

Tập đoàn Hà Đô (HDG)

Lợi nhuận tăng trưởng nhờ nền thấp

2Q26 – Lợi nhuận tăng trưởng đến 206% svck

Trong 2Q26, doanh thu đạt 486 tỷ đồng (-17% n/n, tương đương ~76% dự phóng của KIS, biểu đồ 1). Kết quả kinh doanh chủ yếu được hỗ trợ bởi mảng dịch vụ và cho thuê bất động sản. Lợi nhuận gộp (LNG) đạt 280 tỷ đồng (+10% n/n, tương đương ~127% dự phóng của KIS, biểu đồ 2), với biên LNG cải thiện lên 57.6% (+14.1%p n/n). Diễn biến từng mảng như sau:

- **Điện:** Doanh thu và LNG lần lượt đạt 380 tỷ đồng (-16% n/n, biểu đồ 1) và 232 tỷ đồng (-23% n/n, biểu đồ 2). Chúng tôi cho rằng mảng thủy điện chịu ảnh hưởng đáng kể, khi hệ số công suất (CF) ước tính giảm khoảng 4%p (biểu đồ 5, 6), mặc dù giá FMP bình quân (chiếm khoảng 2% doanh thu) ước tính cải thiện khoảng 50% n/n.
- **Bất động sản & xây lắp:** Theo công bố của công ty, HDG không ghi nhận doanh thu từ mảng này, do trong 2Q26 không có sản phẩm nào tại Charm Villa – Giai đoạn 3 được bàn giao (2Q25: không ghi nhận doanh thu, biểu đồ 1). Tuy nhiên, LNG đạt 17.8 tỷ đồng (2Q25: -59 tỷ đồng, biểu đồ 2). Chúng tôi cho rằng sự cải thiện này nhiều khả năng đến từ các điều chỉnh kế toán hoặc hoàn nhập chi phí liên quan đến các dự án đã hoàn thành trước đây.
- **Dịch vụ khách sạn:** Doanh thu và LNG lần lượt đạt 39 tỷ đồng (+9% n/n, biểu đồ 1) và 21 tỷ đồng (+14% n/n, biểu đồ 2), nhờ tỷ lệ lấp đầy của chuỗi khách sạn IBIS cải thiện lên 82% (2Q25: 74%) và giá phòng bình quân ước tăng 4% n/n. Theo đó, biên LNG cải thiện lên 55.2% (+2.2%p n/n).
- **Cung cấp dịch vụ & cho thuê bất động sản:** Doanh thu và LNG lần lượt đạt 92 tỷ đồng (+12% n/n, biểu đồ 1) và 34 tỷ đồng (2Q25: -19 tỷ đồng, biểu đồ 2), phản ánh hoạt động ổn định của mảng này.

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
Doanh thu (Tỷ đồng)	3,778	3,581	2,889	2,775	2,816
Tăng trưởng (% n/n)	(24.4)	(5.2)	(19.3)	(5.9)	2.5
LNHĐ (Tỷ đồng)	1,651	1,615	961	831	1,103
LNST (Tỷ đồng)	1,344	1,362	866	447	993
EPS (đồng)	5,470	4,479	2,175	1,036	2,082
Tăng trưởng (% n/n)	(12.0)	(18.1)	(51.4)	(52.4)	101.1
EBITDA (Tỷ đồng)	2,295	2,577	2,010	1,665	1,987
PE (x)	5.8	5.9	12.2	26.5	7.9
EV/EBITDA (x)	6.3	5.1	7.3	9.0	6.1
PB (x)	1.45	1.22	1.37	1.51	0.89
ROE (%)	29.8	22.7	11.9	5.8	11.9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3.13	-	1.88	-	3.02

Ghi chú: LN ròng, EPS và ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Khuyến nghị **Không xếp hạng**

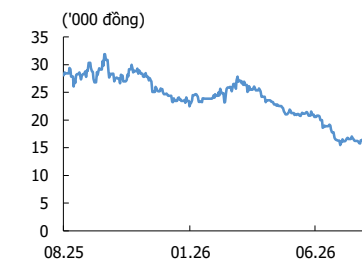
Thông kê

VNIndex (27/08, điểm)	1,832
Giá cp (27/08, đồng)	16,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,715
SLCP lưu hành (triệu)	407
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	31,871/15,500
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	49
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	58.7/16.0
Cổ đông lớn (%)	
Nguyễn Trọng Thông	31.83
PYN Fund	9.05
Nguyễn Văn Tô	8.05

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	6.5	(32.3)	(41.3)
Tương đối với VNI (p/p)	(3.6)	(31.1)	(53.1)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

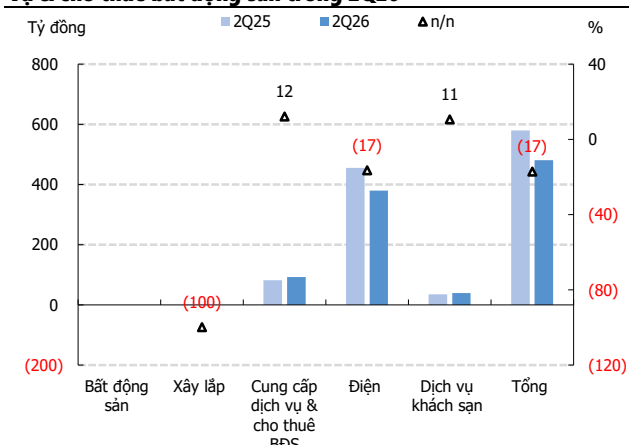
Nhờ đó, LNST đạt 103 tỷ đồng (+206% n/n, biểu đồ 4), cao hơn 45 tỷ đồng so với dự phóng của KIS, chủ yếu nhờ: (i) các yếu tố đã đề cập ở trên; (ii) biên LNG cải thiện; (iii) DTCT tăng lên 32 tỷ đồng (+60% n/n, tăng 12 tỷ đồng n/n), nhờ thu nhập lãi tiền gửi ngân hàng cao hơn; và (iv) CPTC giảm xuống 79 tỷ đồng (-49% n/n, giảm 76 tỷ đồng n/n, biểu đồ 3), nhiều khả năng phản ánh tác động tích cực từ việc tái cơ cấu khoản vay của dự án điện gió 7A, chuyển từ khoản vay bằng EUR sang đồng vào cuối năm 2025.

3Q26F – Triển vọng kém khả quan

Trong 3Q26F, chúng tôi cho rằng HDG sẽ ghi nhận KQKD kém khả quan, với tăng trưởng chủ yếu được hỗ trợ bởi mảng dịch vụ, cho thuê bất động sản và khách sạn.

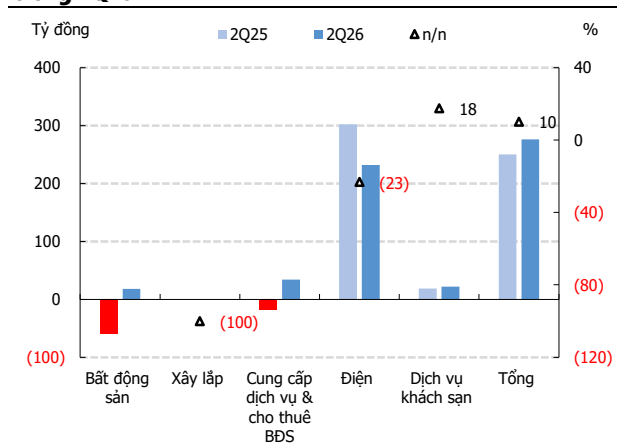
- **Điện:** Chúng tôi ước tính mảng điện có thể ghi nhận kết quả tiêu cực trong 3Q26F, chủ yếu do sản lượng sụt giảm khi pha El Niño được dự báo sẽ mạnh lên và kéo dài đến đầu năm 2027. Tuy nhiên, mảng này có thể nhận được một phần hỗ trợ từ giá bán điện bình quân (FMP) cao hơn, sau khi giá CAN tăng 2.8 lần n/n trong năm 2026.
- **Bất động sản & xây dựng:** Dựa trên thông tin từ BLĐ, chúng tôi ước tính HDG có thể hoàn tất bàn giao một sản phẩm tại Charm Villas (Giai đoạn 3). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điều này khó tạo ra mức đóng góp đáng kể cho DT và LN của mảng này so với cùng kỳ năm trước.
- **Dịch vụ khách sạn:** Chúng tôi kỳ vọng mảng này tiếp tục duy trì kết quả tích cực, được hỗ trợ bởi khách sạn IBIS luôn duy trì tỷ lệ lấp đầy ở mức 82% (3Q25: 74%) và kỳ vọng giá phòng có sự cải thiện nhẹ.
- **Cung cấp dịch vụ & cho thuê bất động sản:** Trong 3Q26F, chúng tôi kỳ vọng mảng này tiếp tục duy trì hoạt động ổn định, được hỗ trợ bởi tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức khoảng 85%.

Biểu đồ 1. Doanh thu được hỗ trợ bởi phân khúc cung cấp dịch vụ & cho thuê bất động sản trong 2Q26

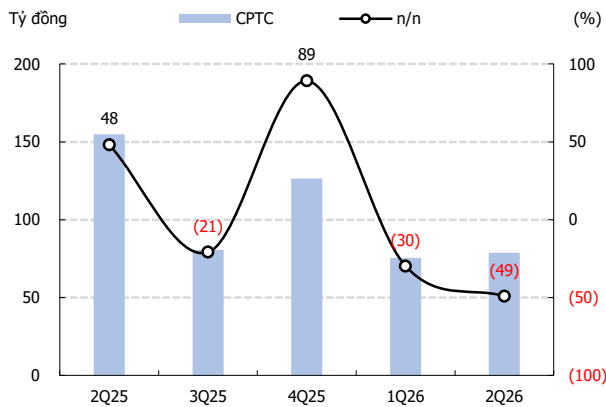


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

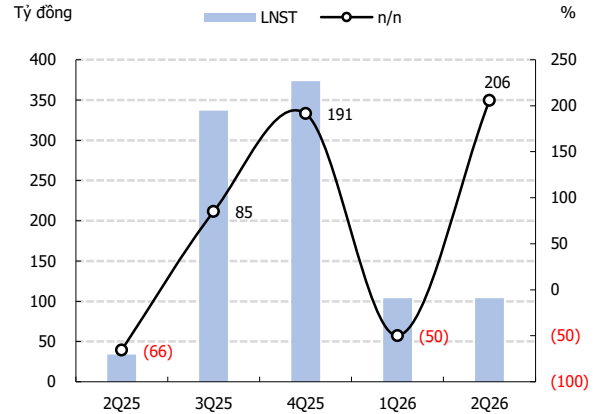
Biểu đồ 2. LNG ghi nhận đạt 280 tỷ đồng, tăng 10% n/n trong 2Q26



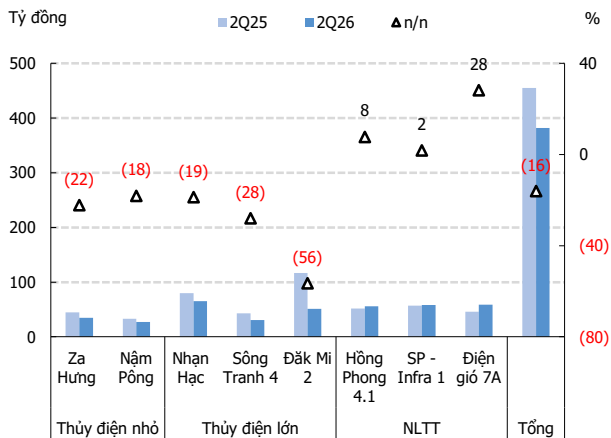
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biểu đồ 3. CPTC giảm xuống 79 tỷ đồng (-49% n/n), phản ánh tác động tích cực từ việc tái cơ cấu khoản vay

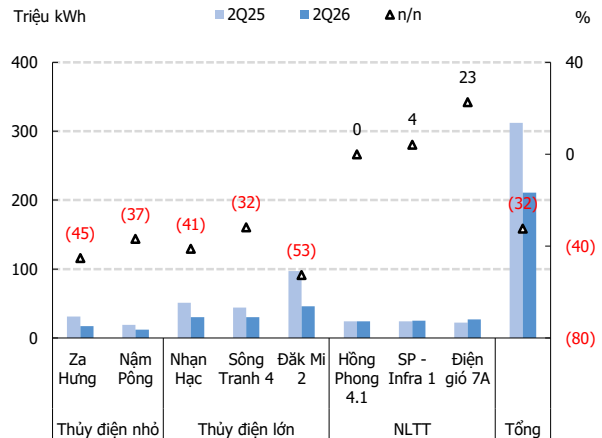
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biểu đồ 4. LNST ghi nhận tăng mạnh đến 206% n/n trong 2Q26 nhờ mức nền thấp

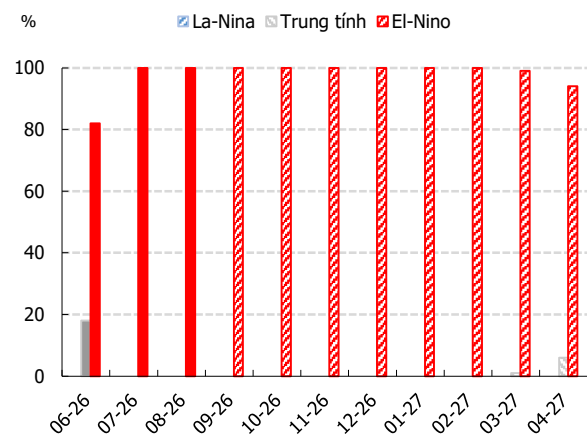
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biểu đồ 5. Tổng doanh thu giảm 16% n/n do áp lực sụt giảm từ nhóm thủy điện trong 2Q26

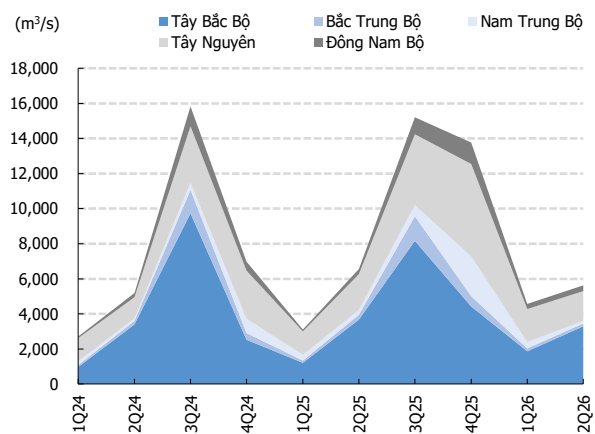
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biểu đồ 6. Sản lượng nhóm thủy điện giảm mạnh, dẫn đến tổng sản lượng HDG giảm 32% n/n

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biểu đồ 7. Theo NOAA, Pha El-Nino diễn biến mạnh mẽ khả năng kéo dài đến đầu năm 2027

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biểu đồ 8. Lưu lượng nước về hồ trong 2Q26 ước tính giảm 15% n/n

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 07 Tháng 11 2024.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 07 Tháng 11 2024.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình biểu đồ tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình biểu đồ tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyển bổ miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 07 Tháng 11 2024 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..