

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)

Khó khăn ngắn hạn ảnh hưởng tới triển vọng kinh doanh

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2Q-FY26	1Q-FY26	+/- (svqt)	2Q-FY25	+/- (svck)
Doanh thu thuần	492	684	-28%	584	-16%
LNST-CĐM	251	50	403%	-25	N.a
EBIT	400	182	120%	175	128%
Tỷ suất EBIT	81%	27%	55 pps	30%	51 pps

Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

6 tháng đầu 2026: Năng lượng chứng lại do chuyển pha thời tiết, khoản mục bất thường từ đánh giá lại tài sản

- Trong 6 tháng đầu 2026, CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) ghi nhận kết quả hồi phục nhưng thấp hơn kỳ vọng, với doanh thu thuần và LNST-CĐM lần lượt đạt 1.175 tỷ đồng (tương đương cùng kỳ) và 301 tỷ đồng (+132% svck) – hoàn thành 36% kế hoạch doanh thu và 30% kế hoạch LNTT năm 2026.
- Mảng năng lượng chứng lại khi sản lượng điện đạt 529 triệu KWh (-16% svck) do thủy điện giảm 24% svck dưới ảnh hưởng của pha El Nino (rõ nét từ tháng 4); doanh thu năng lượng đạt 888 tỷ đồng (-6% svck). BĐS thương mại đạt 263 tỷ đồng (+13% svck) nhờ hiệu suất cao của mảng khách sạn, trong khi BĐS dân dụng chỉ đạt 24 tỷ đồng khi dự án Charm Villa giai đoạn 3 chưa mở bán đợt mới.
- Lợi nhuận gộp đạt 904 tỷ đồng (+38% svck, biên gộp đạt 76%) nhờ bút toán hồi tố giá vốn dự án Charm Villas sau khi Hà Nội phê duyệt giá đất An Khánh – An Thượng; nếu loại bút toán này, lợi nhuận gộp đạt 682 tỷ đồng (tương đương cùng kỳ). Ở chiều ngược lại, chi phí QLDN tăng lên 322 tỷ đồng (+139% svck) do trích lập 193 tỷ đồng tại Infra 01 và 52 tỷ đồng tại Hồng Phong 4, cùng 43,7 tỷ đồng chi phí phạt thanh lý hợp đồng.

Triển vọng quý 3 và cả năm 2026: Doanh thu BĐS không đạt kỳ vọng, phương án xử lý dự án Hồng Phong 4 chưa rõ ràng

- Cho quý 3/2026, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST-CĐM lần lượt đạt 640 tỷ đồng (-10% svck) và 210 tỷ đồng (-26% svck). KQKD vẫn chủ yếu đến từ mảng năng lượng (doanh thu 510 tỷ đồng, -10% svck) khi pha El Nino ở giai đoạn mạnh nhất; trong khi dự án Charm Villa giai đoạn 3 chưa ghi nhận doanh thu.
- Cho cả năm 2026, chúng tôi hạ dự phóng doanh thu và LNST-CĐM về 2.510 tỷ đồng (-10% svck) và 752 tỷ đồng (+7% svck, hoàn thành ~83% kế hoạch) – thấp hơn dự phóng ban đầu là 970 tỷ đồng. Nguyên nhân: i/ lãi suất cho vay neo cao khiến doanh nghiệp khó bán hàng như kế hoạch tại Charm Villa giai đoạn 3; ii/ chi phí BH&QLDN tăng lên 439 tỷ đồng (+47% svck) khi trích lập ~293 tỷ đồng tại các dự án NLTT và chưa có cơ sở hoàn nhập khoản dự phòng tại dự án Hồng Phong 4.

Quan điểm và khuyến nghị

HDG sở hữu dòng tiền ổn định từ danh mục nhà máy điện với hiệu quả và mức sinh lời cao, cùng quỹ đất tiềm năng tại các thị trường cấp I (Hà Nội, Tp.HCM). Tuy nhiên trong ngắn hạn, cổ phiếu chịu rủi ro từ sai phạm tại dự án NLTT (Hồng Phong 4) khi thời điểm hoàn thành nghiệm thu CCA chưa rõ ràng và có thể lùi sang 2027, cùng việc mở bán Charm Villa giai đoạn 3 chậm lại trong môi trường lãi suất cao.

Sử dụng kết hợp phương pháp so sánh P/E (9,0x) và P/B (1,5x) với trọng số 50/50, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu cho HDG về **22.900 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng với tỷ suất sinh lời kỳ vọng là **49% dựa trên giá đóng cửa ngày 02/10/2026**; khi giá cổ phiếu đã điều chỉnh 20% kể từ báo cáo gần nhất.

MUA

+49%

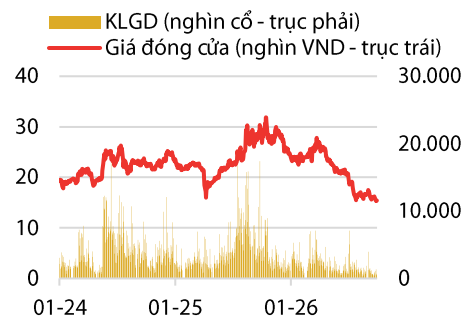
Giá thị trường (VND)	15.050
Giá mục tiêu (VND)	22.900

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hoá (tỷ VND)	6.247
SLCP lưu hành (triệu)	407
Free float	60,00%
KLGD BQ 3T (nghìn)	1.461
GTGD BQ 3T (tỷ)	25,19
Vốn sở hữu NĐTNN	15,71%
Giá thấp - cao 52T	15.350 – 31.871

	FY2025	Hiện tại
EPS cơ bản (VND)	2.082	1.635
P/E	13,42	13,82
P/B	1,51	1,37
EV/EBITDA	8,21	8,26
P/S	3,71	3,20

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Nguyễn Trọng Thông	33
Nguyễn Văn Tô	11
PYN Elite Fund	10
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	30

Đỗ Thạch Lam, CFA

(084) 028 - 6299 2006 -Ext: (1524)

lam.dt@vdsc.com.vn

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu 2026: Mảng năng lượng chứng lại do sự chuyển pha thời tiết, các khoản mục bất thường từ đánh giá lại tài sản

Trong 6 tháng đầu 2026, CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) ghi nhận kết quả dù hồi phục nhưng thấp hơn kỳ vọng, với doanh thu thuần và LNST-CĐM lần lượt đạt 1.175 tỷ đồng (tương đương cùng kỳ) và 301 tỷ đồng (+132% svck, kết quả kiểm toán cao hơn 86% so với báo cáo doanh nghiệp tự lập), đến từ:

- Năng lượng:** Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng điện của doanh nghiệp đạt 529 triệu KWh (-16% svck) – sản lượng thủy điện suy giảm 24% svck do ảnh hưởng tiêu cực từ pha El Nino (ảnh hưởng rõ nét từ tháng 4); doanh thu đạt 888 tỷ đồng (-6% svck, doanh thu chủ yếu suy giảm mạnh trong quý 2 do ảnh hưởng tiêu cực từ thủy văn).
- Bất động sản:** Công ty ghi nhận 49 tỷ đồng từ dự án Charm Villa giai đoạn 3 (với 02 sản phẩm được bàn giao trong kỳ), ngoài ra doanh nghiệp ghi nhận giảm trừ doanh thu 25 tỷ đồng (từ dự án Hado Garden Villas – sản phẩm chưa được cấp sổ hồng nên khách hàng đề nghị chủ đầu tư mua lại). Do ảnh hưởng của xu hướng tăng lãi suất (từ quý 4/25 đến nay) khiến thị trường BĐS sơ cấp chậm lại, dự án chưa mở bán các đợt mới và ảnh hưởng tới việc ghi nhận doanh thu từ BĐS dân dụng của doanh nghiệp. *Tuy nhiên đáng chú ý trong báo cáo soát xét*, doanh nghiệp điều chỉnh giá vốn hoạt động kinh doanh bất động sản lên dương 197,6 tỷ đồng. Cơ sở cho bước điều chỉnh này là Quyết định của UBND TP Hà Nội ban hành ngày 24/7/2026 về việc phê duyệt giá đất làm căn cứ xác định tiền sử dụng đất đối với dự án An Khánh - An Thượng (Hado Charm Villas); các chi phí tiền sử dụng đất thấp hơn khiến giảm trừ giá vốn hoạt động kinh doanh lũy kế của dự án này (gây ra giá vốn dương trong kỳ).
- Bất động sản thương mại:** HDG ghi nhận 263 tỷ đồng (+13% svck) từ bất động sản thương mại (khách sạn IBIS, tòa nhà Airport...), khi doanh thu từ mảng khách sạn đạt hiệu suất cao và đóng góp thêm từ hoạt động quản lý vận hành chung cư.
- Lợi nhuận gộp** đạt 904 tỷ đồng (+38% svck) với tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) đạt 76%, do bút toán ghi nhận giá vốn dương từ đánh giá lại giá vốn hoạt động kinh doanh lũy kế của dự án Charm Villas. Nếu không tính đến bút toán này thì lợi nhuận gộp của doanh nghiệp đạt 682 tỷ đồng (tương đương cùng kỳ 2025).
- Chúng tôi lưu ý chi phí bất thường, khi chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN) tăng mạnh lên mức 322 tỷ đồng (+139% svck), với việc doanh nghiệp trích lập: i/ 193 tỷ đồng cho mức chênh lệch giữa giá FIT và giá trần chuyển tiếp trong thời gian từ ngày COD (Ngày vận hành thương mại) đến ngày CCA (ngày chấp nhận nghiệm thu) của dự án Infra 01; ii/ 52 tỷ đồng từ dự án Hồng Phong 4 (HP4, khi dự án chưa có CCA chính thức và chưa được EVN thanh toán tiền điện theo hợp đồng). Doanh nghiệp cũng ghi nhận 43,7 tỷ đồng chi phí khác từ phạt thanh lý hợp đồng (do mua lại sản phẩm từ dự án Hado Garden Villas như đã đề cập). Do đó, lợi nhuận sau thuế - cổ đông mẹ (LNST-CĐM) ghi nhận kết quả không như kỳ vọng và đạt 301 tỷ đồng (+132% svck, do cùng kỳ năm trước doanh nghiệp ghi nhận lỗ từ chênh lệch tỷ giá).

Trong kỳ ĐHCĐ 2026, doanh nghiệp đã chia sẻ về triển vọng kinh doanh và tiến độ triển khai các dự án của doanh nghiệp, trong đó đáng chú ý: i/ Các dự án điện NLTT đang gặp vướng mắc (Hồng Phong 4, Infra 01) dự kiến sẽ áp dụng khung giá trần chuyển tiếp (1.184 đồng/kWh) trong giai đoạn từ ngày COD đến ngày CCA – nguyên nhân cho việc trích lập dự phòng trong 6 tháng đầu năm; ii/ Các dự án NLTT tiềm năng vẫn đang trong giai đoạn đầu của quá trình đầu tư; iii/ Các dự án BĐS nằm trong danh sách thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua nhận quyền sử dụng đất với đất khác (Minh Long, 62 Phan Đình Giót) dự kiến hoàn thành các bước pháp lý trong 2026 để có thể khởi công xây dựng trong năm 2027.

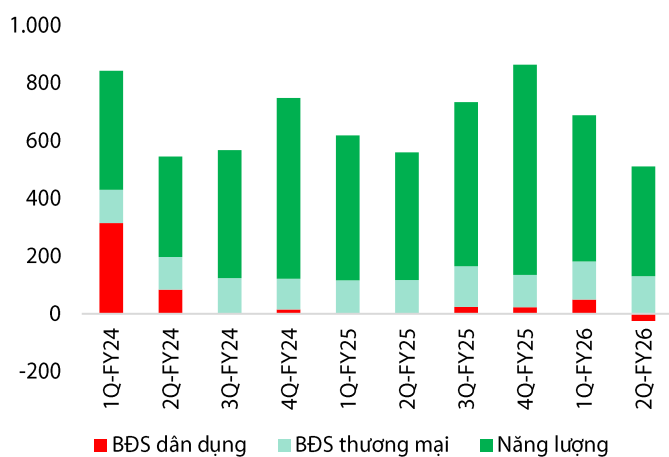
Bảng 1: KQKD 6 tháng đầu 2026 của HDG

(tỷ đồng)	6T-2026	+/- svck	% Kế hoạch 2026	% Dự phóng 2026
Doanh thu thuần	1.175	-1%	36%	44%
BDS dân dụng	24	N.a		
BDS thương mại	263	13%		
Năng lượng	888	-6%		
Lợi nhuận gộp	904	38%		44%
BDS dân dụng	222	N.a		
BDS thương mại	104	88%		
Năng lượng	578	-10%		

Chi phí bán hàng và quản lý	(322)	139%		
EBIT	582	12%		37%
Thu nhập tài chính	58	70%		
Chi phí tài chính	(156)	-40%		
Lãi/lỗ khác	(50)	257%		
LNTT	434	56%	30%	35%
LNST – CDM	301	132%		37%

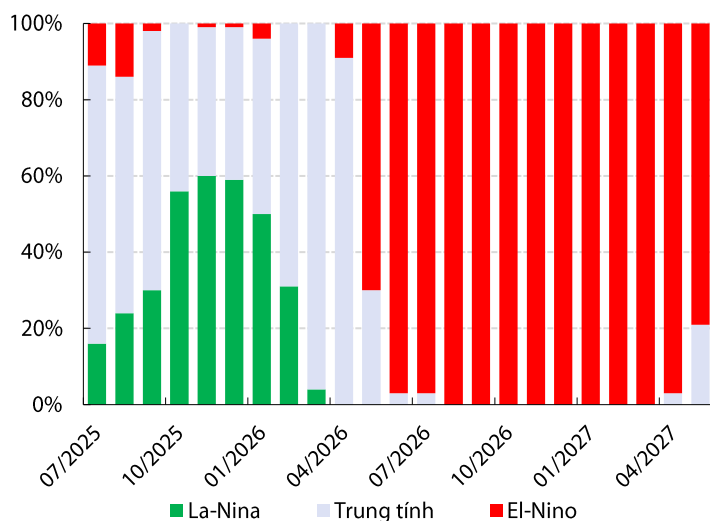
Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của HDG giai đoạn 2024-2026 (tỷ đồng)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Pha ENSO giai đoạn 2025-2027F

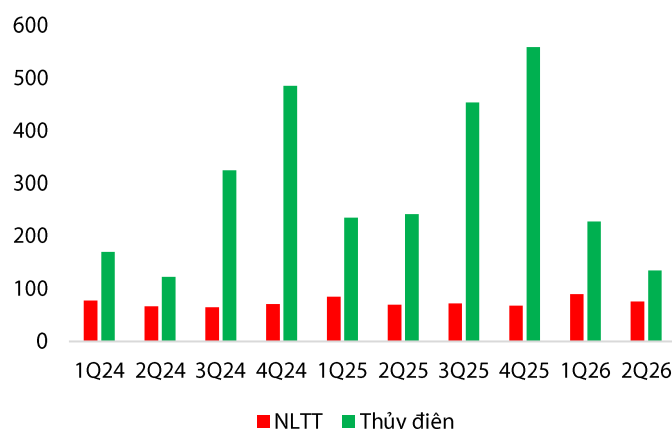


Nguồn: IRI, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Các dự án đang phát triển của HDG

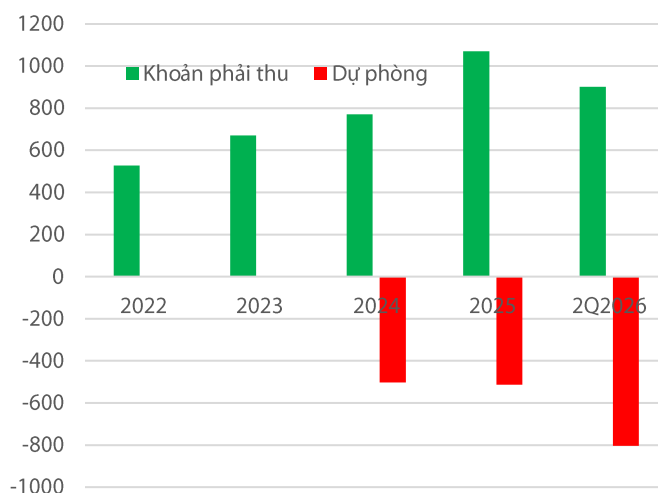
Dự án	Ngành/ Sản phẩm	Vị trí	Hiện trạng
Charm Villas	Biệt thự/nhà liên kế/ Shophouse	Hoài Đức, HN	Giai đoạn 3 dự kiến mở bán trong nửa cuối 2026; đã hoàn thiện phần thô của các sản phẩm
Green Lane	Chung cư	Quận 8, TP.HCM	Dự kiến nằm trong danh sách thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua nhận quyền sử dụng đất với đất khác của Tp.HCM

Hình 2: Sản lượng điện của HDG, giai đoạn 2024-2026 (triệu KWh)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Khoản phải thu và dự phòng với Công ty mua bán điện của HDG, giai đoạn 2022-2026 (tỷ đồng)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Minh Long	Nhà liên kế/Chung cư	TP Thủ Đức, TP.HCM	Dự kiến hoàn thành chủ trương đầu tư và quy hoạch 1/500 trong cuối 2026
62 Phan Đình Giót	Văn phòng, thương mại và chung cư	Thanh Xuân, HN	Dự kiến hoàn thành chủ trương đầu tư và quy hoạch 1/500 trong cuối 2026
Phước Hữu	Nhà máy điện gió (50MW)	Ninh Thuận	Đã có chủ trương đầu tư Đang chờ khung giá điện NLTT của EVN
La Trọng	Thủy điện	Quảng Trị	Dự kiến phát điện trong tháng 8/2026
Sơn Linh, Sơn Nham	Thủy điện	Quảng Ngãi	Dự kiến nâng tổng công suất 2 nhà máy lên 24MW Đang trong quá trình xây dựng thủy điện Sơn Nham (9MW)

Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Triển vọng quý 3 và cả năm 2026: Không hoàn thành kỳ vọng doanh thu từ BĐS, phương án xử lý với dự án Hồng Phong 4 chưa rõ ràng

Với việc doanh nghiệp chưa thúc đẩy bán hàng với dự án Charm Villa giai đoạn 03, KQKD quý 3 vẫn sẽ chủ yếu đến từ mảng năng lượng, và tiếp tục chịu ảnh hưởng từ yếu tố thời tiết khi pha El Nino đang ở trong giai đoạn mạnh nhất (đi kèm với thời tiết khô hạn hơn và ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng thủy điện). Qua đó, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST-CĐM quý 3 lần lượt đạt 640 tỷ đồng (-10% svck) và 210 tỷ đồng (-26% svck), bao gồm các ước tính KQKD:

- Doanh thu từ hoạt động kinh doanh sẽ tiếp tục đến từ mảng năng lượng, với doanh thu kỳ vọng đạt 510 tỷ đồng (-10% svck, khi sản lượng điện bị ảnh hưởng bởi pha El Nino dù là mùa cao điểm về sản lượng). Mảng BĐS thương mại sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu ổn định (130 tỷ đồng, tương đương quý 2); trong khi chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ chưa ghi nhận doanh thu từ dự án Charm Villa (hiện chưa có thông tin về hoạt động bán hàng tại dự án này trong quý 3).
- Lợi nhuận gộp của doanh nghiệp phần nhiều từ mảng năng lượng, với kỳ vọng biên gộp của hoạt động này trong kỳ đạt 70% (giảm 300bps so với cùng kỳ 2025, do sản lượng suy giảm của các nhà máy điện). Tổng kết lại, lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong quý 3/2026 ước đạt 409 tỷ đồng (-12% svqt, -17% svck).
- Một số giả định về doanh thu và chi phí khác bao gồm: 1/ Chi phí BH&QLDN kỳ vọng đạt 70 tỷ đồng (-2% svck, tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu đạt 11%, đã bao gồm ~25 tỷ đồng dự phòng tại dự án Hồng Phong 4), qua đó lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 339 tỷ đồng (-20% svck); 2/ Chi phí tài chính đạt 80 tỷ đồng (tương đương quý 2), khi chi phí lãi vay ảnh hưởng bởi môi trường lãi suất neo cao.

Bảng 3: Dự phóng Kết quả kinh doanh Q3/2026 của HDG

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/2026F	+/- svqt	+/- svck	Giả định
Doanh thu thuần	640	30%	-10%	
BĐS dân dụng	0	-100%	-100%	Chưa ghi nhận thêm doanh thu từ dự án Charm Villa giai đoạn 03
BĐS thương mại	130	-1%	-7%	
Năng lượng	510	34%	-11%	Doanh thu từ các nhà máy điện, và sản lượng điện dự kiến giảm 12% svck do ảnh hưởng của pha El Nino đang ở giai đoạn mạnh nhất
Lợi nhuận gộp	409	-12%	-17%	
BĐS dân dụng	0	-100%	-100%	
BĐS thương mại	53	-3%	-15%	
Năng lượng	356	59%	-15%	Biên gộp của hoạt động này giảm nhẹ về mức 70% (giảm 300bps so với cùng kỳ 2025).
Chi phí bán hàng và quản lý	(70)	13%	-2%	Tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu đạt 11% (đã bao gồm ~25 tỷ đồng dự phòng tại dự án Hồng Phong 4)
EBIT	339	-15%	-20%	
Thu nhập tài chính	30	-11%	77%	
Chi phí tài chính	(80)	-1%	-1%	Chi phí tương đương so với quý 2, khi dư nợ vay ở mức ~3.600 tỷ đồng
Lãi/lỗ khác	0	-100%	-100%	
LNTT	289	-7%	-19%	
LNST-CĐM	210	-16%	-26%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

So với [báo cáo tổng quan doanh nghiệp](#) tháng 10/2025, chúng tôi nhận thấy những yếu tố thay đổi trọng yếu trong dự phóng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, với:

- Bất động sản: Với việc lãi suất liên tục neo cao trong năm 2026 (lãi suất cho vay ước tính trên 11% - tương đương với nền lãi suất cao trong 2022) khiến nhu cầu và thanh khoản của các sản phẩm BĐS giảm sút rõ rệt (đặc biệt với các sản phẩm thấp tầng với giá bán bình quân trên 150 triệu đồng/m²). Đối với HDG, doanh nghiệp vẫn phụ thuộc nhiều vào việc bán hàng và ghi nhận doanh thu các sản phẩm thấp tầng tại dự án Cham Villa giai đoạn 3 (108 sản phẩm, chủ yếu là nhà liền kề và biệt thự với giá bán trên 180 triệu đồng/m²). Chúng tôi cho rằng nền lãi suất cao như hiện nay (dự kiến sẽ còn duy trì cho tới đầu 2027) sẽ khiến doanh nghiệp khó có thể triển khai bán hàng và bàn giao như kế hoạch (bán hàng với ~20 sản phẩm trong 2026); do đó chúng tôi giảm doanh thu 2026 từ dự án này xuống còn 125 tỷ đồng (+166% svck, tương đương bàn giao được 05 sản phẩm). Tuy nhiên do doanh nghiệp được hồi tố giá vốn đầu tư tại các giai đoạn trước (đã đề cập) thì lợi nhuận gộp từ BĐS vẫn khả quan và đạt 300 tỷ đồng (chiếm 15% lợi nhuận gộp, cải thiện so với lỗ gộp trong cùng kỳ năm ngoái).
- Liên quan tới sai phạm trong việc nghiệm thu và vận hành nhà máy (HP4, Infra01): Nhiều khả năng các dự án này sẽ phải áp dụng khung giá trần chuyển tiếp (1.184 đồng/kWh) trong giai đoạn từ ngày COD đến ngày CCA. Với dự án Infra01, doanh nghiệp đã trích lập 193 tỷ đồng dự phòng (đã thực hiện trong quý 1) và không còn khoản trích lập thêm khi dự án đã có CCA. Tuy nhiên với dự án HP4 và sai phạm liên quan đến trường hợp chống lấn quy hoạch phát triển năng lượng và quy hoạch khoáng sản (bô-xít, titan), hiện chưa có thông tin về hướng xử lý với những sai phạm này (tức là thời điểm hoàn thành CCA chưa rõ ràng và có rủi ro lùi sang 2027), cũng như các khoản trích lập dự phòng với dự án HP4 (~611 tỷ đồng tính tới hết quý 2) sẽ ít có cơ sở để hoàn nhập. Do đó chúng tôi tăng chi phí bán hàng & QLDN trong kỳ lên 439 tỷ đồng (+47% svck), khi bao gồm ~293 tỷ đồng dự phòng tại các nhà máy NLTT và không còn yếu tố hoàn nhập (như kỳ vọng ban đầu).

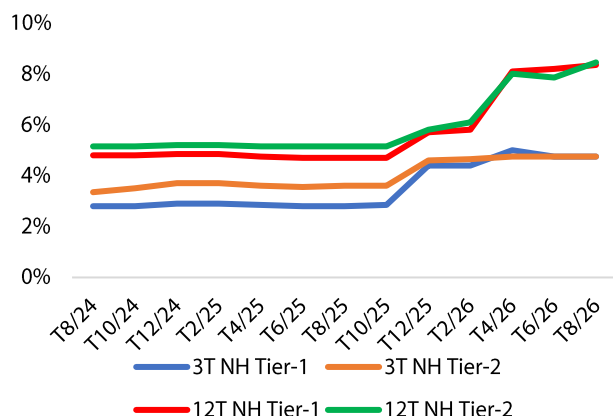
Qua đó, doanh thu và LNST-CĐM dự kiến lần lượt đạt 2,5 nghìn tỷ đồng (-10% svck) và 752 tỷ đồng (+7% svck), hoàn thành ~83% kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp và thấp hơn dự phóng ban đầu của chúng tôi (970 tỷ đồng, +38% svck).

Bảng 4: Dự phóng Kết quả kinh doanh 2026 của HDG

Đơn vị: Tỷ đồng	2026F	+/- svck	Giải thích
Doanh thu thuần	2.510	-10%	
BDS dân dụng	125	166%	Bàn giao 05 sản phẩm tại dự án Charm Villa giai đoạn 3
BDS thương mại	475	-2%	
Năng lượng	1.900	-16%	Doanh thu suy giảm do ảnh hưởng của El Nino lên sản lượng các nhà máy thủy điện
Lợi nhuận gộp	1.908	9%	
BDS dân dụng	300	-1367%	Doanh nghiệp được hồi tố giá vốn đầu tư tại các giai đoạn trước (trong quý 2)
BDS thương mại	214	41%	
Năng lượng	1.290	-22%	Lợi nhuận giảm do ảnh hưởng từ sản lượng thủy điện suy giảm
Chi phí bán hàng và quản lý	(439)	47%	Chi phí tăng mạnh do dự phòng tại các dự án NLTT (HP4, Infra 01) khi bị áp dụng khung giá trần chuyển tiếp trong giai đoạn từ ngày COD đến ngày CCA
EBIT	1.469	1%	
Thu nhập tài chính	38	-49%	
Chi phí tài chính	(301)	-36%	Chi phí giảm nhờ việc giảm dư nợ vay và không dự phòng tỷ giá cho khoản vay bằng ngoại tệ
Lãi/lỗ khác	(55)	81%	Chi phí khác từ phạt thanh lý hợp đồng (do mua lại sản phẩm từ dự án Hado Garden Villas
LNNT	1.151	12%	
LNST-CĐM	752	7%	

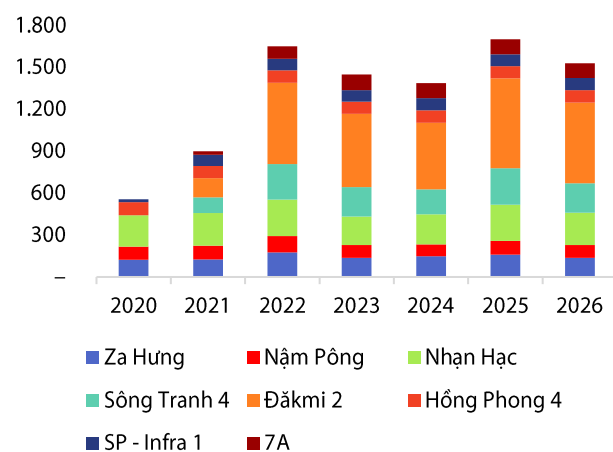
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Diễn biến lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng giai đoạn 2024-2026



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Sản lượng sản xuất điện của HDG giai đoạn 2021-2026 (triệu KWh)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Định giá ngắn hạn

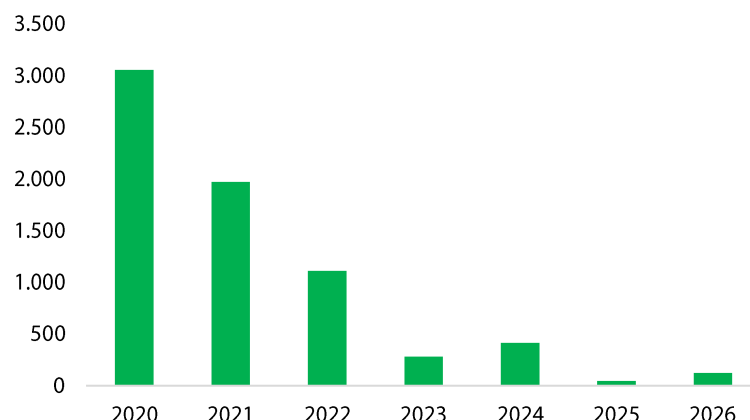
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E và P/B cho HDG; giá mục tiêu của công ty như bảng dưới.

Bảng 5: Giá mục tiêu ước tính của HDG qua giai đoạn 2026

Phương pháp	Giá	Trọng số	Đóng góp
P/E (9,0x)	16.625	50%	8.313
P/B (1,5x)	29.196	50%	14.598
Giá mục tiêu (đồng/cp)			22.910

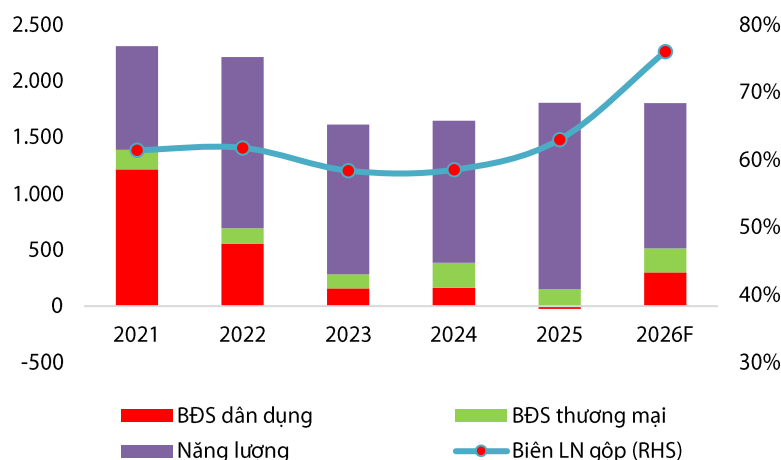
Chúng tôi điều chỉnh giá cổ phiếu HDG cho mục tiêu trong 1 năm tới là **22.900 đồng/cổ phiếu** (sau khi điều chỉnh kỳ vọng KQKD 2026 của doanh nghiệp và hệ số nhân cho phương pháp định giá so sánh), P/E và P/B dự phóng năm 2026 lần lượt là 9,0/1,5 lần (tương đương so với mức trung bình 5 năm của ngành), phù hợp cho vị thế hiện tại của HDG, với: 1/ Quỹ đất tiềm năng tại các thị trường cấp I (HN, Tp.HCM), 2/ Danh mục dự án năng lượng với hiệu quả và mức sinh lời cao hơn trung bình ngành, 3/ Phản ánh thêm rủi ro ngắn hạn liên quan tới sai

Hình 6: Doanh thu từ BĐS của HDG, giai đoạn 2020-2026



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Lợi nhuận gộp của HDG, giai đoạn 2021-2026 (tỷ đồng)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

phạm tại các dự án NLTT. Nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình.

Bảng 6: Bảng độ nhạy cho giá trị HDG trên mỗi cổ phiếu và các mức P/E, P/B mục tiêu

			P/B				
			1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
BVPS	2026	19.464	25.303	27.249	29.196	31.142	33.088

			P/E				
			7	8	9	10	11
EPS	2026	1.847	12.931	14.778	16.625	18.472	20.320

Hình 9: P/E 5 năm của HDG



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Hình 10: P/B 5 năm của HDG



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q2/2026

(Tỷ đồng)	2Q-FY26	1Q-FY26	+/- (svqt)	2Q-FY25	+/- (svck)
Doanh thu	492	684	-28%	584	-16%
Lợi nhuận gộp	462	442	5%	254	82%
Chi phí bán hàng và quản lý	-62	-260	-76%	-79	-21%
Thu nhập HĐKD	353	131	170%	40	773%
EBITDA	525	317	66%	301	74%
EBIT	400	182	120%	175	128%
Chi phí tài chính	-81	-76	7%	-155	-48%
- Chi phí lãi vay	-79	-74	7%	-75	5%
Khấu hao	125	135	-8%	126	-1%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)	-43	-7	534%	8	-617%
Lợi nhuận trước thuế	310	124	151%	49	537%
Lợi nhuận sau thuế	251	50	403%	-25	-1111%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	294	57	419%	-33	-988%

Nguồn: HDG, CTCK Rong Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2/2026

Chỉ tiêu	2Q-FY26	1Q-FY26	+/- (svqt)	2Q-FY25	+/- (svck)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	72%	62%	10 pps	42%	30 pps
EBITDA/Doanh thu	74%	63%	10 pps	51%	23 pps
EBIT/Doanh thu	55%	45%	10 pps	29%	26 pps
TS lợi nhuận ròng	51%	7%	44 pps	-4%	55 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	60%	8%	52 pps	-6%	66 pps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
- Vòng quay hàng tồn kho	1,1	1,4	-0,3	0,4	0,7
- Vòng quay khoản phải thu	1,9	1,9	-0,1	0,4	1,4
- Vòng quay khoản phải trả	12,7	17,5	-4,8	5,5	7,2
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	51%	55%	-4 pps	66%	-15 pps

Nguồn: CTCK Rong Việt | (*) thường niên hóa

tỷ đồng				
KQ HKKD	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Doanh thu thuần	2.718	2.786	2.510	3.138
Giá vốn	-1.127	-1.031	-602	-953
Lãi gộp	1.591	1.754	1.908	2.185
Chi phí bán hàng	-4	-10	-13	-16
Chi phí quản lý	-446	-290	-427	-314
Thu nhập từ HĐTC	60	75	38	55
Chi phí tài chính	-370	-470	-301	-257
Lợi nhuận khác	-234	-30	-55	-50
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	597	1.030	1.151	1.603
Thuế TNDN	-126	1	-230	-321
Lợi ích cổ đông thiểu số	99	239	169	187
Lợi nhuận sau thuế	348	706	752	1.095
EBIT	1.140	1.455	1.469	1.855
EBITDA	2.561	2.580	1.995	2.382

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Tăng trưởng				
Doanh thu	-6%	3%	-10%	25%
Lợi nhuận HKKD	3%	1%	-23%	19%
EBIT	-23%	28%	1%	26%
Lợi nhuận sau thuế	-48%	103%	7%	46%
Tổng tài sản	-4%	6%	12%	10%
Vốn chủ sở hữu	3%	11%	16%	14%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	58,5%	63,0%	76,0%	69,6%
EBITDA/ Doanh thu	94,3%	92,6%	79,5%	75,9%
EBIT/ Doanh thu	42,0%	52,2%	58,5%	59,1%
LNST/ Doanh thu	12,8%	25,3%	30,0%	34,9%
ROA	3,4%	7,0%	5,6%	7,0%
ROCE	4,2%	9,2%	7,4%	9,2%
ROE	5,7%	10,4%	9,5%	12,1%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	2,1	2,0	2,4	1,8
Vòng quay HTK	1,3	1,3	0,3	0,3
Vòng quay kh. phải trả	59,9	17,1	11,1	14,0

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	5,0	4,9	2,3	2,5
Nhanh	3,6	3,9	1,3	1,3

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	80%	69%	68%	61%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	10%	10%	24%	27%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	70%	59%	45%	34%

tỷ đồng				
BẢNG CỎKT	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027
Tiền	332	268	241	302
Đầu tư tài chính ngắn hạn	736	1.144	1.144	1.144
Các khoản phải thu	1.267	1.402	1.042	1.787
Tồn kho	857	782	1.984	2.829
Tài sản ngắn hạn khác	35	43	39	49
Tài sản cố định hữu hình	8.355	7.876	8.619	8.618
Tài sản cố định vô hình	193	184	386	386
Đầu tư tài chính dài hạn	1.631	2.576	2.752	2.722
Tài sản dài hạn khác	443	458	362	453
TỔNG TÀI SẢN	13.849	14.733	16.570	18.290
Tiền hàng phải trả & ứng trước	19	60	54	68
Vay và nợ ngắn hạn	631	681	1.872	2.417
Vay và nợ dài hạn	4.253	4.021	3.541	3.061
Doanh thu chưa thực hiện	4	1	0	0
Phải trả khác	1.566	1.592	1.434	1.794
TỔNG NỢ	6.473	6.355	6.901	7.339
Vốn đầu tư của CSH	3.738	4.074	4.444	4.444
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	2.284	2.653	3.405	4.500
Quỹ đầu tư phát triển	77	72	72	72
TỔNG VỐN	6.099	6.799	7.921	9.016
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.277	1.578	1.747	1.935

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027
EPS (đồng/cp)	1.036	1.907	1.847	2.690
P/E (x)	27,5	12,0	12,4	8,5
BV (đồng/cp)	18.133	18.378	19.464	22.154
P/B (x)	1,6	1,2	1,2	1,0
DPS (đồng/cp)	500	-	500	500
Tỷ suất cổ tức (%)	2%	0%	2%	2%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E (9,0x)	16.625	50%	8.313
P/B (1,5x)	29.196	50%	14.598
Giá mục tiêu (đồng/cp)	22.910		

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 4/2026	31.000	MUA	Ngắn hạn
Tháng 6/2026	29.000	MUA	Ngắn hạn
Tháng 9/2026	22.900	MUA	Ngắn hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam

Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà

Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên cao cấp

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên cao cấp

trang.th@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Ngân hàng

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
P (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
P (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
P (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thăng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**