

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)
Vượt qua thách thức

- LN ròng 6T26 tăng 121% svck, chủ yếu đến từ khoản điều chỉnh giảm chi phí sử dụng đất Charm Villa 197 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính LN Q3 ghi nhận giảm 13% svck do thủy điện kém thuận lợi.
- Điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng 2026/27 54%/39% sv dự phóng trước, chủ yếu do lùi tiến độ Charm Villa. HDG đang dần bước qua giai đoạn khó khăn nhất, kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng LN đạt 4%/18% svck.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 22,500đ/cp.

Dự báo KQKD Q3/26: Thủy điện bắt đầu giảm sút rõ rệt hơn

LN ròng 6T26 tăng mạnh 121% svck trong bối cảnh mảng chính là thủy điện bắt đầu có xu hướng giảm rõ rệt hơn, chủ yếu là do doanh nghiệp ghi nhận giảm chi phí tiền sử dụng đất của Charm Villa, hỗ trợ giá vốn giảm mạnh 197 tỷ đồng. Nhìn sang Q3/26, khi pha El Nino tăng cường, huy động thủy điện sẽ tiếp tục gặp áp lực và là nguyên nhân chính khiến LN Q3 giảm 13% svck. Một số điểm tích cực bù đắp lại bao gồm mảng quản lý vận hành các tòa nhà tăng nhẹ, cũng như hoạt động tài chính tiếp tục tích cực nhờ nguồn tiền dồi dào và rủi ro tỷ giá đã được loại bỏ.

Triển vọng 2026-27: Hoạt động kinh doanh dần ổn định trở lại

Ước tính LN ròng 2026-27 tăng 4%/+18% svck, tương đương với mức giảm 54%/39% sv dự phóng trước, chủ yếu do lùi tiến độ bàn giao Charm Villa trong bối cảnh lãi suất cao, thanh khoản giảm sút. Tuy nhiên, áp lực bán hàng của HDG sẽ không quá lớn, hỗ trợ bởi danh mục điện vẫn hành ổn định, đem lại dòng tiền dồi dào. Doanh nghiệp chủ động giãn tiến độ đầu tư để chờ đợi những thời điểm thuận lợi hơn của thị trường.

Nhìn về dài hạn, HDG duy trì các kế hoạch đầu tư bền vững, tập trung vào 2 mũi nhọn điện NLTT và BDS. Cụ thể, HDG đang triển khai danh mục ~100MW NLTT, điểm rơi trong 2027-28. Ngoài ra, doanh nghiệp tiếp tục chuẩn bị quỹ đất cho chu kỳ tới, bao gồm Linh Trung (HCM) và 62 Phan Đình Giót (HN) được đưa vào danh sách thí điểm, trong khi Green Lane (HCM) vẫn đang tích cực được tháo gỡ.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 22,500đ/cp

Giá mục tiêu đạt 22,500đ/cp (-26% sv dự báo trước) do 1) nâng tỷ lệ chiết khấu các mảng chính như điện, BDS; 2) Giảm hệ số P/B từ 1.5x về 1.0x với các dự án BDS chưa triển khai; 3) Áp dụng mức chiết khấu toàn tập đoàn 25%. Hiện tại, HDG đang giao dịch ở P/B 0.9x, mức đáy 5 năm trong khi triển vọng lợi nhuận ổn định trở lại, và các rủi ro pháp lý đã được khoanh vùng. Chúng tôi cho rằng HDG có thể từng bước cân bằng quanh vùng giá hiện tại khi các yếu tố bất lợi dần được phản ánh đầy đủ hơn. Do đó, chúng tôi đưa ra quan điểm tích lũy dần đối với HDG, ưu tiên giải ngân từng phần thay vì mua tập trung.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,718	2,786	2,786	3,352
Lợi nhuận ròng	348	706	733	868
Tăng trưởng doanh thu thuần	-5.7%	2.5%	0.0%	20.3%
Tăng trưởng LN ròng	-51.0%	102.6%	3.8%	18.4%
Biên LN gộp	58.5%	63.0%	69.9%	62.8%
Biên EBITDA	59.2%	63.5%	67.3%	67.2%
ROAE	5.7%	10.4%	10.2%	11.2%
ROAA	2.5%	4.8%	4.5%	5.0%
EPS (VND/cổ phiếu)	720	1,601	1,564	1,831
BVPS (VND/cổ phiếu)	14,984	16,708	17,597	19,043

Nguồn: HDG, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND22,500

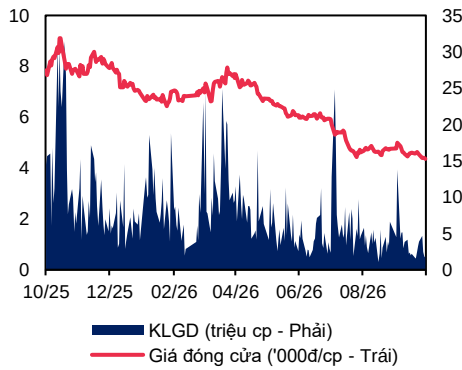
Tiềm năng tăng giá

51%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2026/27 lần lượt -54%/-39% sv báo cáo T10/2025.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	15,350
Cao nhất 52 tuần (VND)	31,870
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15,350
Vốn hóa (tỷ VND)	6,247
P/E (TTM)	6.7
P/B	0.9
Thị suất cổ tức (%)	3.0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	17.5%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Trọng Thông	31.8%
PYN ELITE FUND	9.9%
Nguyễn Văn Tô	8.1%
Khác	50.2%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)

Luận điểm đầu tư và khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Danh mục điện ~460MW vận hành ổn định đem lại nguồn thu dồi dào hàng năm. Các dự án có tỉ lệ đòn bẩy vừa phải, chính sách vay hấp dẫn giúp HDG đứng vững trong một thị trường biến động lãi suất. GĐ 2026-28 doanh nghiệp đang triển khai mở rộng công suất ~180MW, tập trung vào thể mạnh thủy điện và điện gió, bao gồm thủy điện La Trọng (22MW), Sơn Linh-Sơn Nham (24MW), điện gió Phước Hữu (50MW), và điện gió Bình Gia (80MW). Đối với rủi ro tồn đọng tại các dự án cũ, doanh nghiệp về cơ bản đã xử lý được các rủi ro lớn, thông qua việc trích lập đầy đủ cho cả Hồng Phong 4 và Infra 1. Chúng tôi nhận thấy quan điểm gần đây của Chính phủ, ưu tiên tháo gỡ cho các dự án sai phạm, tạo cơ chế để giữ nguyên giá FIT. Chúng tôi cho rằng quan điểm này là hợp lý nhằm khôi phục lại niềm tin của nhà đầu tư, đặc biệt khi mục tiêu tăng trưởng nguồn điện là rất lớn theo quy hoạch đến 2030.
- Kỳ vọng LN bắt đầu cải thiện 4%/18% trong 2026-27 sau giai đoạn rất khó khăn. Tốc độ bán hàng Charm Villa sẽ chậm lại đáng kể đến ít nhất hết nửa đầu 2027 trong bối cảnh lãi suất cao, và thanh khoản giảm mạnh. Tuy nhiên, dự án có chi phí xây dựng rẻ trong khi đã hưởng lợi từ một chu kỳ tăng giá mạnh 2022-25, kỳ vọng sẽ đem lại mức LN tối ưu khi bàn giao. Trong 2026-28, doanh nghiệp vẫn đang chuẩn bị quỹ đất để đón đầu một chu kỳ mới, bao gồm 3 dự án trong danh sách thí điểm theo Nghị quyết 171, các dự án nằm ở trung tâm và có quy mô khá nhỏ, kỳ vọng bán hàng được nhanh, tuy nhiên trong bối cảnh thị trường đóng băng, bản thân doanh nghiệp cũng chưa quá vội vàng trong công tác triển khai những dự án này.
- Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp đang bước dần ra khỏi giai đoạn rất khó khăn từ 2023 đến nay, thời điểm hoạt động triển khai dự án mới đình trệ ở cả mảng BDS và điện, cùng những các sai phạm pháp lý liên tục ập đến. Hiện tại, chúng tôi cho rằng các rủi ro lớn nhất đã được phản ánh vào giá, thể hiện qua mức P/B ~0.9x, quanh mức đáy lịch sử. Khi những rủi ro lớn nhất được khoanh vùng, chúng tôi cho rằng HDG sẽ có sự chuẩn bị tốt để đón đầu một chu kỳ phục hồi mới.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 22,500đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 22,500đ/cp (giảm 26% sv dự báo tháng 10/2025). Định giá sử dụng phương pháp SOTP cụ thể:

- Áp dụng phương pháp DCF (WACC: 14.5%, tăng sv mức 12.5% báo cáo trước, phản án môi trường lãi suất tăng) cho mảng điện;
- Tỷ suất vốn hóa 8% cho mảng thuê sản thương mại & khách sạn;
- Đối với bất động sản nhà ở, chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV (Tỷ lệ chiết khấu 15%, tăng từ mức 12% trong dự báo trước), đối với các dự án chưa có tiến độ triển khai rõ ràng, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách cuối Q2/26 thay vì điều chỉnh theo mức P/B 1.5x như dự phóng trước, phản ánh rủi ro hiện tại của thị trường.

- Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu toàn tập đoàn 25%, phản ánh rủi ro của doanh nghiệp đa ngành, đồng thời phản ánh các rủi ro tiềm tàng từ tình hình pháp lý chung của doanh nghiệp.

Hiện tại, HDG đang giao dịch ở mức P/B khoảng 0.9x, tương đương vùng định giá thấp nhất trong 5 năm qua, trong khi triển vọng lợi nhuận được kỳ vọng từng bước ổn định trở lại. Với mức chiết khấu định giá hiện tại, chúng tôi cho rằng phần nào các rủi ro đã được phản ánh vào giá. Theo đó, chúng tôi cho rằng HDG có thể từng bước cân bằng quanh vùng giá hiện tại khi các yếu tố bất lợi dần được phản ánh đầy đủ hơn. Trong bối cảnh rủi ro ngắn hạn vẫn còn, chúng tôi duy trì quan điểm tích lũy d ần đối với HDG, ưu tiên giải ngân từng phần thay vì mua tập trung. Nhìn về phía trước, chúng tôi kỳ vọng nửa cuối năm 2026 có thể là giai đoạn chuyển tiếp quan trọng, khi các vấn đề pháp lý liên quan đến lĩnh vực điện từng bước được khoanh vùng và triển vọng kinh doanh dần rõ nét hơn. Đây có thể là nền tảng để HDG bước vào năm 2027 với môi trường hoạt động ổn định hơn, dù vẫn cần theo dõi sát diễn biến lãi suất, thị trường bất động sản và các yếu tố pháp lý liên quan.

Tiềm năng tăng giá:

- Được hoàn nhập phần trích lập dự phòng sau khi có các đề xuất mới về giữ giá FIT và không hồi tố các dự án sai phạm.
- Triển vọng huy động thủy điện tốt hơn dự kiến và giá bán bình quân cao hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá:

- Việc phê duyệt pháp lý các dự BDS chậm và tình hình thanh khoản thị trường căng thẳng hơn dự kiến.
- Trong T7, Cơ quan an ninh có văn bản yêu cầu nộp hồ sơ điều tra các sai phạm tại dự án Hồng Phong 4. Theo doanh nghiệp, hiện tại HDG đang cung cấp các hồ sơ nghiệm thu đã ký với Điện Lực Miền Nam, cơ bản đang phục vụ công tác điều tra, chưa có kết luận cuối cùng. Chúng tôi cho rằng sẽ không có thêm các rủi ro mới trong sự kiện này, nhất là khi quan điểm của Chính Phủ tập trung tháo gỡ cho các dự án NLTT, chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và cập nhật các thông tin mới.

Hình 1: Tổng hợp định giá SOTP

Bảng tổng hợp định giá SOTP			
	Giá trị (tỷ đồng)	Phương Pháp	Giá trị hợp lý
Điện	13,424	DCF (WACC: 14%)	
BDS Nhà ở	2,439	RNAV (Tỷ lệ chiết khấu: 15%)	
Cho thuê BDS và khách sạn	1,407	Cap rate: 8%	
(+) Tiền và tương đương tiền	1,412		
(-) Nợ vay	4,702		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1,761		
Giá trị doanh nghiệp	12,219		
Chiều khấu doanh nghiệp đa ngành	25%		
Giá trị doanh nghiệp sau chiết khấu	9,165		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	407		
Giá trị mỗi cp (VND/cp)			22,517
Giá trị mỗi cp (làm tròn, VND/cp)			22,500

Nguồn: MBS Research

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Vốn hóa tr USD	P/E(x)		P/BV(x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg		TTM	2026	Hiện tại	2026	2025	2026	2025	2026
Doanh nghiệp điện										
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1	304.6	7.8	9.8	1.1	1.0	4.9	3.6	16.3	12.0
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE	1,136.1	11.1	10.7	1.3	1.3	6.7	6.4	12.7	11.5
CTCP Điện Gia Lai	GEG	170.8	13.3	10.6	0.9	0.8	2.6	3.0	7.4	6.9
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	160.5	11.8	na	2.0	na	13.7	na	17.1	na
CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH	376.8	10.4	na	1.9	na	11.2	na	18.5	na
Trung bình			10.9	10.4	1.4	1.0	7.8	4.3	14.4	10.1
Doanh nghiệp BDS										
CTCP tập đoàn C.E.O	CEO	240.7	32.6	na	1.0	na	1.9	na	3.1	na
Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH	652.0	10.3	13.0	0.9	0.9	4.9	4.6	9.0	7.3
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	487.5	63.1	36.2	0.8	0.7	0.5	1.6	1.4	1.9
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	408.9	17.7	14.6	0.8	0.8	2.3	3.2	5.2	5.9
Trung bình			30.9	21.3	0.9	0.8	2.4	3.1	4.7	5.0
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	235.7	6.5	7.6	0.9	0.8	6.5	6.3	14.1	13.9

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD 6T26: Điều chỉnh giảm giá vốn mảng BDS sau kiểm toán, hỗ trợ tăng mạnh lợi nhuận

Hình 3: Tổng hợp KQKD 6T26 và dự báo Q3/26 của MBS

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/26	% svck	6T26	% svck	dự báo Q3/26	% svck	% sv dự phóng	Nhận xét (sv báo cáo T10/2025)
Doanh thu	491.6	-17%	1,200.0	1%	637.0	-11%	30%	
Kinh doanh điện	380.2	-18%	888.2	-8%	473.0	-17%	40%	Doanh thu 6T26 giảm chủ yếu do thủy điện giảm, chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ rõ rệt hơn trong Q3, giai đoạn cường độ pha El Nino tăng cường.
BDS Nhà ở + Xây lắp	(5.9)	na	43.4	938%	33.0	50%	3%	Bán hàng khá chậm trong bối cảnh thị trường BDS đóng băng, lãi suất cao, doanh nghiệp bàn giao 2 căn trong 6 tháng đầu năm, ước tính chỉ ghi nhận thêm 1 căn trong Q3.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	126.2	2%	268.4	12%	131.0	51%	55%	Tiếp tục tăng trưởng trong Q3 khi nhận quản lý thêm 3 tòa nhà mới
LN gộp	462.2	85%	903.9	39%	429.9	-13%	35%	LN gộp tăng trưởng mạnh sau khi ra báo cáo kiểm toán, chủ yếu do các điều chỉnh từ dự án BDS Charm Villa.
Biên LN gộp (%)	94.0%	52đ%	75.3%	21đ%	67.5%			
Kinh doanh điện	224.1	-28%	578.4	-13%	331.1	-22%	38%	
BDS Nhà ở + Xây lắp	197.3	na	240.5	na	22.8	-78%	27%	LN gộp tăng mạnh trong Q2/26, chủ yếu do điều chỉnh giảm 197 tỷ đồng giá vốn, là chi phí tiền sử dụng đất của dự án Charm Villa sau khi tính toán lại theo phương án chính thức của Ủy ban Thành phố Hà Nội.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	76.4	687%	109.5	80%	76.0	95%	61%	Biên LN ổn định trở lại trong khi cùng kỳ năm ngoái ghi nhận các khoản chi phí bất thường.
Chi phí bán hàng&QLDN	61.9	-19%	321.8	142%	63.0	-10%	111%	6T26 tăng mạnh 145% svck do trích lập thêm 193 tỷ cho ĐMT Infra 1 trong Q1, tương ứng khoản truy thu chênh lệch giữa giá FIT và chuyển tiếp từ 2021 đến nay.
EBIT	400.3	132%	582.1	12%	331.9	-8%	25%	
Doanh thu tài chính	33.6	36%	57.9	49%	45.0	166%	48%	Doanh thu tài chính Q2/26 tăng 29% svck chủ yếu từ lãi tiền gửi tăng. Lượng tiền & tương đương tiền tăng 21% sv đầu năm, khá dồi dào, trong đó chủ yếu là tiền gửi ngắn hạn, còn lại là đầu tư trái phiếu.

Chi phí tài chính	79.0	-49%	156.4	-41%	80.0	-1%	39%	Chi phí tài chính giảm mạnh do cùng kỳ năm ngoái ghi nhận lỗ tỷ giá lớn, đến từ khoản vay EUR cho điện gió 7A, hiện tại đã tái cấu trúc sang vay VND; Chi phí lãi vay cơ bản đi ngang svck.
LN trước thuế	310.2	677%	434.0	61%	329.9	-8%	22%	
Biên LNTT	63.1%	832%	36.2%	60%	51.8%			
Thuế thu nhập DN	27.9	102%	49.7	38%	33.0	50%	22%	
LN sau thuế	282.3	937%	386.2	65%	296.9	-12%	22%	
Lợi ích CDTs	30.8	-33%	84.8	-13%	51.0	-3%	38%	
LN ròng	251.5	na	301.4	121%	245.9	-13%	19%	LN ròng Q2/26 đạt 251 tỷ đồng, cải thiện từ mức lỗ ròng Q2 năm ngoái, chủ yếu hỗ trợ bởi điều chỉnh giảm giá vốn Charm Villa cũng như dòng tiền tài chính cải thiện. Theo đó, LN ròng 6T26 đạt 301 tỷ đồng, tăng 121% svck. Mức LN thực tế chỉ hoàn thành 19% dự phóng T10/2025, chủ yếu do tiến độ bán hàng Charm Villa thấp hơn nhiều so với dự kiến, cũng như việc HDG tiếp tục trích lập thêm cho Infra 1. Dự kiến LN ròng Q3/26 sẽ ghi nhận giảm, nguyên nhân chính từ nhóm thủy điện.

Nguồn: HDG, MBS Research

Triển vọng 2026-27: Kinh doanh ổn định trước khó khăn thị trường

Hình 4: Tổng hợp dự phóng KQKD 2026-2027

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	% svck	2026	% svck	Δ%	2027	% svck	Δ%	Nhận xét
Doanh thu	2,786	3%	2,786	0%	-34%	3,352	20.3%	-21%	Điều chỉnh giảm doanh thu 2026/27, chủ yếu do lùi tiến độ bàn giao mảng BDS.
Kinh doanh điện	2,274	20%	2,124	-7%	-2%	2,475	17%	1%	Cơ bản giữ nguyên quan điểm dự phóng. Trong 2026, doanh thu giảm 7% trong khi dự phóng sản lượng giảm 13%, hỗ trợ bởi giá bán cải thiện. Nhìn sang 2027, pha El Nino duy trì với cường độ rất cao, dự kiến từ Q2/26 đến T2/27, ảnh hưởng rõ rệt lên sản lượng trong nửa đầu năm. Tăng trưởng 17% được kỳ vọng đến từ mùa mưa cuối năm và thủy điện La Tròng (22MW) đi vào vận hành.
BDS Nhà ở	47	-89%	173	268%	-89%	346	100%	-73%	Điều chỉnh giảm mạnh tiến độ bàn giao Charm Villa do khó khăn thị trường BDS hiện tại. Cụ thể, chúng tôi ước tính HDG chỉ bàn giao được ~5 căn trong 2026; 10 căn trong 2027 và bắt đầu phục hồi lại từ 2028-29. Hiện tại, doanh nghiệp không có kế hoạch giảm mạnh giá bán, chủ yếu tăng các ưu đãi trong thời gian mua. Theo đó, nếu ghi nhận doanh thu mức biên LN gộp sẽ duy trì khá tốt ~63% nhờ đã tăng giá mạnh tại khu vực trong mấy năm gần đây, trong khi chi phí xây dựng đã được hoàn thành trong GD trước với giá rẻ.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	486	6%	511	5%	5%	558	9%	13%	Điều chỉnh tăng nhẹ do HDG nhận quản lý một số tòa nhà mới trong Q3/26, ước tính doanh thu tăng ~3.3 tỷ/tháng, tương đương ~40-50 tỷ/năm
Xây lắp + khác	8	-40%	8	0%	-4%	8	0%	-4%	
LN gộp	1,754	10%	1,947	11%	-26%	2,105	8.1%	-20%	
Biên LN gộp (%)	63%	4đ%	70%	7đ%	8đ%	63%	-7.1đ%	1đ%	
Kinh doanh điện	1,655	29%	1,460	-12%	-1%	1,698	16%	3%	
BDS Nhà ở	(24)	-115%	304	na	-68%	215	-29%	-73%	Tăng trưởng mạnh của 2026 chủ yếu do khoản điều chỉnh giảm giá vốn của Charm Villa.
Cho thuê văn phòng & khách sạn	152	-25%	211	39%	18%	227	8%	14%	
Xây lắp + khác	1	-16%	1	0%	-16%	1	0%	-16%	
Chi phí bán hàng&QLDN	299	-34%	496	66%	70%	339	-32%	19%	Điều chỉnh tăng chi phí bán hàng & QLDN 70% trong 2026, phản ánh khoản trích lập 193 tỷ bổ sung từ ĐMT Infra 1, là khoản chênh lệch giữa giá FIT và giá chuyển tiếp từ 2021 đến nay. Hiện tại chưa có kết luận cuối cùng về phương án xử lý cho các dự án ĐMT sai phạm.
EBIT	1,277	15%	1,273	0%	-45%	1,552	22%	-33%	
Doanh thu tài chính	75	25%	107	42%	8%	136	28%	13%	Điều chỉnh tăng doanh thu tài chính phản ánh lãi suất tăng

Chi phí tài chính	293	-15%	346	18%	-21%	388	12%	-15%	Điều chỉnh giảm chi phí tài chính do loại bỏ các rủi ro về tỷ giá sau khi doanh nghiệp hoàn tất tái cấu trúc khoản vay EUR sang VND của điện gió 7A trong Q4/25.
LN trước thuế	1,026	79%	1,020	-1%	-49%	1,271	25%	-37%	
<i>Biên LN trước thuế (%)</i>	37%	16%	37%	0%	-23%	38%	1%	-21%	
Thuế thu nhập DN	81	-35%	105	29%	-52%	195	87%	-50%	
LN sau thuế	944	111%	915	-3%	-49%	1,076	18%	-34%	
Lợi ích CDTs	239	141%	182	-24%	-13%	208	14%	0%	Theo đó, ước tính LN ròng giảm 54%/39% sv dự phóng trước, tương đương mức tăng trưởng 4%/18% trong 2026/27, các điều chỉnh chủ yếu đến từ việc lùi tiến độ bàn giao Charm Villa.
LN ròng	706	103%	733	4%	-54%	868	18%	-39%	

Nguồn: HDG, MBS Research

Mảng điện: Trụ đỡ chính cho hoạt động kinh doanh

Hình 5: Kết quả kinh doanh của mảng điện trong giai đoạn 2026-2027

Công suất (MW)		Sản lượng thiết kế (triệu kWh)	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck
Sản lượng	557	1,676	1,785	29%	1,552	-13%	1,810	17%
Thủy điện	359	1,195	1,490	35%	1,252	-16%	1,411	13%
Điện mặt trời	98	184	165	-6%	170	3%	165	-3%
Điện gió	100	297	130	21%	130	0%	234	80%
Giá bán bình quân	đ/kWh		1,829	-2%	1,914	5%	1,865	-3%
Thủy điện			1,055	-9%	1,150	9%	1,125	-2%
Điện mặt trời			2,438	1%	2,463	1%	2,487	1%
Điện gió			1,992	-3%	2,130	7%	1,983	-7%
Doanh thu	tỷ đồng		2,229	18%	2,124	-5%	2,475	17%
Thủy điện			1,572	23%	1,447	-8%	1,620	12%
Điện mặt trời			398	0%	399	0%	391	-2%
Điện gió			259	18%	277	7%	464	68%
LN gộp	tỷ đồng		1,598	25%	1,460	-9%	1,698	16%
Thủy điện			1,117	33%	960	-14%	1,095	14%
% biên LN gộp	%		71%	8%	66%	-7%	68%	2%
Điện mặt trời			307	0%	308	0%	300	-3%
% biên LN gộp	%		77%	0%	77%	0%	77%	-1%
Điện gió			174	28%	191	10%	304	59%
% biên LN gộp	%		67%	9%	69%	3%	65%	-5%

Nguồn: HDG, MBS Research

Hình 6: Danh mục các dự án đang triển khai của HDG, kỳ vọng mảng sẽ ghi nhận đóng góp từ nhà máy mới trong 2027

Dự án	Vị trí	Sở hữu (%)	Công suất (MW)	Tiến độ triển khai dự kiến			
Đang triển khai				2025	2026	2027	2028 >>>>
Thủy điện La Trống	Quảng Trị	51%	22		COD Q3/26		
Thủy điện Sơn Linh	Quảng Ngãi	51%	7-15			COD	
Thủy điện Sơn Nham	Quảng Ngãi	51%	6-9			COD	
Điện gió Phước Hữu	Ninh Thuận	100%	50				COD
Đang chuẩn bị pháp lý							
Điện gió Bình Gia	Lạng Sơn	na	80				COD
Điện gió 7A Mở rộng	Ninh Thuận	na	21				COD
Điện gió Lệ Thủy	Quảng Trị	na	30				

Nguồn: HDG, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2024	2025F	2026F	2027F		2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,718	2,786	2,786	3,352	LN trước thuế	573	1,026	1,020	1,271
Giá vốn hàng bán	(1,127)	(1,031)	(839)	(1,247)	Khấu hao	525	526	594	693
Lợi nhuận gộp	1,591	1,754	1,947	2,105	Thuế đã nộp	(98)	(105)	(195)	(283)
Chi phí quản lý DN	(446)	(290)	(456)	(287)	Các khoản điều chỉnh khác	472	170	150	112
Chi phí bán hàng	(4)	(10)	(40)	(51)	Thay đổi VLĐ	(402)	(274)	(82)	(118)
LN từ HĐKD	1,113	1,277	1,273	1,552	LCTT từ HĐKD	1,050	1,345	1,573	1,759
EBITDA thuần	1,609	1,770	1,876	2,254	Đầu tư TSCĐ	(18)	(130)	(1,759)	(850)
LN trước thuế & lãi vay	916	1,318	1,366	1,660	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	-	4	5
Thu nhập lãi	60	75	107	136	LCTT từ đầu tư	(116)	(512)	(2,098)	(1,291)
Chi phí tài chính	(343)	(293)	(346)	(388)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	(0)	0	-	-
Thu nhập ròng khác	(258)	(34)	(13)	(29)	Tiền vay ròng nhận được	(547)	(762)	931	(58)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	573	1,026	1,020	1,271	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(286)	(130)	(370)	(370)
Thuế TNDN	(126)	(81)	(105)	(195)	LCTT từ hoạt động TC	(833)	(891)	561	(428)
Lợi nhuận sau thuế	447	944	915	1,076	Tiền & tương đương tiền đầu kì	246	332	268	304
Lợi ích cổ đông thiểu số	(99)	(239)	(182)	(208)	LC tiền thuần trong năm	87	(64)	36	40
Lợi nhuận ròng	348	706	733	868	Tiền & tương đương tiền cuối kì	332	268	304	344
Chi trả cổ tức	(341)	(184)	(466)	(492)					
Lợi nhuận giữ lại	62	576	363	498					

Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2024	2025F	2026F	2027F		2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	332	268	304	344	Tăng trưởng doanh thu thuần	-5.7%	2.5%	0.0%	20.3%
Đầu tư ngắn hạn	736	1,144	1,487	1,933	Tăng trưởng EBITDA	-16.2%	10.0%	6.0%	20.1%
Phải thu khách hàng	1,267	1,402	1,526	1,695	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-23.4%	14.7%	-0.3%	21.9%
Hàng tồn kho	857	782	677	966	Tăng trưởng LN trước thuế	-43.1%	79.0%	-0.6%	24.7%
Tài sản ngắn hạn khác	35	43	43	52	Tăng trưởng LN ròng	-51.0%	102.6%	3.8%	18.4%
Tổng tài sản ngắn hạn	3,228	3,639	4,037	4,991	Tăng trưởng EPS	-55.3%	122.4%	-2.3%	17.1%
Tài sản cố định	9,986	10,452	11,506	11,629	Biên LN gộp	58.5%	63.0%	69.9%	62.8%
Tài sản vô hình	193	184	175	166	Biên EBITDA	59.2%	63.5%	67.3%	67.2%
Xây dựng cơ bản dở dang	902	1,793	850	-	Biên LN ròng	12.8%	25.3%	26.3%	25.9%
Đầu tư vào công ty con	3	4	5	6	ROAE	5.7%	10.4%	10.2%	11.2%
Đầu tư vào công ty LDLK	59	56	56	56	ROAA	2.5%	4.8%	4.5%	5.0%
Đầu tư dài hạn khác	729	783	749	715	ROIC	2.8%	5.4%	5.0%	5.7%
Tài sản dài hạn khác	384	402	402	484	Vòng quay tài sản	23.3%	23.9%	23.9%	28.8%
Tổng tài sản dài hạn	10,622	11,095	12,139	12,335	Cổ tức chi trả/LN ròng	82.1%	18.4%	50.5%	42.6%
Tổng tài sản	13,849	14,734	16,175	17,326	Tổng nợ vay/VCSH	66.2%	56.1%	63.1%	57.4%
Vay & nợ ngắn hạn	631	681	846	922	Nợ vay ròng/VCSH	86.3%	74.6%	65.2%	61.5%
Phải trả người bán	59	109	174	223	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	35.5%	32.9%	30.1%	27.2%
Phải trả ngắn hạn khác	1,450	1,450	1,357	1,699	Khả năng thanh toán lãi vay	3.3	5.0	4.2	4.5
Tổng nợ ngắn hạn	2,140	2,240	3,299	4,481	Số ngày phải thu	170	184	200	185
Vay & nợ dài hạn	4,253	4,021	3,865	3,016	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	278	277	294	283
Các khoản phải trả khác	80	94	88	110	Số ngày phải trả tiền bán	13	17	15	16
Tổng nợ dài hạn	4,333	4,115	3,954	3,125	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.5	1.6	1.2	1.1
Tổng nợ	6,473	6,355	7,253	7,606	Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.3	1.0	0.9
Vốn điều lệ	3,363	3,700	3,700	3,700	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.1	0.1
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	720	1,601	1,564	1,831
LN giữ lại	2,284	2,653	3,016	3,513	BVPS (đồng/cp)	14,984	16,708	17,597	19,043
Các quỹ thuộc VCSH	451	446	446	537	P/E (lần)	21.3	9.6	9.8	8.4
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/B (lần)	1.0	0.9	0.9	0.8
Vốn chủ sở hữu	5,647	6,353	6,716	7,213					
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,277	1,578	1,761	1,969					
Tổng vốn chủ sở hữu	6,099	6,800	7,162	7,750					
Tổng nợ và VCSH	13,849	14,734	16,175	17,326					

Nguồn: HDG, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Phường Ô Chợ Dừa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>
---	--