk Mi 2	2021	147	4,700	32.0	450	35%	98%	Quảng Nam
Điện mặt trời	Hồng Phong 4	2019	48	1,100	22.9	98	21%	83%	Bình Thuận
	SP INFRA 1	2020	50	1,055	21.1	92	22%	100%	Ninh Thuận
Điện gió	Điện gió 7A	2021	50	1,875	38	183	42%	100%	Ninh Thuận

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro chậm trễ điều chỉnh giá cho Hồng Phong 4 và SP Infra 1

Hai nhà máy điện mặt trời của Hà Đô bị thanh tra chính phủ điểm tên trong thông báo kết luận thanh tra trong năm 2023. Cụ thể, nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 xây dựng trên đất dự trữ khoáng sản quốc gia khi chưa có ý kiến của Thủ tướng Chính phủ cho phép triển khai, và nhà máy SP Infra 1 không thuộc đối tượng được hưởng giá FIT 9.35 US cent/kWh của tỉnh Ninh Thuận.

Hiện tại HDG đã trích lập khoảng 515 tỷ đồng dự phòng phải thu khó đòi đối với Hồng Phong 4 và dự phòng phải trả 146.5 tỷ đồng tính đến BCTC 31/12/2025. Công ty kỳ vọng sẽ ngừng trích lập và sẽ hoàn nhập dự phòng trong Q1/2026 khi có văn bản của MOIT.

Đối với nhà máy SP Infra 1, hiện tại nhà máy đang được thanh toán giá tạm tính.

Theo phương án xử lý được EVN đề nghị gần đây, khi Hồng Phong 4 có CCA thì sẽ được áp dụng lại giá FIT. Đối với nhà máy SP Infra 1 đã có CCA từ tháng 9/2023 thì được hưởng giá FIT. Tuy nhiên phương án chính thức cần phải chờ đợi văn bản.

Rủi ro chung ngành điện: Chậm trễ vận hành các chính sách

Mặc dù đã có nhiều chính sách được ban hành, ngành điện nhìn chung còn cần nhiều thông tư hướng dẫn để có thể đưa vào áp dụng thực tế. Việc chậm trễ và thiếu những hướng dẫn trên sẽ khiến việc đưa vào vận hành những nguồn điện mới bị chậm trễ.

Rủi ro thời tiết

Hà Đô sở hữu danh mục phát điện chủ yếu là thủy điện, nên sản lượng điện chủ yếu đi theo chu kỳ thời tiết. Với những năm La Nina, lượng nước về hồ cao, sản lượng thủy điện sẽ được huy động cao và ngược lại.

Rủi ro ngành bất động sản: Chậm trễ thi hành các chính sách tháo gỡ và lãi suất tăng

Các chính sách luôn có chỗ trễ vì cần chờ đợi các văn bản hướng dẫn thông qua; ngoài ra, doanh nghiệp và địa phương cũng cần thời gian để hiểu và áp dụng luật. Vì thế các dự án có thể mất nhiều thời gian hơn việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý.

Trong thời gian tới, mặt bằng lãi suất dài hạn có dấu hiệu nhích tăng sẽ là rủi ro khiến cho các dự án bất động sản chậm bán hàng.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng tài sản	14,438	13,849	14,733	16,047	17,327
Tài sản ngắn hạn	3,354	3,228	3,639	4,234	4,992
Tiền và tương đương tiền	246	332	268	706	915
Đầu tư TC ngắn hạn	393	736	1,144	1,004	1,400
Các khoản phải thu	1,595	1,267	1,445	1,752	1,907
Hàng tồn kho	1,074	857	782	773	770
Tài sản ngắn hạn khác	47	35	43	45	58
Tài sản dài hạn	11,084	10,622	11,094	11,813	12,335
Tài sản cố định	8,833	8,355	7,876	8,764	8,350
Chi phí xây dựng cơ bản	831	902	1,793	1,637	2,619
Tài sản dài hạn khác	1,421	1,365	1,425	1,411	1,365
Tổng nợ	7,210	6,473	6,355	6,630	6,579
Nợ ngắn hạn	2,329	2,140	2,240	2,409	2,449
Khoản phải trả	1,646	1,244	1,409	1,533	1,440
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	625	631	681	635	756
Khác	58	264	150	240	253
Nợ dài hạn	4,881	4,333	4,115	4,221	4,130
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	4,801	4,253	4,021	4,127	4,037
Khác	80	80	94	94	94
Vốn chủ sở hữu	7,229	7,376	8,378	9,417	10,747
Vốn góp chủ sở hữu	3,058	3,363	3,700	4,070	4,477
Thặng dư vốn	375	375	375	375	375
Vốn khác	90	77	72	72	72
Lợi nhuận giữ lại	2,394	2,284	2,653	3,030	3,586
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,312	1,277	1,578	1,871	2,238
*Nợ vay	5,426	4,884	4,702	4,762	4,793
*Nợ ròng (tiền)	4,788	3,816	3,290	3,053	2,478

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	794	1,050	1,345	1,670	1,847
Lợi nhuận ròng	866	447	944	1,243	1,554
Khấu hao TSCĐ hữu hình	476	480	483	621	628
(Lãi) từ HĐ đầu tư	41	(26)	(39)	(65)	(89)
Thay đổi vốn lưu động	(485)	351	(7)	(129)	(246)
Thay đổi khác	(104)	(201)	(36)	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(326)	(116)	(512)	(1,089)	(1,444)
Thay đổi tài sản cố định	(198)	24	54	(1,385)	(66)
Thay đổi tài sản đầu tư	(332)	(348)	(411)	140	(396)
Khác	203	207	(155)	156	(982)
Tiền từ HĐ tài chính	(859)	(833)	(891)	(143)	(194)
Thay đổi vốn cổ phần	0	-	0	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(726)	(547)	(762)	60	30
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(134)	(286)	(130)	(203)	(224)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(392)	101	(58)	438	209
Tổng tiền đầu năm	694	246	332	268	706
Thay đổi trong kỳ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	246	332	268	706	915

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,889	2,718	2,786	3,181	3,910
Tăng trưởng (%)	-19.3	-5.9	2.5	14.2	22.9
Giá vốn hàng bán	(1,166)	(1,127)	(1,031)	(1,142)	(1,572)
Lợi nhuận gộp	1,723	1,591	1,754	2,040	2,338
Biên lợi nhuận gộp (%)	59.6	58.5	63.0	64.1	59.8
Chi phí BH & QLDN	(233)	(450)	(299)	(275)	(203)
LN từ HĐKD	1,490	1,140	1,455	1,764	2,135
Tăng trưởng (%)	(40.5)	(13.6)	27.6	35.7	26.7
Biên LN từ HĐKD (%)	51.6	42.0	52.2	55.5	54.6
LN khác	(527)	(568)	(430)	(332)	(320)
Thu nhập tài chính	40	60	75	65	89
Chi phí tài chính	(569)	(370)	(470)	(391)	(403)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(487)	(343)	(293)	(391)	(403)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	2	(258)	(34)	(5)	(6)
LNTT	963	573	1,026	1,428	1,809
Thuế TNDN	(97)	(126)	(81)	(185)	(255)
LNST	866	447	944	1,243	1,554
Tăng trưởng (%)	(36.4)	(48.4)	111.1	31.6	25.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	30.0	16.5	33.9	39.1	39.7
LNST cổ đông công ty mẹ	665	348	706	950	1,186
Lợi ích CĐTTS	201	99	239	293	367
LN trước thuế và lãi vay	1,450	916	1,318	1,819	2,211
Tăng trưởng (%)	(31.1)	(36.9)	44.0	38.0	21.6
Biên LN (%)	50.2	33.7	47.3	57.2	56.6
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	1,926	1,395	1,801	2,440	2,839
Tăng trưởng (%)	(25.2)	(27.6)	29.1	35.4	16.4
Biên LN (%)	66.7	51.3	64.7	76.7	72.6

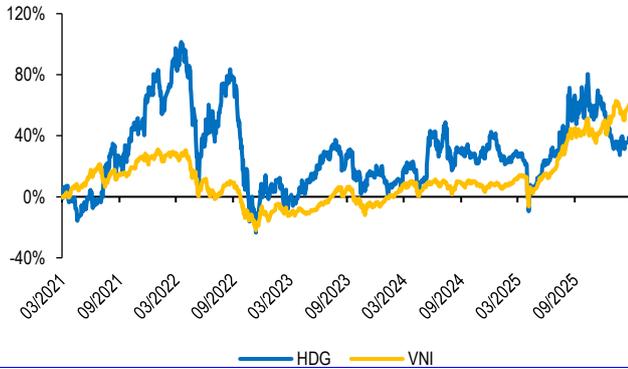
Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	2,175	1,083	1,907	2,335	2,650
BPS (đồng)	19,352	18,133	18,378	18,543	19,007
DPS (đồng)	500	500	500	500	500
PER (x)	12.7	27.5	14.3	14.1	12.4
PBR (x)	1.4	1.6	1.5	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	7.2	8.4	10.8	7.7	6.3
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	48.3	26.2	21.4	18.9
Lãi cổ tức (%)	2.02	1.82	1.52	1.52	1.52
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	66.7	51.3	64.7	76.7	72.6
Biên LN từ HĐKD (%)	51.6	42.0	52.2	55.5	54.6
Biên LNST (%)	30.0	16.5	33.9	39.1	39.7
ROA (%)	6.0	3.2	6.4	7.7	9.0
ROE (%)	12.0	6.1	11.3	13.2	14.5
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	75.1	66.2	56.1	50.6	44.6
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	248.6	273.5	182.6	125.1	87.3
Tỷ số thanh toán tiền mặt t(%)	27.4	49.9	63.0	71.0	94.5
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	3.0	2.7	4.5	4.6	5.5
Hiệu quả hoạt động (ngày)					
Số ngày vốn lưu động	22.5	46.9	62.3	63.2	66.3
Số ngày hàng tồn kho	0.9	1.2	1.3	1.5	2.0
Số ngày khoản phải thu	1.7	1.9	2.1	2.0	2.1

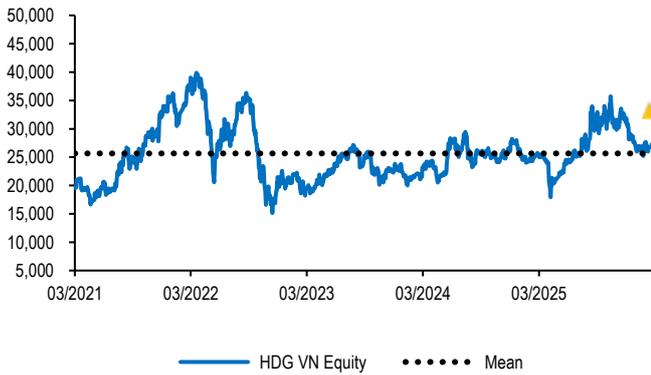
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
17/02/2025 (BC lần đầu)	GIỮ	31,500	12.4	-2.9/28.4
03/03/2026 (BC cập nhật)	MUA	34,450	18.3	-6.3/46.7

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nam Hoang

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: HDG VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiuzui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000