

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HoSE: HDG)

Ngành	Thủy điện, BĐS
Ngày báo cáo	02/03/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	10,359
KLTB 10 ngày	1,485,360
% sở hữu NĐTNN	19.43%
SLCP lưu hành	369,963,035
SLCP niêm yết	369,963,035
P/E trailing	14.7
P/B (gần nhất)	1.5
ROA	4.9%
ROE	8.8%
EPS (pha loãng)	1,907 VND
Book value	22,039 VND

Tổng quan doanh nghiệp

Tập đoàn Hà Đô được thành lập năm 1990, tiền thân là công ty xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng (MOD). Năm 2004, HDG được cổ phần hóa và sau đó 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 tập đoàn 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).

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Thủy điện thuận lợi, BĐS chậm bán hàng

- HDG công bố KQKD quý 4/2025 với kết quả cải thiện rõ rệt: doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 885 tỷ đồng và 373 tỷ đồng, tăng 18% và 189% so với cùng kỳ. Trong đó: (1) Năng lượng tiếp tục là động lực chính khi điều kiện thủy văn thuận lợi, (2) Bất động sản ghi nhận lợi nhuận gộp âm do tiến độ bán hàng tại giai đoạn 3 dự án HaDo Charm Villas bị chậm.
- Triển vọng 2026 của HDG tích cực nhẹ: dự án HaDo Charm Villas GĐ3 là động lực chính, có thể tăng trưởng số lượng căn bán ra so với nền thấp năm 2025. Lưu ý, rủi ro El Niño quay trở lại ảnh hưởng đến mảng thủy điện.
- Cổ phiếu còn dư địa tăng 17.1% so với giá đóng cửa ngày 02/03/2026, tương ứng với giá mục tiêu 32,800 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu HDG.

Khoản mục	Q4/2024	Q4/2025	Tăng trưởng (%svck)
Doanh thu thuần	753	885	18%
Giá vốn hàng bán	200	276	38%
Lợi nhuận gộp	553	608	10%
<i>Biên gộp (%)</i>	<i>73.4%</i>	<i>68.7%</i>	<i>-5 ppts</i>
Lãi ròng từ HĐTC	-44	-108	n/a
SG&A	253	95	-62%
<i>SG&A/ Doanh thu (%)</i>	<i>33.6%</i>	<i>10.7%</i>	<i>-23 ppts</i>
Lãi lỗ từ hoạt động kinh doanh	256	406	59%
Lợi nhuận sau thuế	129	373	189%
<i>Biên ròng (%)</i>	<i>17.3%</i>	<i>42.1%</i>	<i>+25 ppts</i>
Lợi nhuận của cổ đông Công ty mẹ	112	284	154%

Nguồn: HDG, Haseco tổng hợp và ước tính

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá triển vọng của HDG trong 2026 ở mức trung lập do: (1) Tiến độ ghi nhận của dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3 chậm hơn dự kiến và (2) Sản lượng thủy điện sụt giảm do chu kỳ thời tiết bất lợi.

Áp dụng phương pháp định giá từng phần SOTP, chúng tôi ước tính cổ phiếu HDG còn dư địa tăng giá 17.1% so với giá đóng cửa ngày 02/03/2026, tương ứng với giá mục tiêu 32,800đ/cổ phiếu. Haseco khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu HDG.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

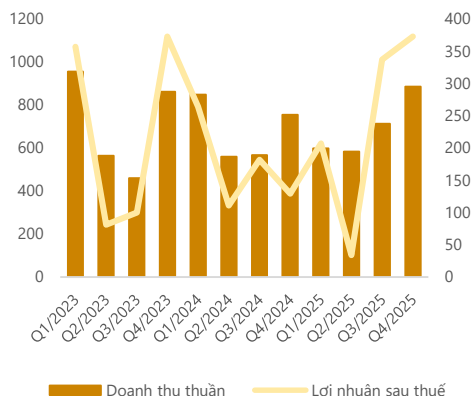
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

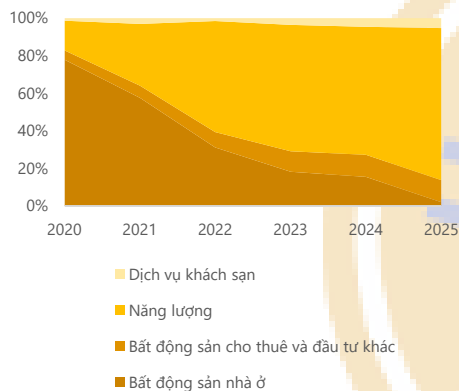
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



Kết quả kinh doanh HDG

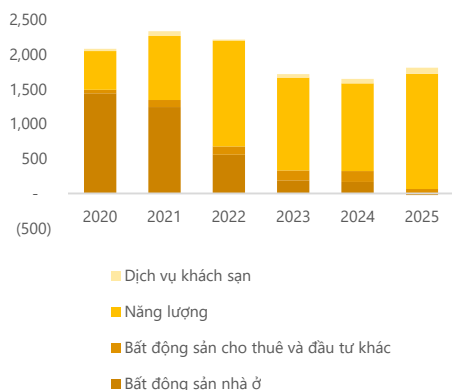


Cơ cấu doanh thu HDG



Nguồn: HDG

Lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh



Nguồn: HDG

I. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 4/2025

HDG công bố KQKD Q4/2025 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 885 tỷ đồng (+18% svck) và 373 tỷ đồng (+189 svck). Cụ thể, kết quả kinh doanh của từng mảng như sau:

- **Bất động sản nhà ở:** Lợi nhuận gộp tiếp tục ghi nhận âm do tỷ lệ hấp thụ của giai đoạn 3 thuộc dự án Hado Charm Villas thấp hơn kỳ vọng. Cụ thể, HDG mới chỉ bán được 4 căn kể từ khi mở bán từ 20/06/2025, trong đó chỉ mới có 2 căn được ghi nhận doanh thu.
- **Năng lượng:** Lợi nhuận gộp đạt 565 tỷ đồng (+12% svck) nhờ sản lượng thủy điện duy trì tăng trưởng tích cực nhờ chu kỳ thời tiết ủng hộ. Cụ thể, việc thời tiết hiện tượng La Nina duy trì trong năm 2025 giúp điều kiện thủy văn diễn biến thuận lợi.
- **Bất động sản cho thuê và đầu tư khác:** Lợi nhuận gộp đạt 26 tỷ đồng (-51% svck) khi chi phí vốn từ hoạt động này tăng đột biến 81% svck. Chi phí này tuy không được công bố cụ thể nhưng khả năng cao là chi phí đất đến từ một số dự án đã bán và đang cho thuê.
- **Dịch vụ khách sạn:** Lợi nhuận gộp đạt 26 tỷ đồng (+35% svck). Mảng này duy trì ổn định nhờ tỷ lệ lấp đầy cải thiện lên trên 85%. Đây là mức cao hơn mức 70%-75% của năm 2024.

Như vậy, tính chung cả năm 2025, doanh thu của HDG đạt 2,786 tỷ đồng, tăng nhẹ 3% yoy. Lợi nhuận tăng mạnh 111% svck, đạt 944 tỷ đồng. Mảng năng lượng tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng chính, chiếm hơn 90% lợi nhuận gộp. Chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh của HDG tương đối khả quan nhờ: (1) Sản lượng thủy điện hồi phục, (2) Giảm mạnh trích lập dự phòng cho nhà máy Hồng Phong 4 giúp giảm chi phí quản lý doanh nghiệp, và (3) Tỷ lệ lấp đầy khách sạn cải thiện. Tuy nhiên, kết quả này vẫn thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi khi mà tiến độ bán hàng tại giai đoạn 3 của dự án Hado Charm Villas đang là tương đối chậm.

Cơ cấu lợi nhuận gộp của HDG

Mảng kinh doanh	Q4/25	Tỷ trọng	Tăng trưởng	2025	Tỷ trọng	Tăng trưởng
Bất động sản nhà ở	-6	n/a	-118%	-23	n/a	-114%
Bất động sản cho thuê và đầu tư khác	26	4%	-51%	66	4%	-58%
Năng lượng	565	93%	12%	1,655	94%	31%
Dịch vụ khách sạn	26	4%	35%	86	5%	33%
Tổng	608	100%	10%	1,754	100%	10%

Nguồn: HDG, Haseco tổng hợp và ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

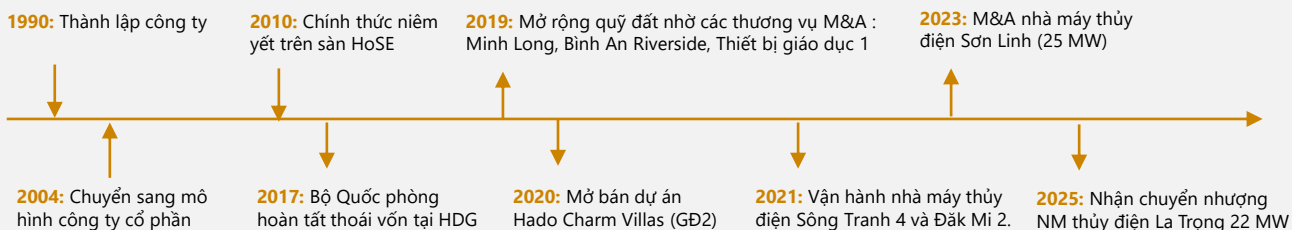
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



II. Tổng quan doanh nghiệp

HDG được thành lập năm 1990, tiền thân là Xí nghiệp Xây dựng trực thuộc Viện Kỹ thuật Quân sự – Bộ Quốc phòng. Năm 1992, đơn vị được chuyển sang cơ chế hạch toán độc lập và đổi tên thành Công ty Xây dựng Hà Đô. Đến năm 2004, doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa và chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HoSE) vào năm 2010. Ban đầu hoạt động trong lĩnh vực xây dựng, HDG sau đó mở rộng sang bất động sản và tiếp tục đầu tư vào lĩnh vực năng lượng. Hiện nay, bất động sản và năng lượng là hai mảng kinh doanh cốt lõi, đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của công ty.

Lịch sử hình thành



Cấu trúc dự án

Khối	Dự án / Tài sản
Năng lượng	Đắk Mi 2 (Thủy điện)
	Nhạn Hạc (Thủy điện)
	Sông Tranh 4 (Thủy điện)
	Za Hưng (Thủy điện)
	La Trọng (Thủy điện)
	Nậm Pông (Thủy điện)
	Điện gió 7A (Năng lượng tái tạo)
	ĐMT Hồng Phong 4 (Năng lượng tái tạo)
	ĐMT Infra 1 (Năng lượng tái tạo)
Bất động sản kinh doanh	Hà Đô Charm Villas
	Bình An, Quận 8
	Minh Long, Thủ Đức
	Phan Đình Giót
	Đình Bá Đại, Nha Trang
	HH Cầu Giấy
Bất động sản đầu tư	Khách sạn IBIS
	Airport Building
	HaDo South Building
	Sàn TM Centrosa

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

II. Triển vọng năm 2026

1. Mảng bất động sản: Tỷ lệ hấp thụ tại HaDo Charm Villas giai đoạn 3 dự kiến ở mức thấp

Vị trí của dự án HaDo Charm Villas



Nguồn: Haseco sưu tầm

HaDo Charm Villas giai đoạn 3 tiếp tục được xem là động lực tăng trưởng chính của HDG trong năm 2026. Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao vào giai đoạn cuối 2025 đến đầu 2026 tác động mạnh đến tâm lý người vay mua bất động sản ở các phân khúc cao cấp, chúng tôi dự báo năm 2026 HDG chỉ ghi nhận doanh thu khoảng 12 căn so với ước tính 21 căn trong bản tin nhà đầu tư Q4/2025 của HDG. HDG hiện chưa có kế hoạch điều chỉnh giá bán (khoảng 250 triệu đồng/m²) mà chỉ bổ sung chính sách khuyến mại.

Đối với Hado Minh Long và 62 Phan Đình Giót, chúng tôi cho rằng HDG sẽ hoàn thiện thủ tục pháp lý cho hai dự án này đúng như kế hoạch trước cuối năm 2027.

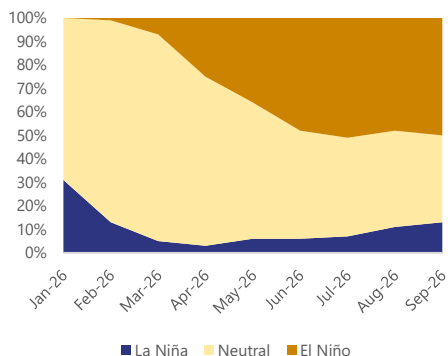
Chúng tôi lùi thời gian mở bán dự kiến của HaDo Green Lane sang năm 2028 do thủ tục pháp lý tại dự án này có thể cần thêm thời gian để triển khai.

Cập nhật tiến độ dự án trọng điểm của HDG

Dự án (*)	Diện tích (ha)	Vị trí	Số căn hộ	Tiến độ mở bán										Cập nhật pháp lý (*)
				2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031		
Charm Villas giai đoạn 3	30.03	Hà Nội	108 căn biệt thự, nhà song lập/shophouse											Đã bán được 4 căn kể từ khi bắt đầu mở bán hồi tháng 6/2025. Trong đó, HDG đã ghi nhận doanh thu 2 căn trong 2025.
Phan Đình Giót	2.24	Hà Nội	Căn hộ/văn phòng											Hoàn tất đánh giá các phương án đầu tư và đang tiếp tục hoàn thiện hồ sơ xin chấp thuận chủ trương đầu tư. Dự kiến hoàn thiện pháp lý trước cuối năm 2027.
Hado Minh Long	2.71	Thủ Đức, Hồ Chí Minh	31 shophouse, 1409 căn hộ											Đủ điều kiện tham gia chương trình thí điểm triển khai dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận nhận quyền sử dụng đất hoặc trên cơ sở đang có quyền sử dụng đất trong tháng 11/2025. Dự kiến hoàn thiện pháp lý trước cuối năm 2027.
Hado Green Lane	2.32	Hồ Chí Minh	1231 căn hộ											Tồn tại vấn đề liên quan đến phần đất công xen kẹt trong ranh dự án, ảnh hưởng đến thủ tục hoàn thiện pháp lý và triển khai đầu tư. Tính đến cuối năm 2025, dự án vẫn trong trạng thái chờ tháo gỡ.

Nguồn: HDG, Haseco tổng hợp

Dự báo pha ENSO
(cập nhật đến 01/2026)



Nguồn: NOAA, IRI, Haseco tổng hợp

2. Mảng năng lượng: Rủi ro khi hiện tượng El Niño trở lại

Sau khi mức sản lượng thủy điện đạt đỉnh trong năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng các nhà máy hiện hữu năm 2026 có thể giảm khoảng 15% theo kế hoạch của HDG, chủ yếu do rủi ro pha El Niño quay trở lại khiến điều kiện thủy văn kém thuận lợi. Tuy nhiên, mức suy giảm này có thể được bù đắp một phần nhờ nhà máy La Trọng 22 MW (mua lại vào năm 2025) đi vào vận hành.

HDG vẫn đang triển khai nâng cấp nhà máy Sơn Linh (7 MW) và Sơn Nham (6,8 MW) lên tổng công suất 24 MW. Cả hai dự án được dự kiến hoàn tất trong năm 2027 và chỉ có thể đóng góp vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp từ 2028.

Ngày 26/01/2026, Chính phủ ban hành Nghị quyết 17/NQ-CP yêu cầu xử lý dứt điểm vướng mắc giá FiT trước Quý III/2026. Chúng tôi kỳ vọng HDG sớm tháo gỡ pháp lý dự án Hồng Phong 4 để tiếp tục hưởng FiT, qua đó được thanh toán tiền điện trở lại và hoàn nhập khoảng 600 tỷ đồng dự phòng phải thu trong 2027.

3. Mảng bất động sản cho thuê: Kỳ vọng hồi phục từ nền thấp

Mảng bất động sản cho thuê có thể hồi phục trở lại trong 2026 nhờ: (1) các khoản chi phí bất thường về đất có thể sẽ không lặp lại, và (2) tỷ lệ lấp đầy tiếp tục duy trì ở mức tiệm cận 100% khi nhu cầu thuê văn phòng dự kiến vẫn ở mức cao.

4. Mảng dịch vụ khách sạn: Tiếp tục khởi sắc nhờ chu kỳ kinh tế thuận lợi

Với tình hình du lịch khởi sắc trong một chu kỳ kinh tế tăng trưởng, chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy các khách sạn của HDG sẽ tiếp tục duy trì ở mức trên 80%. Vì vậy, chúng tôi cho rằng lợi nhuận mảng dịch vụ khách sạn dự kiến tăng nhẹ trong 2026.

IV. Quan điểm đầu tư & định giá cổ phiếu

Chúng tôi đánh giá triển vọng của HDG trong 2026 ở mức trung lập do: (1) Tiến độ ghi nhận của dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3 chậm hơn dự kiến và (2) Sản lượng thủy điện sụt giảm do chu kỳ thời tiết bất lợi.

Tuy vậy, chúng tôi sử dụng phương pháp tổng các thành phần – SOTP và cho rằng: HDG vẫn còn dư địa tăng giá so với mức vốn hóa hiện tại là 10,359 tỷ đồng. Haseco khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu HDG với **giá mục tiêu 32,800 VND/cổ phiếu**, cao hơn 17.1% so với giá đóng cửa ngày 02/03/2026.



Dự án/mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
Bất động sản		3,467
Hado Green Lane	RNAV	1,345
Hado Charm Villas	RNAV	1,039
Hado Minh Long	RNAV	997
Hado Garden Villas	RNAV	86
Dịch vụ khách sạn/Cho thuê BĐS	DCF	850
Điện		10,374
Đắk Mi 2	DCF	3,738
7A	DCF	1,825
Infra 1	DCF	1,428
Sông Tranh 4	DCF	1,021
Nhan Hạc	DCF	727
Hồng Phong 4	DCF	620
Za Hung	DCF	422
Nậm Pông	DCF	342
La Trọng	DCF	251
Tổng giá trị doanh nghiệp		14,691
Tiền mặt ròng		-415
Giá trị VCSH		14,276
Chiết khấu		15%
Giá trị VCSH sau chiết khấu		12,135
Số lượng CP lưu hành		369,963,035
Giá mục tiêu (đồng/cp)		32,800

Nguồn: Haseco ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



Tuyên bố miễn trách nhiệm

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 Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco 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 kỳ 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. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco 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 Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco 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 Haseco.

Haseco 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.

Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825