

CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HSX: HDG)
Đậu Đức Nam, CFA

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

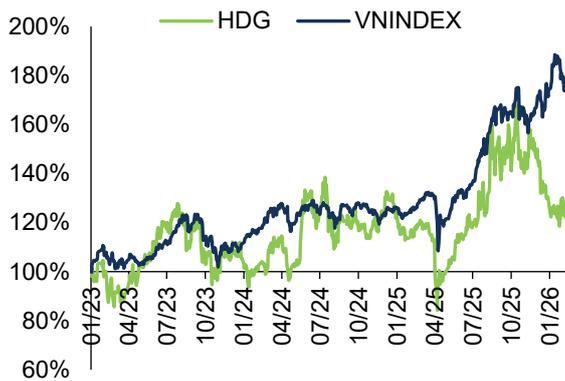
Email: namdd@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4304

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức, CFA

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu HDG và VNINDEX

Thông tin giao dịch 23/02/2026

Giá hiện tại (VND/cp)	26.900
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	35.700
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	17.902
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	370
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	370
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	1.898.617
% sở hữu nước ngoài	19.35%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	9.952
P/E trailing 12 tháng (lần)	14.24x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	1.890

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Tập đoàn Hà Đô
Địa chỉ	Số 8 Láng Hạ, Phường Giảng Võ, TP. Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất điện, kinh doanh bất động sản
Chi phí chính	Chi phí khấu hao, chi phí phát triển BĐS, chi phí lãi vay
Rủi ro chính	Rủi ro thời tiết, rủi ro pháp lý, rủi ro biến động lãi suất

Giá hiện tại: 26.900

Khuyến nghị
Giá mục tiêu: 33.700

MUA
Tăng/(giảm): +25,3%

KỶ VỌNG MẢNG BẤT ĐỘNG SẢN HỒI PHỤC VÀ HOÀN NHẬP DỰ PHÒNG PHẢI THU

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu là **33.700 VND/cp**, cao hơn **25,3%** so với giá đóng cửa ngày 23/02/2026 (bằng phương pháp Tổng các thành phần - SOTP). Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

➤ **Kết quả kinh doanh 2026 kỳ vọng tiếp tục xu hướng tích cực với doanh thu thuần đạt 3.440 tỷ VND (+23%) và LNST hợp nhất đạt 1.141 tỷ VND (+56% YoY).** ([chi tiết](#))

Mảng BĐS sẽ là động lực tăng trưởng chính năm 2026 nhờ việc đẩy mạnh bán hàng tại Charm Villas. Tuy nhiên, tiến độ bán hàng sẽ chậm hơn dự kiến do thị trường BĐS đang chững lại do lãi suất tăng và việc kiểm soát tín dụng.

Mảng điện dự kiến đi ngang trong năm 2026 do thủy văn sẽ không còn thuận lợi như trong năm 2025. Doanh thu thủy điện dự kiến giảm 7% YoY. Tuy nhiên doanh thu điện gió và điện mặt trời dự phóng tăng 6% và 8% YoY, bù đắp cho sự sụt giảm của thủy điện.

➤ **Động lực tăng trưởng trong dài hạn nhờ mở rộng công suất điện và tái triển khai các dự án BĐS.** HDG đang trong quá trình thi công xây dựng 3 nhà máy thủy điện mới và đang thực hiện thủ tục đầu tư để chuẩn bị triển khai 2 dự án điện gió. Đối với mảng BĐS, HDG cũng đang có thêm tiến triển trong việc triển khai 3 dự án là: 62 Phan Đình Giót, Green Lane và Linh Trung.

RỦI RO ĐẦU TƯ/CÁC YẾU TỐ THEO DÕI:

➤ **Rủi ro pháp lý:** Các dự án ĐMT và dự án BĐS của HDG vẫn đang trong quá trình giải quyết vướng mắc pháp lý và vẫn tồn tại rủi ro phải trích lập hoặc rủi ro chậm tiến độ do vấn đề pháp lý.

➤ **Rủi ro biến động lãi suất.** HDG còn hơn 4.600 tỷ đồng dư nợ với lãi suất thả nổi. Lãi suất cũng đang có xu hướng tăng mạnh trong Q1/2026.

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q4/2025 VÀ CẢ NĂM 2025

Lợi nhuận hồi phục mạnh mẽ nhờ mảng điện ghi nhận sản lượng kỷ lục. Doanh thu và LNST hợp nhất của HDG tiếp tục duy trì xu hướng phục hồi tích cực trong Q4/2025, đạt lần lượt 885 tỷ VND (+18% YoY) và 373 tỷ VND (+111% YoY). Lũy kế cả năm 2025, doanh thu và LNST hợp nhất của HDG đạt lần lượt 2.786 tỷ VND (+3% YoY) và 944 tỷ VND (+188% YoY).

Lợi nhuận của HDG năm 2025 tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ mảng Điện đạt mức sản lượng cao kỷ lục và giảm trích lập dự phòng cho nhà máy Hồng Phong 4. Tuy nhiên, mảng BĐS vẫn tiếp tục ghi nhận kết quả kém khả quan trong năm 2025, khiến doanh thu và LNST hợp nhất của HDG cả năm chỉ đạt 95% và 89% kế hoạch 2025.

Bảng 1. Kết quả kinh doanh Q4/2025 tăng trưởng mạnh nhờ mảng điện

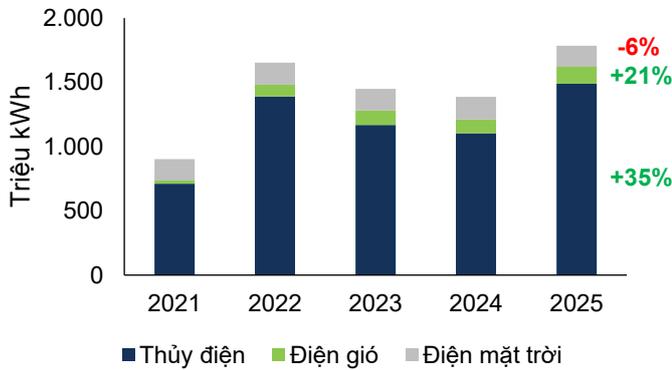
Chỉ tiêu	Q4/25	%YoY	2025	%YoY	%KH2025	Ghi chú Q3/2025
Doanh thu thuần	885	+18%	2.786	+3%	95%	<p>- Mảng điện: Doanh thu quý 4 và cả năm 2025 tăng trưởng 7% và 20% YoY. Sản lượng điện 2025 tăng mạnh 29% YoY nhờ thủy văn thuận lợi và gỡ bỏ điều khoản cắt giảm công suất cho nhà máy điện gió 7A.</p> <p>Lợi nhuận gộp mảng Điện năm 2025 tăng mạnh 31% YoY nhờ doanh thu tăng mạnh và các chi phí mảng này không biến động nhiều so với cùng kỳ.</p> <p>- Mảng BĐS: Chỉ bàn giao 2 sản phẩm tại Charm Villas, ghi nhận doanh thu 47 tỷ đồng năm 2025, giảm 89% YoY.</p> <p>Mảng BĐS lỗ gộp trong năm 2025 do HDG trích thêm tiền sử dụng đất tạm tính cho các sản phẩm đã bàn giao tại dự án Charm Villas.</p> <p>- Mảng khách sạn: Doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2025 tăng 19% và 33% YoY nhờ ngành du lịch phục hồi, giúp tỷ lệ lấp đầy tăng lên 89%.</p> <p>- Mảng quản lý BĐS: HDG ký kết vận hành thêm 5 dự án mới trong năm 2025. Doanh thu quý 4 và cả năm 2025 tăng 24% và 2% YoY. Tuy nhiên giá vốn cũng tăng mạnh khiến lợi nhuận gộp mảng này giảm 58% YoY năm 2025.</p> <p>Chi phí QLDN và chi phí khác giảm mạnh do HDG chỉ trích lập dự phòng cho Hồng Phong 4 khoảng 92 tỷ đồng năm 2025 (giảm 80% YoY)</p> <p>Chi phí tài chính tăng mạnh +90% YoY trong Q4/2025 và +27% YoY cả năm 2025 do ghi nhận lỗ tỷ giá từ khoản vay bằng EUR.</p> <p>Cuối năm 2025, HDG đã chuyển đổi khoản vay từ EUR sang VND, do đó sẽ không còn chịu biến động tỷ giá từ năm 2026.</p>
Sản xuất điện	732	+7%	2.274	+20%		
Bất động sản	23	+42%	47	-89%		
Cho thuê, quản lý BĐS	87	+24%	334	+2%		
Khách sạn	43	+25%	152	+19%		
Giảm trừ doanh thu	-2	+96%	-29	+49%		
Lợi nhuận gộp	609	+10%	1.754	+10%		
Biên lợi nhuận gộp	69%	-5 đpt	63%	+5 đpt		
Sản xuất điện	565	+12%	1.655	+31%		
Bất động sản	-6	-118%	-53	-149%		
Cho thuê, quản lý BĐS	26	-51%	66	-58%		
Khách sạn	26	+35%	86	+33%		
Chi phí bán hàng và QLDN	95	-62%	299	-22%		
Lợi nhuận khác	-9	+91%	-34	+87%		
Doanh thu tài chính	19	+25%	75	-13%		
Chi phí tài chính	127	+90%	471	+27%		
Lợi nhuận trước thuế	397	+79%	1,025	+160%		
LNST hợp nhất	373	+111%	944	+188%	89%	
LNST công ty mẹ	284	+103%	706	+155%		

Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

Mảng Điện ghi nhận sản lượng và doanh thu cao kỷ lục năm 2025. Cụ thể, tổng sản lượng điện đạt 1.786 triệu kWh (+29% YoY) và doanh thu đạt 2.274 tỷ đồng (+20% YoY) nhờ:

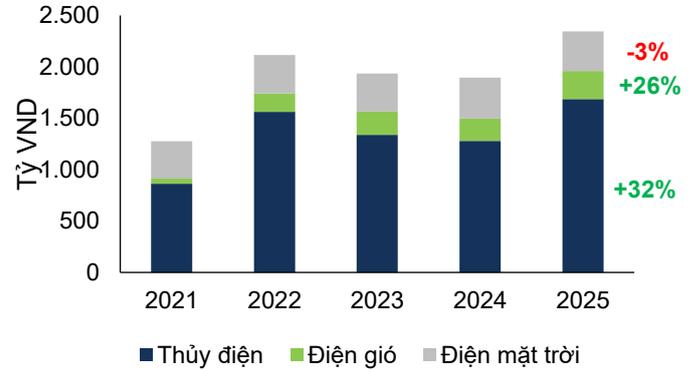
- (1) Tình hình thủy văn thuận lợi cho các nhà máy thủy điện, giúp sản lượng thủy điện tăng 35% YoY và doanh thu thủy điện tăng 32% YoY và
- (2) Sản lượng và doanh thu nhà máy điện gió 7A tăng lần lượt 21% YoY và 26% YoY nhờ gỡ bỏ điều khoản cắt giảm công suất.

Sản lượng điện HDG



Nguồn: HDG

Doanh thu mảng Điện HDG



Nguồn: HDG

Giảm trích lập dự phòng cho nhà máy Hồng Phong 4. Việc giảm trích lập dự phòng giúp lợi nhuận của HDG năm 2025 tăng mạnh so với cùng kỳ, do trong năm 2024 HDG phải trích lập gần 500 tỷ VND cho nhà máy Hồng Phong 4. Năm 2025, HDG vẫn tiếp tục trích lập dự phòng khoản phải thu của nhà máy này do vướng mắc của nhà máy vẫn chưa được xử lý, tuy nhiên chỉ trích lập khoảng 92 tỷ VND, giảm ~80% YoY.

Mảng Bất động sản tiếp tục xu hướng kém khả quan với doanh thu cả năm 2025 giảm 87% YoY.

HDG đã mở bán 25/108 sản phẩm còn lại của dự án Charm Villas giai đoạn 3 từ tháng 7/2025, tuy nhiên mới chỉ bán được 4/25 căn và bàn giao 2/4 căn trong năm 2025. Tiến độ bán hàng chậm của Charm Villas là do:

- Thị trường BĐS chững lại vào cuối 2025 do những thông tin về việc tăng lãi suất và kiểm soát tín dụng BĐS
- Các sản phẩm của Charm Villas có giá trị cao và số lượng mở bán ít nên khó tiếp cận tới khách hàng.

Mảng BĐS cũng ghi nhận lỗ gộp trong năm 2025, do HDG tiếp tục trích trước chi phí tạm tính tiền sử dụng đất của Charm Villas. Dự án này vẫn chưa hoàn thành nghĩa vụ tài chính về đất do vướng mắc từ phía cơ quan Nhà nước và HDG vẫn đang ghi nhận theo chi phí tạm tính.

II. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2026

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh quý 1 và cả năm 2026 của HDG tiếp tục xu hướng tích cực nhờ mảng BĐS hồi phục. Cụ thể:

- Q1/2026: Doanh thu thuần dự phóng đạt 708 tỷ VND (+18% YoY) và LNST hợp nhất đạt 174 tỷ VND (+12% YoY)

- Năm 2026: Doanh thu thuần dự phóng đạt 3.440 tỷ VND (+23%) và LNST hợp nhất đạt 1.141 tỷ VND (+56% YoY).

Mảng BĐS hồi phục sẽ là động lực tăng trưởng chính của HDG trong năm 2026. Trong khi đó, mảng Điện dự kiến duy trì ổn định và không còn nhiều đột biến so với mức nền cao của năm 2025.

Bảng 2. Dự phóng kết quả kinh doanh Q1/2026 tiếp tục xu hướng tích cực

Chỉ tiêu	Q1/26	%YoY	2026	%YoY	Ghi chú
Doanh thu thuần	708	+18%	3.440	+23%	
Sản xuất điện	518	+3%	2.277	+0%	- Mảng Điện: Doanh thu tăng nhẹ 3% YoY trong Q1/2026 nhờ thủy văn thuận lợi và vận hành nhà máy mới là thủy điện La Trống.
Bất động sản	55	+1.217%	616	+1.209%	Tuy nhiên doanh thu cả năm 2026 dự phóng đi ngang và lợi nhuận gộp giảm 3% YoY do sản lượng 2026 dự phóng giảm so với nền cao năm 2025.
Khách sạn + Quản lý BĐS	135	+16%	526	+8%	
Lợi nhuận gộp	451	+12%	2.211	+26%	
Biên lợi nhuận gộp	64%	-3 đpt	69%	-5 đpt	- Mảng BĐS: Doanh thu và lợi nhuận gộp dự phóng tăng mạnh nhờ đẩy mạnh bán hàng và bàn giao sản phẩm tại dự án Charm Villas.
Sản xuất điện	358	0%	1.608	-3%	- Mảng Quản lý BĐS + Khách sạn: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp 2026 tăng 8% và 12% YoY nhờ ghi nhận doanh thu từ các dự án mới ký kết vận hành năm 2025.
Bất động sản	39	+679%	431	+918%	
Khách sạn + Quản lý BĐS	55	+7%	169	+12%	
Chi phí bán hàng & QLDN	80	+43%	309	+3%	Doanh thu tài chính 2026 tăng 50% YoY nhờ lãi suất tiền gửi tăng mạnh.
Doanh thu tài chính	22	+55%	113	+50%	Chi phí tài chính 2026 giảm 2% YoY do dư nợ giảm và không còn chịu ảnh hưởng bởi tỷ giá. Tuy nhiên, chi phí tài chính năm 2026 tăng 50% so với dự phóng tại báo cáo T11/2025 do lãi suất tăng mạnh.
Chi phí tài chính	110	+2%	462	-2%	
Lợi nhuận trước thuế	273	+19%	1.513	+48%	
LNST hợp nhất	232	+12%	1.286	+36%	
LNST công ty mẹ	174	+12%	1.141	+56%	

Nguồn: FPTs tổng hợp

III. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Triển vọng ngắn hạn

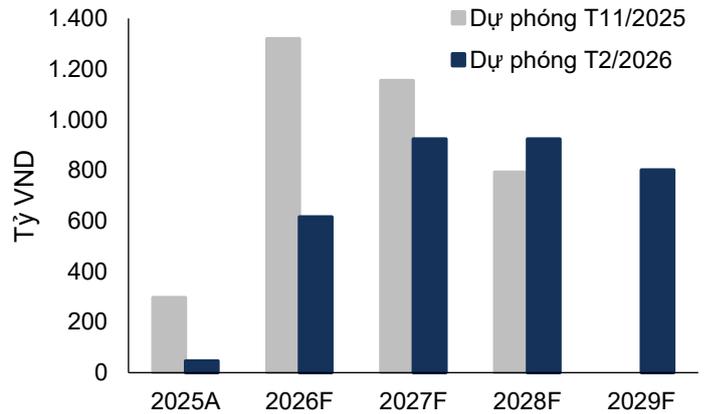
- **Đẩy mạnh bán hàng tại dự án Charm Villas**

Chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ đẩy mạnh hơn việc triển khai bán hàng tại Charm Villas và bàn giao 20 căn trong năm 2026 và ghi nhận doanh thu 616 tỷ VND (+1.209% YoY).

Tuy nhiên, chúng tôi tiếp tục kéo giãn tiến độ bán hàng của Charm Villas so với dự phóng trước đó. Cụ thể, doanh thu dự phóng từ dự án năm 2026 giảm 53% YoY so với dự phóng tại báo cáo T11/2025 và tiến độ bàn giao kéo dài tới năm 2029.

Nguyên nhân là do thị trường BĐS đang gặp nhiều khó khăn. Việc lãi suất tăng mạnh và các biện pháp kiểm soát tín dụng của Ngân hàng Nhà nước sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới tỷ lệ hấp thụ tại dự án.

Dự phóng doanh thu bàn giao Charm Villas



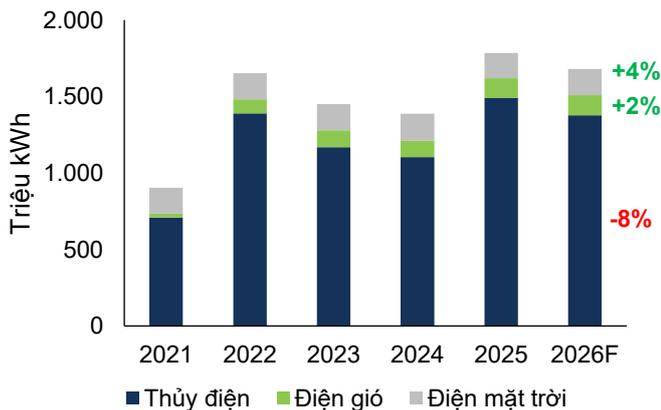
Nguồn: FPT S tổng hợp và ước tính

- **Sản lượng thủy điện giảm so với nền cao 2025**

Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng điện của HDG năm 2026 sẽ giảm 6% YoY so với mức nền cao 2025. Trong đó, sản lượng thủy điện dự phóng giảm 8% YoY do thủy văn kém thuận lợi hơn, mặc dù HDG sẽ vận hành thêm 1 nhà máy thủy điện mới là thủy điện La Trọng (22 MW – 7% công suất thủy điện).

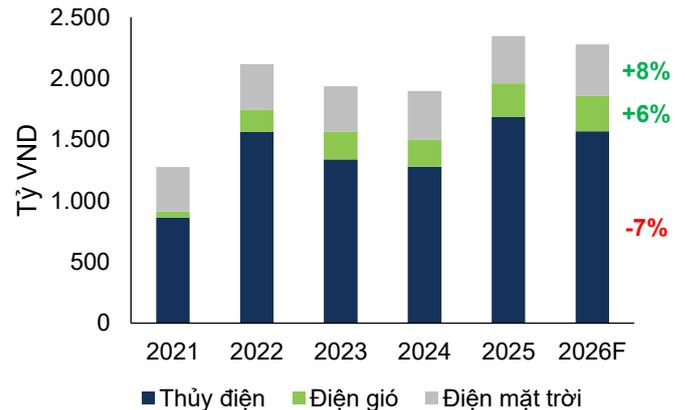
Tuy nhiên, sản lượng điện gió và điện mặt trời dự phóng sẽ tăng nhẹ về sản lượng và tiếp tục được hưởng lợi khi tỷ giá tăng lên do giá FiT được neo theo tỷ giá USD. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu toàn mảng Điện năm 2026 sẽ đi ngang so với năm 2025.

Sản lượng điện HDG



Nguồn: HDG

Doanh thu mảng Điện HDG



Nguồn: HDG

- **Diễn biến tích cực trong việc xử lý vướng mắc cho ĐMT Hồng Phong 4**

Ngày 26/1/2026, Chính Phủ đã ban hành Nghị quyết 17/NQ-CP về triển khai tháo gỡ vướng mắc cho các dự án tồn đọng, trong đó yêu cầu các địa phương phải xử lý vướng mắc về giá FiT cho các dự án trước Quý III/2026. Do đó, chúng tôi kỳ vọng HDG sớm tháo gỡ được vướng mắc cho dự án Hồng Phong 4 và tiếp tục được hưởng giá FiT.

Việc tháo gỡ vướng mắc sẽ giúp HDG được thanh toán tiền điện trở lại và được hoàn nhập khoản trích lập dự phòng phải thu khoảng 600 tỷ VND tại dự án. Chúng tôi kỳ vọng HDG có thể hoàn nhập khoản trích lập này trong năm 2027.

2. Triển vọng dài hạn

Chúng tôi giữ nguyên các triển vọng dài hạn của HDG như tại [Báo cáo cập nhật nhanh HDG T11/2025](#), với các triển vọng chính bao gồm:

- Tiếp tục mở rộng công suất điện: nhờ các nhà máy thủy điện và điện gió mới
- Hoàn thiện pháp lý và triển khai 3 dự án BĐS mới là: Phan Đình Giót, Linh Trung và Green Lane.

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HDG với giá mục tiêu **33.700 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **25,3%** so với giá đóng cửa ngày 23/02/2026. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp định giá Tổng các thành phần - SOTP. Giá mục tiêu của cổ phiếu HDG giảm 9% so với [Báo cáo cập nhật nhanh HDG T11/2025](#) do: (1) giãn tiến độ bàn giao dự án Charm Villas và (2) chi phí tài chính tăng do nâng dự phóng lãi suất giai đoạn 2026 – 2027.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu HDG, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính	Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.	Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.	100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng.
ĐT: 19006446	ĐT: 19006446	ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3 773 9058	Fax: (84.28) 6 291 0607	Fax: (84.236) 3553 888