

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

Giá mục tiêu: 29.000 Đồng

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**

Tăng giá: 13,3%

06/05/2026

KQKD Q1/2026 chịu áp lực; Triển vọng dài hạn ổn định hơn

Sau đợt điều chỉnh giá cổ phiếu từ đỉnh cuối tháng 3/2026, chúng tôi nâng khuyến nghị HDG lên **KHẢ QUAN** (từ Trung lập), với giá mục tiêu 12 tháng điều chỉnh là **29.000 đồng/cổ phiếu** (từ mức 31.300 đồng/CP), tương ứng tiềm năng tăng giá 13%. Giá mục tiêu thấp hơn phản ánh giá định thận trọng hơn đối với nhà máy điện mặt trời Infra 1 và việc lùi thời điểm dự phóng doanh thu tại dự án Hado Green Lane.

Luận điểm đầu tư

- Lợi nhuận chịu áp lực trong ngắn hạn, nhằm hỗ trợ sự ổn định dài hạn:** HDG ghi nhận 193 tỷ đồng chi phí dự phòng trong Q1/2026 liên quan đến khả năng hồi tổ giá điện tại nhà máy Infra 1. Điều này phản ánh quan điểm thận trọng trong bối cảnh hướng giải quyết pháp lý từ EVN đang trong quá trình hoàn thiện. Chúng tôi cho rằng các khoản chi phí này là không thường xuyên, chỉ giới hạn trong giai đoạn từ ngày vận hành thương mại (COD) đến ngày nhận văn bản nghiệm thu (CCA).
- Động lực tăng trưởng lợi nhuận:** Lợi nhuận dự kiến phục hồi được hỗ trợ bởi (i) việc tiếp tục bán hàng tại Hado Charm Villas (sau một năm 2025 trầm lắng) và (ii) đưa vào vận hành nhà máy thủy điện La Trọng, dự kiến trong Q3/2026.
- Giảm rủi ro tỷ giá:** Việc chuyển đổi khoản nợ bằng đồng EUR tại dự án điện gió 7A sang VND đã giảm rủi ro ngoại hối, cải thiện sức khỏe của bảng cân đối kế toán.

Điểm nhấn từ ĐHCĐ và Triển vọng năm 2026

- Kế hoạch so với thực tế:** Ban lãnh đạo đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu 13% và LNST 16% trong năm 2026. Chúng tôi đánh giá đây là kế hoạch tham vọng, khi LNST Q1/2026 giảm 50% svck và khó khăn đối với mảng bất động sản vẫn hiện hữu.
- Diễn biến pháp lý:** Đề xuất của EVN về việc áp dụng giá điện chuyển tiếp cho các dự án năng lượng tái tạo đang trong quá trình xem xét, thảo luận đã dẫn đến khoản chi phí dự phòng tại Infra 1. Cách hạch toán thận trọng này là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận Q1/2026 sụt giảm mạnh.
- Danh mục dự án mới:** HDG sẽ tiếp tục theo đuổi mở rộng trong cả hai mảng bất động sản và điện, tạo nền tảng cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn.
- Dự báo của SSI Research:** Chúng tôi dự báo doanh thu tăng 6% và NPATMI tăng 2% trong cả năm 2026, với lợi nhuận dự kiến phục hồi từ Q2/2026 trở đi. Đáng chú ý, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số svck cho giai đoạn từ Q2 đến Q4/2026, nhờ chi phí quay lại mức bình thường và việc triển khai dự án cũng như công tác bán hàng tại dự án Hado Charm Villas.

Yếu tố hỗ trợ:

- Đẩy nhanh tiến độ bán hàng tại dự án Hado Charm Villas
- Tiến độ triển khai các dự án bất động sản và điện mới

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

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

Kết luận: Lợi nhuận ngắn hạn chịu áp lực từ các khoản dự phòng bất thường và rủi ro pháp lý, nhưng các điều chỉnh này hỗ trợ nền tảng lợi nhuận trong những quý tới, giúp HDG hướng tới một triển vọng tăng trưởng ổn định và phản ánh đúng tình hình kinh doanh hơn từ nửa cuối năm 2026.

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	3.581	2.889	2.718	2.787	2.960
Tăng trưởng doanh thu thuần	-5,2%	-19,3%	-5,9%	2,5%	6,2%
Biên lợi nhuận gộp	61,8%	59,6%	58,5%	62,7%	64,9%
NPATMI	1.096	665	348	770	789
EPS (VND)	4.507	2.175	1.083	2.082	2.110
Tăng trưởng EPS	-19,7%	-51,7%	-50,2%	92,3%	1,3%
Nợ/VCSH (x)	0,9	0,8	0,7	0,6	0,4
Tỷ suất cổ tức	0,0%	1,8%	0,0%	1,8%	2,0%
ROE	22,8%	12,6%	6,1%	12,6%	11,6%
P/E (x)	7,0	12,7	26,3	13,1	12,1
P/B (x)	1,4	1,4	1,6	1,5	1,3
EV/EBITDA (x)	5,4	7,4	10,2	7,9	7,0

Nguồn: HDG, SSI Research

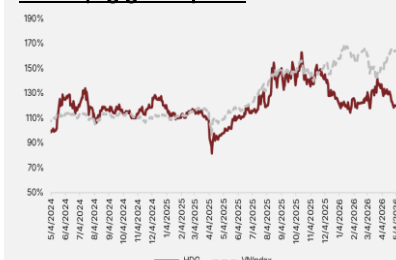
Đào Minh Châu, CFA

Phó Giám đốc TTPT

chaudm@ssi.com.vn

Giá CP - VND (5/05/26)	25.600
Vốn hóa (USDmn):	361
SLCP lưu hành (triệu cp):	370
KLGD TB 3 tháng (triệu cp):	2,7
Giá cao/thấp 52T (k VND):	35,1/21,3
GTGD TB 3 tháng (USDmn):	2,9
Tỷ lệ SHNN (%):	19,6
GTNN còn được mua (USDmn):	109,9
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).

ĐHCĐ 2026 và KQKD Q1/2026: Giải quyết vấn đề pháp lý trong mảng bất động sản và điện để hỗ trợ phát triển dài hạn

Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận

Kế hoạch doanh thu và LNST năm 2026 lần lượt là 3,2 nghìn tỷ đồng (+13% svck) và 1,2 nghìn tỷ đồng (+16% svck). Trong giai đoạn 2023-2025, HDG liên tục không hoàn thành kế hoạch lợi nhuận do tiến độ bán hàng tại Hado Charm Villas.

Kế hoạch năm 2026 theo mảng hoạt động

• Mảng Bất động sản

- ✓ **Hado Charm Villas:** HDG đặt mục tiêu bán thêm 15-20 căn trong năm 2026 (trong tổng số 104 căn còn lại). Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên dự báo ~10 căn, phản ánh việc HDG chưa có áp lực lớn trong việc đẩy nhanh bán hàng trong bối cảnh bảng cân đối kế toán lành mạnh và lãi suất vẫn ở mức cao.
- ✓ **Danh mục đầu tư:** Song song với tìm kiếm cơ hội đầu tư mới, HDG sẽ tiếp tục xúc tiến thủ tục pháp lý và đẩy nhanh đầu tư vào các dự án đủ điều kiện tham gia chương trình thí điểm nhà ở thương mại qua thỏa thuận nhận quyền sử dụng đất (**Hado Minh Long** và **62 Phan Đình Giót**), đồng thời đề xuất đưa **Hado Green Lane** và dự án **F367** (tại TP.HCM) vào danh sách thí điểm. Theo đó, chúng tôi giữ nguyên giá định bán hàng tại Hado Minh Long cho giai đoạn 2028-2030 nhưng **lùi dự báo Hado Green Lane sang 2029-2031 (từ 2028-2030)**. Chúng tôi chưa đưa dự án 62 Phan Đình Giót (đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư) và F367 vào mô hình dự báo.
- ✓ **HDG đang xem xét các mô hình đầu tư mới**, bao gồm nhà ở xã hội, khu công nghiệp, sân golf và khoáng sản.

• Mảng Điện

- ✓ **Nhà máy hiện hữu:** HDG dự kiến sản lượng giảm từ đỉnh năm 2025 do tác động bất lợi của El Niño đến danh mục thủy điện (phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi).
- ✓ **Dự án thủy điện La Trọng:** HDG đang hoàn tất thủ tục để đưa dự án vào vận hành trong Q3/2026 (mục tiêu trước đây là Q1/2026). Sự trì hoãn này ước tính có tác động không đáng kể đến dự báo lợi nhuận năm 2026.
- ✓ **Các dự án trọng điểm sắp triển khai:** Sơn Linh, Sơn Nham, Phước Hữu và Bình Gia (Bảng 1). Chúng tôi sẽ theo dõi chặt chẽ tiến độ đầu tư. Tuy nhiên, để thận trọng, hiện tại chúng tôi chưa đưa các dự án này vào dự báo.
- ✓ **Giải quyết vấn đề pháp lý** tại hai nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 và Infra 1 (Bảng 2).

Bảng 1: Danh mục dự án điện của HDG

Dự án	Loại điện	Địa điểm	Công suất (MW)	Diễn giải
La Trọng*	Thủy điện	Quảng Trị (cũ: Quảng Bình)	22	<ul style="list-style-type: none"> Đang triển khai. Mục tiêu COD: Q3/2026
Sơn Linh	Thủy điện	Quảng Ngãi	15	<ul style="list-style-type: none"> Đang nâng cấp mở rộng từ 7 MW lên 15 MW. Mục tiêu COD: cuối năm 2027
Sơn Nham	Thủy điện	Quảng Ngãi	9	<ul style="list-style-type: none"> Đang nâng cấp mở rộng từ 6,8 MW lên 9 MW. Mục tiêu COD: cuối năm 2027
7A mở rộng (7A Giai đoạn 2)	Điện gió	Khánh Hòa (cũ: Ninh Thuận)	21	<ul style="list-style-type: none"> Đang thực hiện nghiên cứu tiền khả thi. Mục tiêu COD: 2029
Phước Hữu	Điện gió	Khánh Hòa (cũ: Ninh Thuận)	50	<ul style="list-style-type: none"> Đang triển khai. Mục tiêu COD: trước cuối năm 2027 (theo QHĐ VIII sửa đổi**)
Bình Gia	Điện gió	Lạng Sơn	80	<ul style="list-style-type: none"> UBND tỉnh Lạng Sơn đã chấp thuận lựa chọn nhà đầu tư theo hình thức chỉ định nhà đầu tư (thay vì thông qua đấu thầu). Mục tiêu COD: 2029
Lệ Thủy	Điện gió	Quảng Trị (cũ: Quảng Bình)	30	<ul style="list-style-type: none"> Đang đề xuất đầu tư. Mục tiêu COD: 2030
Tổng			227	

Nguồn: HDG, SSI Research

*La Trọng là dự án điện duy nhất hiện tại được đưa vào mô hình dự báo.

**QHĐ VIII: Quy hoạch Phát triển Điện lực VIII

Bảng 2: Tóm tắt KQKD Q1/2026 và cập nhật pháp lý tại Hồng Phong 4 và Infra 1*

Tỷ đồng	1Q25	1Q26	svck	Diễn giải
Doanh thu	599	684	14%	<ul style="list-style-type: none"> Đề xuất của EVN: EVN gần đây đã gặp gỡ các nhà đầu tư gặp vướng mắc pháp lý trong các dự án năng lượng tái tạo và đề xuất áp dụng giá điện chuyển tiếp** cho sản lượng điện phát từ ngày COD đến ngày nhận văn bản nghiệm thu (CCA). Sau đó, giá FIT đã thỏa thuận sẽ được áp dụng đến hết vòng đời dự án. Ảnh hưởng đến HDG: Hồng Phong 4 và Infra 1 là các dự án bị ảnh hưởng (giá điện chuyển tiếp có thể áp dụng là 1.184,9 đồng/kWh, mức trần). Nếu được áp dụng, cả hai dự án sẽ phát sinh các khoản hồi tố, tương ứng với chênh lệch doanh thu giữa giá FIT gốc và mức 1.184,9 đồng/kWh trong giai đoạn COD-CCA. Hồng Phong 4: Hiệu quả hoạt động có thể duy trì ổn định do đã ghi nhận chi phí dự phòng tương ứng từ năm 2024 (hiện đang tạm thời được trả tiền điện theo 50% giá điện chuyển tiếp). Dự án đặt mục tiêu nhận CCA vào cuối năm 2026. Infra 1: Không có điều chỉnh kế toán nào được thực hiện từ ngày COD (4/9/2020) đến ngày nhận CCA (28/2/2023). Để thận trọng, HDG đã trích lập 193 tỷ đồng chi phí dự phòng trong Q1/2026, phản ánh rủi ro hồi tố tương tự như Hồng Phong 4. Khoản chi phí này cũng là nguyên nhân chính khiến LNST Q1/2026 giảm 50% svck.
LNST	207	104	-50%	

Nguồn: HDG, SSI Research

*Chi tiết KQKD Q1/2026 xem thêm tại Phụ lục 2

**Quyết định 21/QĐ-BCT ngày 7/1/2023

Kế hoạch cổ tức năm 2025-2026

- Năm 2025: 500 đồng/cổ phiếu bằng tiền mặt và cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 10%.
- Năm 2026: 15% vốn điều lệ (hình thức chi trả cụ thể chưa được công bố).

Triển vọng năm 2026

Với KQKD Q1/2026, chúng tôi đưa 193 tỷ đồng chi phí một lần của Infra 1 vào dự báo năm 2026 (hạch toán vào chi phí SG&A) và theo đó điều chỉnh giảm dự báo LNST năm 2026 xuống còn 1 nghìn tỷ đồng (-11% so với ước tính trước đây). Dự báo của chúng tôi thận trọng hơn so với kế hoạch năm 2026 của HDG, phản ánh các diễn biến gần đây liên quan đến vấn đề pháp lý của Infra 1 và giả định thận trọng về doanh số tại dự án Hado Charm Villas.

Bảng 3: Dự báo sản lượng tiêu thụ điện năm 2026

triệu kWh	2025	2026F	% svck
Thủy điện	1.490	1.375	-8%
Za Hứng	160	170	6%
Nậm Pông	120	102	-15%
Nhạn Hạc	293	241	-18%
Đăk Mi 2	669	587	-12%
Sông Tranh 4	248	246	-1%
La Trọng		29	n.m
Năng lượng tái tạo	295	296	0%
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	83	84	1%
Infra 1 (điện mặt trời)	82	84	3%
7A (điện gió)	130	128	-1%
Tổng	1.785	1.671	-6%

Nguồn: HDG, SSI Research

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận năm 2026

Tỷ đồng	2025	2026F	% svck	Giả định
Doanh thu	2.787	2.960	6%	Sát với kế hoạch doanh thu của HDG (trên 3 nghìn tỷ đồng)
Bất động sản	47	330	602%	Dựa trên giả định ghi nhận doanh thu 10 căn tại dự án Hado Charm Villas
Điện	2.274	2.168	-5%	Chúng tôi ước tính sản lượng giảm 6% svck (Bảng 3)
Cho thuê BĐS và dịch vụ khách sạn	487	482	-1%	
Xây lắp và khác	-21	-20	n.m	
Lợi nhuận gộp	1.746	1.921	10%	
Thu nhập tài chính	85	110	30%	
Chi phí tài chính	-443	-378	-15%	Khoản nợ bằng đồng EUR của nhà máy điện gió 7A đã được chuyển đổi sang đồng VND cuối năm 2025, không còn phát sinh lỗ tỷ giá từ khoản vay này.
Chi phí SG&A	-285	-474	66%	Bao gồm 193 tỷ đồng chi phí một lần liên quan đến Infra 1
LNST	1.070	1.154	8%	
LNST	993	1.018	2%	
NPATMI	770	789	2%	Nếu không tính khoản chi phí 193 tỷ đồng, NPATMI dự báo đạt 936 tỷ đồng (+22% svck)

Nguồn: HDG, SSI Research

Định giá

Mặc dù đã phản ánh vấn đề pháp lý của Infra 1 vào ước tính lợi nhuận (thông qua khoản chi phí bất thường 193 tỷ đồng), chúng tôi vẫn duy trì mức chiết khấu định giá 10% liên quan đến dự án này. Thực tế, chúng tôi cho rằng vẫn cần thêm thời gian để đánh giá đầy đủ tổng thể tác động của rủi ro pháp lý đến dự án, khi vẫn chưa có phương án cuối cùng đối với giải pháp tiềm năng. Cùng với mức chiết khấu tập đoàn 10% hiện hành, chúng tôi tiếp tục áp dụng tổng mức chiết khấu định giá là 20%.

Ngoài ra, cùng với việc lùi dự báo bán hàng tại Hado Green Lane, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1 năm của HDG xuống **29.000 đồng/cổ phiếu** (từ 31.300 đồng/CP). Với tiềm năng tăng giá 13%, chúng tôi nâng khuyến nghị cổ phiếu lên **KHẢ QUAN** (từ Trung lập).

Bảng 5: Tóm tắt định giá

Dự án/Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
Bất động sản		3.129
Hado Charm Villas	RNAV	934
Hado Green Lane	RNAV	1.086
Hado Minh Long	RNAV	1.025
Hado Garden Villas	RNAV	84
Dịch vụ khách sạn / Cho thuê BĐS	DCF	880
Điện		9.451
Za Hưng	DCF	421
Nậm Pông	DCF	367
Nhạn Hạc	DCF	710
Đắk Mi 2	DCF	3.592
Sông Tranh 4	DCF	1.153
La Trọng	DCF	260
Hồng Phong 4	DCF	532
Infra 1	DCF	1.054
7A	DCF	1.360
Tổng giá trị doanh nghiệp		13.460
Tiền mặt ròng tại công ty mẹ		-62
Giá trị hợp lý của vốn chủ sở hữu		13.398
Chiết khấu		20%
Giá trị vốn chủ sở hữu		10.718
Số lượng CP lưu hành (triệu)		370
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		29.000

Nguồn: HDG, SSI Research

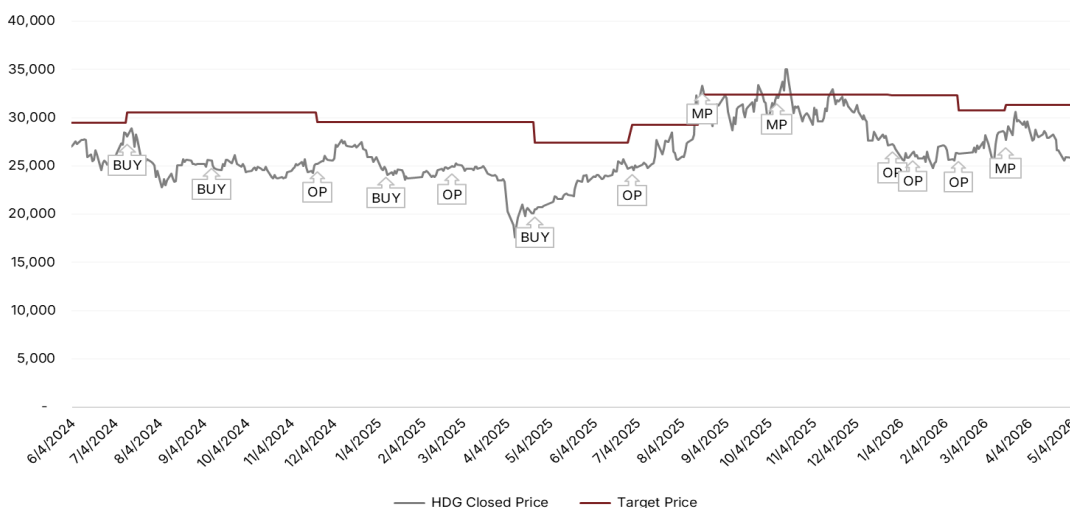
Yếu tố hỗ trợ:

- Đẩy nhanh tiến độ bán hàng tại dự án Hado Charm Villas
- Tiến độ triển khai các dự án bất động sản và điện mới

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Chậm ghi nhận doanh thu tại Hado Charm Villas, Hado Green Lane và Hado Minh Long
- Thời tiết bất lợi ảnh hưởng đến sản lượng 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	2023	2024	2025	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương	246	332	266	1.044
+ Đầu tư ngắn hạn	393	736	1.148	1.148
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.595	1.267	1.396	1.145
+ Hàng tồn kho	1.074	857	769	828
+ Tài sản ngắn hạn khác	47	35	43	57
Tổng tài sản ngắn hạn	3.354	3.228	3.621	4.222
+ Các khoản phải thu dài hạn	287	287	289	315
+ GTCL Tài sản cố định	9.034	8.548	8.054	7.665
+ Bất động sản đầu tư	758	729	789	758
+ Tài sản dài hạn dở dang	831	902	1.757	1.767
+ Đầu tư dài hạn	63	59	56	56
+ Tài sản dài hạn khác	112	97	120	124
Tổng tài sản dài hạn	11.084	10.622	11.065	10.686
Tổng tài sản	14.438	13.849	14.686	14.908
+ Nợ ngắn hạn	2.329	2.140	2.186	2.225
Trong đó: vay ngắn hạn	625	631	681	647
+ Nợ dài hạn	4.881	4.333	4.102	3.460
Trong đó: vay dài hạn	4.801	4.253	4.018	3.365
Tổng nợ phải trả	7.210	6.473	6.288	5.685
+ Vốn góp	3.058	3.363	3.700	3.700
+ Thặng dư vốn cổ phần	375	375	375	375
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.394	2.284	2.717	3.313
+ Quỹ khác	1.402	1.354	1.607	1.836
Vốn chủ sở hữu	7.229	7.376	8.398	9.223
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	14.438	13.849	14.686	14.908
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	794	1.050	1.243	1.769
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-326	-116	-588	-118
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-859	-833	-715	-872
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-392	101	-59	778
Tiền đầu kỳ	694	246	332	266
Tiền cuối kỳ	246	332	266	1.044
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,44	1,51	1,66	1,9
Hệ số thanh toán nhanh	0,96	1,09	1,29	1,5
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,27	0,5	0,65	0,99
Nợ ròng / EBITDA	2,59	2,99	1,87	1,27
Khả năng thanh toán lãi vay	2,98	2,67	4,57	4,59
Ngày phải thu	152,6	180,3	194,9	198,4
Ngày phải trả	40,1	18,8	21,5	22,3
Ngày tồn kho	384,3	312,8	285,2	280,5
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,5	0,53	0,57	0,62
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,5	0,47	0,43	0,38
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1	0,88	0,75	0,62
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,75	0,66	0,56	0,44
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,09	0,09	0,08	0,07

Nguồn: HDG, SSI Research

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	2.889	2.718	2.787	2.960
Giá vốn hàng bán	-1.166	-1.127	-1.041	-1.039
Lợi nhuận gộp	1.723	1.591	1.746	1.921
Doanh thu hoạt động tài chính	40	60	85	110
Chi phí tài chính	-569	-370	-443	-378
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-15	-4	-11	-14
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-218	-446	-274	-459
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	961	831	1.103	1.179
Thu nhập khác	2	-258	-32	-25
Lợi nhuận trước thuế	963	573	1.070	1.154
Lợi nhuận ròng	866	447	993	1.018
Lợi nhuận chia cho cổ đông	665	348	770	789
Lợi ích của cổ đông thiểu số	201	99	223	229
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	2.175	1.083	2.082	2.110
Giá trị sổ sách (VND)	19.352	18.133	18.547	20.157
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	500	0	500	500
EBIT	1.450	916	1.370	1.475
EBITDA	1.970	1.441	1.895	2.012
Tăng trưởng				
Doanh thu	-19,3%	-5,9%	2,5%	6,2%
EBITDA	-25,2%	-26,9%	31,6%	6,2%
EBIT	-31,1%	-36,9%	49,7%	7,6%
Lợi nhuận ròng	-36,4%	-48,4%	122,1%	2,5%
Vốn chủ sở hữu	10,4%	2,0%	13,9%	9,8%
Vốn điều lệ	25,0%	10,0%	10,0%	0,0%
Tổng tài sản	-4,4%	-4,1%	6,0%	1,5%
Định giá				
P/E	12,7	26,3	13,1	12,1
P/B	1,4	1,6	1,5	1,3
Giá/Doanh thu	2,9	3,4	3,6	3,2
Tỷ suất cổ tức	1,8%	0,0%	1,8%	2,0%
EV/EBITDA	7,4	10,2	7,9	7
EV/Doanh thu	5	5,4	5,4	4,7
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	59,6%	58,5%	62,7%	64,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	49,7%	42,2%	49,0%	48,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	30,0%	16,5%	35,7%	34,4%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,5%	0,2%	0,4%	0,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	7,6%	16,4%	9,8%	15,5%
ROE	12,6%	6,1%	12,6%	11,6%
ROA	5,9%	3,2%	7,0%	6,9%
ROIC	10,3%	5,7%	10,0%	9,9%

PHỤ LỤC 2: KQKD Q1/2026

KQKD Q1/2026

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	% svck	Q4/25	% so với quý trước	% kế hoạch công ty
Doanh thu thuần	599	684	14,3%	886	-22,8%	21%
Lợi nhuận gộp	401	442	10,2%	600	-26,4%	
Lợi nhuận hoạt động	317	183	-42,2%	528	-65,3%	
EBIT	305	198	-35,1%	519	-61,9%	
EBITDA	440	333	-24,4%	647	-48,6%	
LNTT	229	124	-46,0%	442	-72,0%	
LNST	207	104	-49,8%	423	-75,4%	9%
NPATMI	155	50	-67,8%	349	-85,7%	

Nguồn: HDG, SSI Research

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp theo mảng hoạt động Q1/2026

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	% svck
Doanh thu thuần	599	684	14,3%
Bất động sản	0	49	n.m
Dịch vụ khách sạn	37	45	22%
Cho thuê bất động sản	79	87	10%
Điện	503	508	1%
Xây lắp và khác	-20	-5	n.m
Lợi nhuận gộp	401	442	10%
Bất động sản	17	43	150%
Dịch vụ khách sạn	21	28	34%
Cho thuê bất động sản	31	22	-28%
Điện	356	354	-1%
Xây lắp và mảng khác	-24	-6	n.m

Nguồn: HDG, SSI Research

Trong Q1/2026, HDG ghi nhận doanh thu đạt 684 tỷ đồng (+14% svck) và LNST đạt 104 tỷ đồng (-50% svck). Mặc dù doanh thu đáp ứng kỳ vọng của chúng tôi, lợi nhuận thấp hơn dự báo do HDG ghi nhận 193 tỷ đồng chi phí dự phòng cho nhà máy Infra 1 (theo giải thích tại Bảng 2). Chúng tôi cho rằng khoản mục bất thường này không gây ra rủi ro giảm giá đối với định giá, vì trước đây chúng tôi đã áp dụng mức chiết khấu định giá 10% liên quan đến rủi ro pháp lý của Infra 1.

Điểm nhấn KQKD Q1/2026

- Bất động sản là động lực lợi nhuận chính trong quý.** Mảng này ghi nhận 49 tỷ đồng doanh thu (so với doanh thu bằng không trong Q1/2025) từ hai căn đã bán tại dự án Hado Charm Villas trong năm 2025 (xem chi tiết tại [Báo cáo cập nhật HDG](#)). Do mặt bằng lãi suất hiện tại, dự án chưa ghi nhận thêm doanh số mới trong quý. Trong khi đó, các mảng còn lại duy trì hoạt động ổn định.
- Chi phí SG&A tăng lên 260 tỷ đồng (+4,6 lần svck).** Mức tăng đột biến chủ yếu đến từ khoản chi phí 193 tỷ đồng nêu trên. Loại trừ khoản mục này, chúng tôi ước tính LNTT có thể đã tăng khoảng 38% svck trong quý.

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 kì 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