

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

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

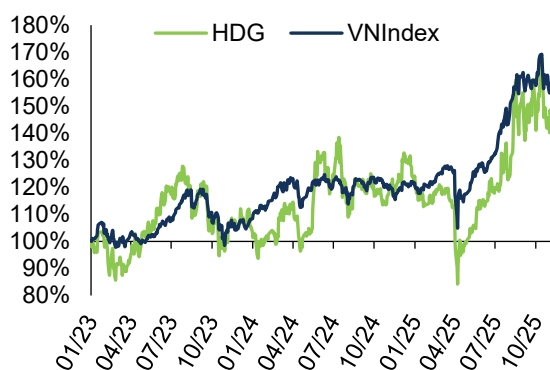
Email: namdd@fpts.com.vn

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 18/11/2025

Giá hiện tại (VND/cp)	32.800
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)	3.235.559
% sở hữu nước ngoài	20.96%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	12.135
P/E trailing 12 tháng (lần)	28.81x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	1.139

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, tỷ giá

 Giá hiện tại: **32.800**

 Giá mục tiêu: **37.200**

 Tăng/(giảm): **+13,4%**

Khuyến nghị

MUA
MẢNG THỦY ĐIỆN DẪN DẮT TĂNG TRƯỞNG

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu là **37.200 VND/cp**, cao hơn **13,4%** so với giá đóng cửa ngày 18/11/2025 (bằng phương pháp Tổng các thành phần - SOTP). Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

➤ **Kết quả kinh doanh Q4/2025 kỳ vọng tiếp tục xu hướng tích cực** với doanh thu thuần đạt 1.154 tỷ VND, tăng 53% YoY và LNST hợp nhất chuyển từ lỗ 98 tỷ VND trong Q4/2024 sang lãi 577 tỷ VND trong Q4/2025.

Trong đó, mảng điện vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu và tiếp tục tăng trưởng 7% YoY nhờ tình hình thời tiết thuận lợi.

Trong khi đó, mảng BĐS sẽ bắt đầu đóng góp tỷ trọng lớn hơn trong Q4/2025 nhờ bàn giao dự án Charm Villas. Tuy nhiên, tiến độ bàn giao và ghi nhận doanh thu dự kiến sẽ chậm hơn so với dự phóng của chúng tôi trong báo cáo T8/2025.

➤ **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, tỷ giá.** HDG còn hơn 5.000 tỷ đồng dư nợ với lãi suất thả nổi, trong đó có cả nợ ngoại tệ bằng EUR tương đương 600 tỷ VND.

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2025

Mảng thủy điện dẫn dắt tăng trưởng trong Q3/2025. Sau hai quý đầu năm tương đối kém khả quan, kết quả kinh doanh của HDG bắt đầu có sự tăng trưởng mạnh trong Q3/2025. Cụ thể, doanh thu thuần Q3/2025 đạt 713 tỷ VND (+26% YoY) và LNST hợp nhất đạt 359 tỷ VND (+77% YoY). Sản lượng thủy điện tăng trưởng mạnh nhờ thủy văn thuận lợi là yếu tố quan trọng nhất giúp KQKD của HDG tăng trưởng mạnh trong Q3/2025. Trong khi đó, các mảng kinh doanh còn lại vẫn đang duy trì ổn định hoặc cải thiện nhẹ so với cùng kỳ năm 2024.

Bảng 1. Kết quả kinh doanh Q3/2025 tăng trưởng mạnh nhờ mảng thủy điện

Chỉ tiêu	Q3/25	Q3/24	%YoY	9T25	9T24	%YoY	Ghi chú Q3/2025
Doanh thu thuần	713	567	+26%	1.900	1.964	-3%	❖ Doanh thu mảng điện Q3/2025 tiếp tục tăng mạnh 29% YoY nhờ tình hình thời tiết thuận lợi. - Thủy điện tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng trong Q3/2025 với sản lượng đạt 452 triệu kWh, +39% YoY. - Điện gió và điện mặt trời ghi nhận sản lượng cải thiện nhẹ so với cùng kỳ. Nhà máy Hồng Phong 4 vẫn đang hạch toán giá bán theo giá FIT1, chưa điều chỉnh giảm do chưa có quyết định chính thức về giá bán.
<i>Sản xuất điện</i>	573	445	+29%	1.542	1.206	+28%	
<i>Bất động sản + Xây dựng</i>	26	0	-	30	407	-93%	
<i>Khách sạn + quản lý BĐS</i>	117	122	-4%	356	351	+1%	
<i>Giảm trừ doanh thu</i>	(2)	-	-	(27)	-	-	❖ Mảng BĐS bắt đầu có doanh thu trở lại nhờ việc mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3, tuy nhiên doanh thu BĐS vẫn đang khá thấp.
Lợi nhuận gộp	495	337	+47%	1.145	1.037	+10%	
Biên lợi nhuận gộp	70%	59%	+11 đpt	60%	53%	+7 đpt	Lợi nhuận gộp Q3/2025 tăng mạnh 47% YoY, biên lợi nhuận đạt 70%, tăng 11 đpt YoY nhờ sản lượng điện tăng trưởng mạnh, trong khi các chi phí mảng điện gần như đã cố định và không thay đổi nhiều so với cùng kỳ 2024.
<i>Sản xuất điện</i>	424	310	37%	1.090	755	+44%	
<i>Bất động sản + Xây dựng</i>	34	(17)	-	(17)	132	-113%	
<i>Khách sạn + quản lý BĐS</i>	39	44	-11%	100	150	-33%	
Chi phí bán hàng và QLDN	71	43	+65%	204	131	+56%	HDG tiếp tục trích lập dự phòng cho nhà máy Hồng Phong 4 khoảng 24 tỷ đồng, do vẫn đang hạch toán doanh thu theo giá FIT1 nhưng vẫn chưa được nhận thanh toán tiền điện.
Doanh thu tài chính	17	17	+1%	56	38	+47%	
Chi phí tài chính	81	102	-21%	344	303	+13%	Chi phí tài chính giảm 21% trong Q3/2025 nhờ dư nợ vay giảm. Tỷ giá EUR cũng đã ổn định hơn trong Q3/2025 nên chi phí tài chính cũng giảm đáng kể so với 2 quý đầu năm 2025.
Lợi nhuận khác	-1	-4	-	(25)	6	-	
Lợi nhuận trước thuế	359	203	+77%	628	647	-3%	
LNST hợp nhất	337	182	+85%	570	545	+5%	
LNST công ty mẹ	285	137	+108%	422	422	-0%	

Nguồn: HDG, FPTS tổng hợp

II. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH Q4/2025

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh Q4/2025 của HDG sẽ tiếp tục xu hướng tích cực, với doanh thu thuần đạt 1.154 tỷ VND, tăng 53% YoY và LNST hợp nhất chuyển từ lỗ 98 tỷ VND trong Q4/2024 sang lãi 577 tỷ VND trong Q4/2025. Kết quả kinh doanh tích cực trong Q4/2025 của HDG đến từ: (1) mảng điện tiếp tục duy trì xu hướng tích cực; (2) mảng bất động sản bắt đầu đóng góp nhiều hơn nhờ bàn giao các căn hộ tại Charm Villas và (3) không còn khoản chi phí trích lập dự phòng đột biến như trong Q4/2024.

Nhờ kết quả tích cực trong Q4/2025, chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ đạt kế hoạch kinh doanh năm 2025. Cụ thể, chúng tôi dự phóng doanh thu của HDG năm 2025 đạt 3.054 tỷ VND, LNST hợp nhất đạt 1.147 tỷ VND, tương đương 104% và 109% kế hoạch năm 2025.

Bảng 2. Dự phóng kết quả kinh doanh Q4/2025 tiếp tục xu hướng tích cực

Chỉ tiêu	Q4/25	Q4/24	%YoY	2025	%YoY	%KH25	Ghi chú Q4/2025
Doanh thu thuần	1.154	753	+53%	3.054	+12%		
Sản xuất điện	734	685	+7%	2.276	+20%	104%	Doanh thu Q4/2025 kỳ vọng tăng 53% YoY, nhờ:
Bất động sản + Xây dựng	300	21	+1352%	330	-23%		- Doanh thu mảng điện tiếp tục xu hướng tích cực, tăng 7% YoY.
Khách sạn + Quản lý BĐS	120	105	+14%	476	+4%		- Doanh thu BĐS ước đạt 300 tỷ VND nhờ bàn giao 9 sản phẩm tại Charm Villas.
Giảm trừ doanh thu	-	(57)	-	(27)	-		
Lợi nhuận gộp	799	555	+44%	1.945	+22%		
Biên lợi nhuận gộp	69%	74%	-5 đpt	64%	+5 đpt		Lợi nhuận gộp Q4/2025 tăng 44% nhờ tăng trưởng tại cả 2 mảng chính là điện và BĐS. Biên lợi nhuận gộp Q4/2025 vẫn đạt mức cao là 69%, mặc dù giảm 5 đpt so với Q4/2024.
Sản xuất điện	554	506	+23%	1.644	+30%		
Bất động sản + Xây dựng	210	(-24)	+957%	166	+55%		
Khách sạn + Quản lý BĐS	35	73	-52%	135	-39%		
Chi phí bán hàng & QLDN	80	320	-75%	284	-37%		Chi phí QLDN và chi phí khác giảm mạnh do giảm các khoản trích lập dự phòng cho ĐMT Hồng Phong 4. Cụ thể, chúng tôi ước tính HDG chỉ trích lập 25 tỷ VND trong Q4/2025, trong khi đó tổng các khoản trích lập trong Q4/2024 là khoảng 500 tỷ VND.
Doanh thu tài chính	20	22	-10%	76	+26%		
Chi phí tài chính	80	66	+20%	424	+15%		
Lợi nhuận khác	-	(264)	-	(25)	-90%		
Lợi nhuận trước thuế	659	(74)	+991%	1.287	+125%		
LNST hợp nhất	577	(98)	+688%	1.147	+156%	109%	LNST hợp nhất chuyển từ lỗ 98 tỷ VND trong Q4/2024 sang lãi 577 tỷ VND trong Q4/2025 nhờ: (1) cả 2 mảng điện và BĐS đều chuyển biến tích cực và (2) không còn ghi nhận các khoản trích lập đột biến như trong Q4/2024
LNST công ty mẹ	496	(74)	+773%	918	+163%		

Nguồn: FPTs tổng hợp

III. CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Triển vọng ngắn hạn

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST hợp nhất năm 2025 của HDG đạt 3.054 tỷ VND (+12% YoY) và 1.147 tỷ VND (+125% YoY), giảm lần lượt 17% và 29% so với dự phóng trong [Báo cáo cập nhật định giá HDG T8/2025](#) do các thay đổi trong giả định dự phóng bao gồm:

- **Kéo giãn tiến độ bàn giao tại dự án Charm Villas:** Doanh thu dự phóng mảng BĐS năm 2025 dự phóng đạt 297 tỷ VND, giảm 70% so với dự phóng tại báo cáo T8/2025 do tiến độ bán hàng thực tế tại dự án đang diễn ra chậm hơn so với kỳ vọng. Tỷ lệ hấp thụ tại dự án đạt mức thấp do: (1) các sản phẩm có giá trị cao (~30 tỷ VND/căn); (2) đợt mở bán cuối tỷ lệ hấp thụ thường kém và chậm hơn so với các đợt mở bán trước và (3) phân khúc biệt thự, liền kề tại Hà Nội phục hồi khá chậm, thanh khoản kém hơn so với phân khúc chung cư.

	Chỉ tiêu	2025	2026	2027	2028
Dự phóng T11/2025	Số căn bàn giao (căn)	9	40	35	24
	Doanh thu ghi nhận (tỷ VND)	297	1.320	1.155	792
Dự phóng T8/2025	Số căn bàn giao (căn)	30	60	18	0
	Doanh thu ghi nhận (tỷ VND)	990	1.980	594	0

Nguồn: FPTS tổng hợp

- **Điều chỉnh dự phóng doanh thu mảng điện 2025 tăng 3,8% so với báo cáo T8/2025.** Chúng tôi điều chỉnh tăng sản lượng điện 4,7%, trong đó sản lượng thủy điện tăng 5,8% do tình hình thủy văn tích cực hơn so với kỳ vọng trước đó. Tuy nhiên giá bán thủy điện cũng điều chỉnh giảm 2% do sản lượng thủy điện tăng cao khiến cho giá bán điện trung bình trên toàn hệ thống sụt giảm.
- **Thay đổi dự phóng giá bán điện nhà máy Hồng Phong 4.** Do HDG vẫn chưa nhận được kết luận cuối cùng về việc xử lý vi phạm của nhà máy, chúng tôi dự phóng HDG sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu từ nhà máy theo giá FIT1 và trích lập phải thu khó đòi đối với phần tiền điện quá hạn chưa được EVN thanh toán. Việc thay đổi dự phóng sẽ làm doanh thu của HDG năm 2025 và 2026 tăng lên 25 tỷ VND và 100 tỷ VND, tuy nhiên không làm thay đổi dòng tiền và định giá doanh nghiệp.

2. Triển vọng dài hạn

Triển vọng dài hạn của HDG nhìn chung không thay đổi nhiều so với nhận định trong báo cáo T8/2025. Chúng tôi giữ nguyên giả định dự phóng các mảng kinh doanh hiện hữu của HDG trong giai đoạn 2026 – 2030, ngoại trừ giả định về tiến độ bàn giao Charm Villas và giá bán điện của Hồng Phong 4.

Đối với các dự án đầu tư mới, chúng tôi xin cập nhật tiến độ các dự án mà HDG đang triển khai, cụ thể:

- **Mở rộng công suất điện:** HDG vẫn đang trong thi công xây dựng 3 nhà máy thủy điện mới và chuẩn bị triển khai các dự án điện gió. Tiến độ các dự án cụ thể như sau:

Bảng 3. Dự phóng tiến độ triển khai các dự án điện của HDG

	2H2025	1H2026	2H2026	1H2027	2H2027	1H2028	2H2028	1H2029	2H2029
La Trộng	Thi công	COD							
Sơn Nham	Hoàn thiện thi công		COD						
Sơn Linh	Hoàn thiện thi công					COD			
Phước Hữu		Khởi công	Hoàn thiện thi công			COD			
Bình Gia		Đấu thầu	Chấp thuận CTĐT	Khởi công	Hoàn thiện thi công			COD	

Nguồn: FPTS tổng hợp

- Thủy điện: Nhà máy thủy điện La Trống (22 MW) dự kiến đi vào hoạt động đầu năm 2026, hai nhà máy thủy điện Sơn Linh, Sơn Nham (24 MW) đang trong quá trình thi công song song với việc xin phê duyệt tăng công suất, dự kiến sẽ vận hành năm 2027 và 2028.
- Điện gió Phước Hữu (50 MW): Dự án đã có giấy chứng nhận đăng ký đầu tư và đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục pháp lý khác, chúng tôi kỳ vọng dự án có thể được khởi công đầu năm 2026 và COD năm 2028.
- Điện gió Bình Gia (80 MW): Dự án dự kiến sẽ được đưa vào đấu thầu vào đầu năm 2026, sau đó hoàn tất các thủ tục pháp lý khác để có thể khởi công vào năm 2027 và COD năm 2029.
- Điện gió 7A mở rộng (21 MW): HDG đang đánh giá lại tính kinh tế và cân nhắc khả năng triển khai dự án do dự án có thể làm ảnh hưởng tới sản lượng điện của nhà máy điện gió 7A giai đoạn 1. Do đó chúng tôi chưa dự phóng tiến độ triển khai nhà máy.
- Các dự án BĐS đang được tháo gỡ pháp lý:** HDG đang có 3 dự án dự kiến sẽ được triển khai trở lại nhờ cơ chế thí điểm NOTM trên đất khác. Do quá trình phê duyệt dự án và thực hiện các thủ tục pháp lý diễn ra chậm hơn so với kỳ vọng, chúng tôi dự phóng tiến độ các dự án sẽ kéo dài thêm 6 tháng so với dự phóng trước đó của chúng tôi tại Báo cáo T8/2025. Một số thông tin cập nhật tại các dự án cụ thể:
 - 62 Phan Đình Giót: Dự án đã được phê duyệt vào danh sách thí điểm NOTM tại Hà Nội, đang trong quá trình điều chỉnh quy hoạch và chỉ tiêu dân số. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được phê duyệt Chủ trương đầu tư trong năm 2026 và khởi công năm 2027.
 - Linh Trung: Dự án đã được đưa vào danh sách thí điểm đợt 2 và được HĐND Tp.HCM thông qua tại kỳ họp ngày 14/11/2025. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được phê duyệt Chủ trương đầu tư vào cuối năm 2026 và khởi công năm 2028.
 - Green Lane: Dự án dự kiến sẽ được đưa vào danh sách thí điểm đợt 3 của Tp.HCM. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được phê duyệt Chủ trương đầu tư vào cuối năm 2026 và khởi công năm 2028.

Bảng 4. Dự phóng tiến độ triển khai các dự án BĐS của HDG

	2H2025	1H2026	2H2026	1H2027	2H2027	1H2028	2H2028	1H2029	2H2029	1H2030	2H2030
62 Phan Đình Giót		Chấp thuận CTĐT	Thủ tục pháp lý khác	Khởi công	Mở bán	Hoàn thiện thi công				Bàn giao	
Green Lane			Chấp thuận CTĐT	Thủ tục pháp lý khác	Khởi công	Mở bán	Hoàn thiện thi công				Bàn giao
Linh Trung			Chấp thuận CTĐT	Thủ tục pháp lý khác	Khởi công	Mở bán	Hoàn thiện thi công				Bàn giao

Nguồn: FPTS tổng hợp

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HDG với giá mục tiêu **37.200 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **13,4%** so với giá đóng cửa ngày 18/11/2025. 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 2,4% so với [Báo cáo cập nhật định giá HDG T08/2025](#) do: (1) điều chỉnh giá định về sản lượng điện 2025 và tiến độ bàn giao dự án Charm Villas và (2) lãi suất phi rủi ro tăng 0,44 đpt.

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