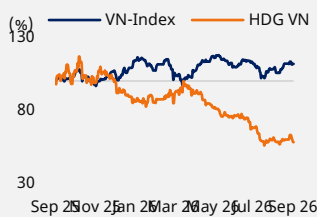


| (Cập nhật)                | Mua           |
|---------------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND)        | <b>21,100</b> |
| Thị giá (10/09/2026, VND) | 16,150        |
| Lợi nhuận kỳ vọng         | 25%           |

|                                   |        |       |       |
|-----------------------------------|--------|-------|-------|
| Lợi nhuận HĐKD (26F, tỷ đồng)     | 1,218  |       |       |
| Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng) | N/A    |       |       |
| Tăng trưởng EPS (26F, %)          | -17    |       |       |
| Kỳ vọng thị trường (26F, %)       | N/A    |       |       |
| P/E (26F, x)                      | 13.4   |       |       |
| P/E thị trường (x)                | 12.5   |       |       |
| VNIndex                           | 1,827  |       |       |
| Vốn hóa (tỷ đồng)                 | 6,572  |       |       |
| SLCP đang lưu hành (triệu)        | 407    |       |       |
| % tự do chuyển nhượng (%)         | 58.7   |       |       |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)       | 16.0   |       |       |
| Beta (12T)                        | 0.9    |       |       |
| Thấp nhất 52 tuần (VND)           | 15,200 |       |       |
| Cao nhất 52 tuần (VND)            | 33,091 |       |       |
| (%)                               | 1T     | 6T    | 12T   |
| Tuyệt đối                         | -5.0   | -37.4 | -41.8 |
| Tương đối                         | -7.8   | -45.1 | -53.4 |



CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

**Hồ Hoàng Sang**  
sang.hh@miraeeasset.com.vn

# CTCP Tập đoàn Hà Đô

## Bộ phóng năng lượng tái tạo

### Mảng điện tiếp tục là động lực doanh thu chính trong 6T2026

Tập đoàn Hà Đô (HDG) ghi nhận doanh thu 6T2026 đạt 1,175 tỷ đồng (-1% CK), trong khi LNST cổ đông công ty mẹ tăng mạnh lên 301 tỷ đồng (+121% CK). Nguyên nhân do 1) điều chỉnh chi phí sử dụng đất và giá vốn lũy kế của mảng bất động sản và 2) chi phí tài chính giảm xuống 156 tỷ đồng (-41% CK), bù đắp khoản dự phòng 193 tỷ đồng cho Infra 1 trong Q1/2026, phản ánh phần chênh lệch giữa giá FIT1 và giá điện chuyển tiếp trong giai đoạn từ COD (T9/2020) đến khi được chấp thuận nghiệm thu (CCA, T2/2023).

Mảng điện chiếm 76% doanh thu, ghi nhận doanh thu đạt 888 tỷ đồng (-8% CK) và biên lợi nhuận gộp thu hẹp 360 điểm cơ bản CK xuống 65%. Tổng sản lượng điện đạt 529 triệu kWh (-16% CK). Trong đó:

- Điện mặt trời: Sản lượng đạt 96 triệu kWh (+7% CK).
- Điện gió: Sản lượng đạt 70 triệu kWh (+8% CK).
- Thủy điện: Sản lượng ước đạt 363 triệu kWh (-24% CK), mức sụt giảm mạnh do điều kiện thủy văn không thuận lợi trong Q2/2026.

**Nhà máy Thủy điện La Trộng (22MW):** Đã hoàn tất, dự kiến đưa vào vận hành thương mại (COD) ngay trong tháng 9/2026, nhà máy kỳ vọng mang về 130 tỷ đồng doanh thu mỗi năm. Chi phí xây dựng dở dang (CIP) lũy kế đạt 830 tỷ đồng (+6% so với quý trước).

**Thủy điện Sơn Linh & Sơn Nhâm (24MW) mở rộng:** Tiếp tục công tác thi công nâng công suất nhà máy, với chi phí CIP đi ngang ở mức 78 tỷ đồng (+0% so với quý trước) với mục tiêu hoàn thành trong Q4/2026.

**Dự án Điện gió Phước Hữu (50MW):** Đang trong thời gian chuẩn bị đầu tư cho giai đoạn 2026-2027, với chi phí CIP tăng lên 4 tỷ đồng (+116% QoQ). **Dự án Điện gió Bình Gia (80MW):** Đã chính thức được chấp thuận chủ trương đầu tư, cột mốc quan trọng mở đường cho công tác giải phóng mặt bằng và các bước phát triển tiếp theo.

**Dự phóng KQKD 2026:** Sản lượng điện dự phóng đạt 1,621 triệu kWh (-9% CK), do sụt giảm 15% CK của thủy điện — do hiện tượng El Niño kéo dài — được bù đắp từ mức tăng 10% CK sản lượng điện mặt trời và điện gió. Hoạt động bán hàng cho dự án Hado Charm Villa tiếp tục trầm lắng, với dự phóng chỉ 6 căn được ghi nhận bán thành công trong năm 2026 (ghi nhận 2025: 2 căn, KH 2026: 21 căn). Dự phóng doanh thu FY26 đạt 2,780 tỷ đồng (-0.3% CK), trong khi LNST cổ đông công ty mẹ dự phóng đạt 643 tỷ đồng (-17% CK).

**Định giá và khuyến nghị:** Chúng tôi định giá cổ phiếu HDG với khuyến nghị Mua và giá mục tiêu 21,100 đồng/cp. Dù gặp phải những thách thức ngắn hạn — điều kiện thời tiết không thuận lợi gây áp lực lên thủy điện và thị trường bất động sản trầm lắng — chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng, từ định hướng mở rộng năng lượng tái tạo. Các rủi ro chính đối với khuyến nghị của chúng tôi bao gồm nguy cơ pha loãng cổ phiếu, đòn bẩy tài chính sẽ tăng cao khi thực hiện các dự án và rủi ro pháp lý liên quan đến các dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 và Infra 1. Tổng vốn đầu tư cho các dự án điện gió dự kiến 4,730 tỷ đồng, dự phóng làm tăng tỷ lệ nợ vay/VCSH từ 64% 2026 lên 84% 2028.

| FY (31/12)               | FY23  | FY24  | FY25  | FY26F | FY27F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng)      | 2,889 | 2,718 | 2,787 | 2,780 | 2,931 |
| Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng) | 1,490 | 1,140 | 1,461 | 1,218 | 1,516 |
| Biên lợi nhuận HĐKD (%)  | 52%   | 42%   | 52%   | 44%   | 52%   |
| LNST CĐCT (tỷ đồng)      | 665   | 348   | 770   | 643   | 856   |
| EPS (VND)                | 1,709 | 856   | 1,893 | 1,579 | 2,103 |
| ROE (%)                  | 3.2%  | 2.6%  | 9.8%  | 7.2%  | 8.6%  |
| P/E (x)                  | 12.2  | 26.5  | 11.7  | 13.4  | 10.1  |
| P/B (x)                  | 1.4   | 1.5   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |
| Lợi suất cổ tức (%)      | 2%    | 0%    | 2%    | 2%    | 2%    |

Ghi chú: Lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ theo BCTC hợp nhất  
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

## Cập nhật KQKD theo mảng quý 2/2026

Trong Q2/2026, mặc dù doanh thu của HDG giảm xuống còn 492 tỷ đồng (-17% CK), LNST cổ đông công ty mẹ vẫn phục hồi mạnh mẽ lên 251 tỷ đồng (so với khoản lỗ 18 tỷ đồng cùng kỳ). Kết quả tích cực này chủ yếu nhờ hai yếu tố: 1) Chi phí tài chính còn 81 tỷ đồng (- 48% CK) sau khi khoản vay tại dự án Điện gió 7A được chuyển đổi từ EUR sang VND, loại bỏ hoàn toàn lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện; và 2) Giá vốn mảng bất động sản giảm mạnh nhờ điều chỉnh lại chi phí sử dụng đất và giá vốn lũy kế của dự án An Khánh – An Thượng.

### Mảng điện: Năng lượng tái tạo (NLTT) bù đắp một phần cho sự sụt giảm của thủy điện

Doanh thu mảng điện giảm xuống 380 tỷ đồng (-18% CK), trong khi lợi nhuận gộp thu hẹp còn 224 tỷ đồng (-28% CK). Sự sụt giảm này xuất phát từ việc sản lượng thủy điện Q2/2026 giảm mạnh xuống 135 triệu kWh (-44% CK) do điều kiện thời tiết nắng nóng và khô hạn. Dự báo tháng 8/2026 của NOAA cho thấy hiện tượng El Niño nhiều khả năng sẽ kéo dài đến hết tháng 4/2027, hoạt động thủy điện dự kiến vẫn sẽ chịu nhiều áp lực.

Hoạt động ổn định từ các nhà máy điện mặt trời và điện gió trong cả Q1/2026 và Q2/2026 đã bù đắp cho sụt giảm của sản lượng thủy điện. Tổng sản lượng năng lượng tái tạo đạt 76 triệu kWh (+9% CK) trong Q2/2026.

**Bảng 1: Sản lượng điện theo nhà máy trong 6T2026**

| Triệu kWh                 | Công suất (MW) | 2Q25       | 2Q26       | CK          | 6T25       | 6T26       | CK          |
|---------------------------|----------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|
| <b>Năng lượng tái tạo</b> | <b>148</b>     | <b>70</b>  | <b>76</b>  | <b>9%</b>   | <b>155</b> | <b>166</b> | <b>7%</b>   |
| Hồng Phong 4 – Mặt trời   | 48             | 24         | 24         | 0%          | 45         | 48         | 7%          |
| Infra 1 – Mặt trời        | 50             | 24         | 25         | 4%          | 45         | 48         | 7%          |
| 7A – Gió                  | 50             | 22         | 27         | 23%         | 65         | 70         | 8%          |
| <b>Thủy điện</b>          | <b>314</b>     | <b>242</b> | <b>135</b> | <b>-44%</b> | <b>477</b> | <b>363</b> | <b>-24%</b> |
| Zahung                    | 30             | 31         | 17         | -45%        | 57         | 42         | -26%        |
| Nậm Pông                  | 30             | 19         | 12         | -37%        | 29         | 27         | -7%         |
| Nhậm Hạc                  | 59             | 51         | 30         | -41%        | 77         | 64         | -17%        |
| Sông Tranh 4              | 48             | 44         | 30         | -32%        | 103        | 79         | -23%        |
| Đăk Mi 2                  | 147            | 97         | 46         | -53%        | 211        | 151        | -28%        |
| <b>Tổng sản</b>           | <b>462</b>     | <b>312</b> | <b>211</b> | <b>-32%</b> | <b>632</b> | <b>529</b> | <b>-16%</b> |

Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

### Mảng bất động sản: Thách thức kéo dài & Tiến độ các dự án

Lãi suất vay mua nhà ở mức cao cùng chính sách kiểm soát tín dụng chặt chẽ tiếp tục hạn chế khả năng tiếp cận vốn của cả người mua lẫn nhà đầu tư, gây ảnh hưởng tiêu cực đến mảng kinh doanh bất động sản của HDG.

Hado Charm Villas: HDG đã bán được 1 căn trong Q2/2026, dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu trong Q3/2026. Hoạt động bán 20/25 căn còn lại trong 6 tháng cuối năm 2026 dự kiến vẫn sẽ gặp nhiều khó khăn.

Tiến độ các dự án & cập nhật pháp lý:

- Dự án 62 Phan Đình Giót (2.3 ha, Hà Nội): Hiện đang chuẩn bị các thủ tục để xin chấp thuận chủ trương đầu tư.

- Dự án Khu dân cư Linh Trung (2.8 ha, TP.HCM): Dự kiến sẽ đạt được chấp thuận chủ trương đầu tư vào cuối năm 2026.
- Dự án Căn hộ Bình An & Tăng Nhơn Phú (TP.HCM): Đang tiếp tục hoàn thiện các thủ tục pháp lý để được đưa vào danh sách phát triển thí điểm của thành phố.

**Mảng Quản lý, Cho thuê Bất động sản & Khách sạn: Hoạt động ổn định**

Quản lý và cho thuê bất động sản: Hoạt động mở rộng đều đặn, gia tăng độ bao phủ dịch vụ của HDG tại các thị trường mục tiêu trọng điểm là Hà Nội và TP.HCM. Doanh thu đạt 98 tỷ đồng (+11% CK) trong quý 2/2026.

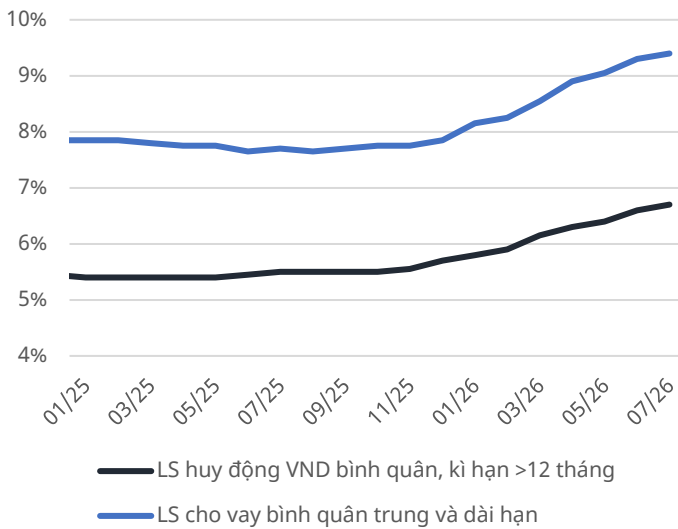
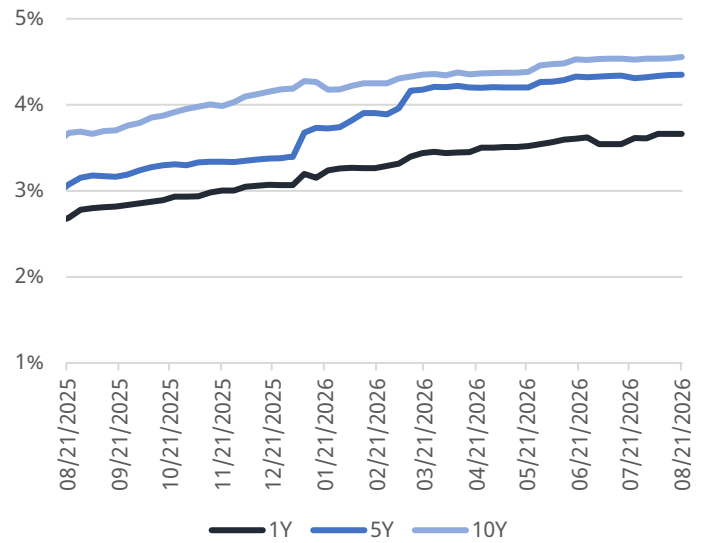
Khách sạn: Mảng kinh doanh khách sạn duy trì đà tăng trưởng tích cực, ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng tốt trong cả Q1/2026 và Q2/2026. Phân khúc này mang về 39 tỷ đồng (+9% CK) trong quý 2/2026.

| Bảng 2: KQKD theo mảng trong 6T26 |            |            |             |              |              |            |
|-----------------------------------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|------------|
| Tỷ đồng                           | 2Q25       | 2Q26       | CK          | 6T25         | 6T26         | CK         |
| <b>Doanh thu hợp nhất</b>         | <b>590</b> | <b>492</b> | <b>-17%</b> | <b>1,188</b> | <b>1,175</b> | <b>-1%</b> |
| Điện                              | 466        | 380        | -18%        | 969          | 888          | -8%        |
| Bất động sản                      | 0          | (6)        | 0%          | 0            | 43           |            |
| Xây lắp                           | 0          | 0          | 0%          | 4            | 0            | -90%       |
| Khách sạn                         | 35         | 39         | 9%          | 72           | 84           | 16%        |
| Dịch vụ và cho thuê BĐS           | 88         | 98         | 11%         | 167          | 184          | 10%        |
| Các khoản giảm trừ                | 0          | (19)       |             | (25)         | (25)         |            |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>              | <b>250</b> | <b>462</b> | <b>85%</b>  | <b>651</b>   | <b>904</b>   | <b>39%</b> |
| Điện                              | 309        | 224        | -28%        | 666          | 578          | -13%       |
| Bất động sản                      | (69)       | 197        | 0%          | (52)         | 241          |            |
| Xây lắp                           | 0          | 0          | 0%          | 1            | 0            | -96%       |
| Khách sạn                         | 19         | 22         | 13%         | 40           | 50           | 24%        |
| Dịch vụ và cho thuê BĐS           | (10)       | 38         | -491%       | 21           | 60           | 187%       |
| Các khoản giảm trừ                | 0          | (19)       |             | (25)         | (25)         |            |

Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

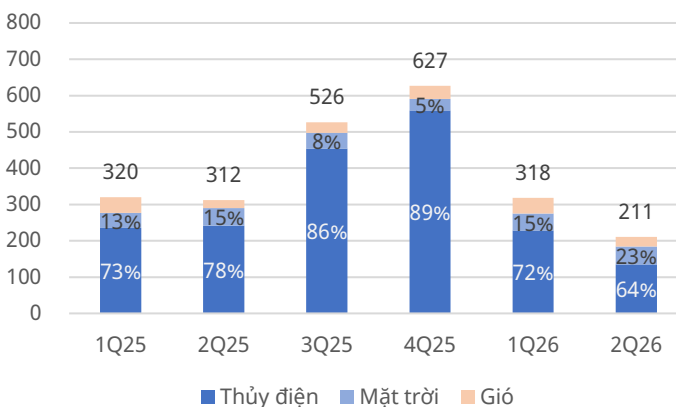
| Bảng 3: Kết quả kinh doanh năm 6T2026 |             |            |              |              |              |             |
|---------------------------------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| (tỷ đồng)                             | Q2/2025     | Q2/2026    | CK           | 6T2025       | 6T2026       | CK          |
| <b>Doanh thu hợp nhất</b>             | <b>590</b>  | <b>492</b> | <b>-17%</b>  | <b>1,188</b> | <b>1,175</b> | <b>-1%</b>  |
| Giá vốn hàng bán                      | (340)       | (29)       | -91%         | (538)        | (272)        | -50%        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>250</b>  | <b>462</b> | <b>85%</b>   | <b>651</b>   | <b>904</b>   | <b>39%</b>  |
| Chi phí bán hàng                      | (1)         | (3)        | 84%          | (2)          | (4)          | 77%         |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp          | (75)        | (59)       | -21%         | (130)        | (317)        | 143%        |
| <b>Lãi/(lỗ) từ HĐKD</b>               | <b>173</b>  | <b>400</b> | <b>132%</b>  | <b>518</b>   | <b>582</b>   | <b>12%</b>  |
| Doanh thu HĐ tài chính                | 25          | 34         | 36%          | 39           | 58           | 49%         |
| Chi phí tài chính                     | (155)       | (81)       | -48%         | (263)        | (156)        | -41%        |
| Thu nhập lãi (lỗ) khác                | (2)         | (43)       |              | (24)         | (50)         |             |
| <b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>       | <b>40</b>   | <b>310</b> | <b>677%</b>  | <b>269</b>   | <b>434</b>   | <b>61%</b>  |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp    | (13)        | (28)       | 120%         | (35)         | (48)         | 37%         |
| <b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>        | <b>27</b>   | <b>282</b> | <b>937%</b>  | <b>234</b>   | <b>386</b>   | <b>65%</b>  |
| LNST của CĐ không kiểm soát           | 46          | 31         |              | 97           | 85           |             |
| <b>LNST của công ty mẹ</b>            | <b>(18)</b> | <b>251</b> | <b>1469%</b> | <b>137</b>   | <b>301</b>   | <b>121%</b> |

Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

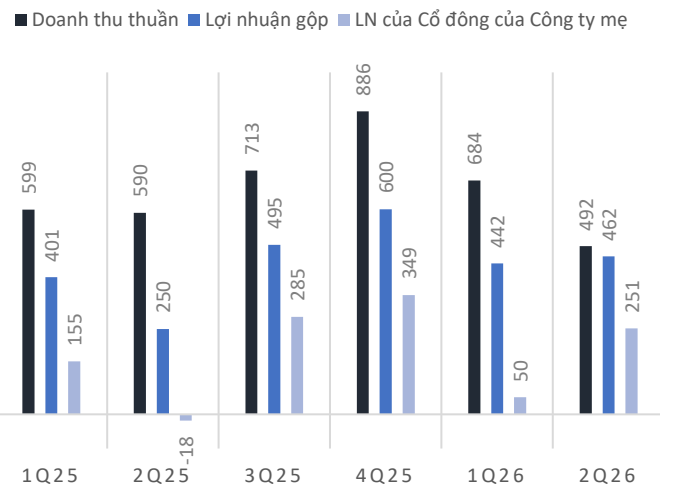
**Hình 1. Lãi suất huy động và lãi suất cho vay VND****Hình 2. Lãi suất trái phiếu chính phủ**

Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset Vietnam Research

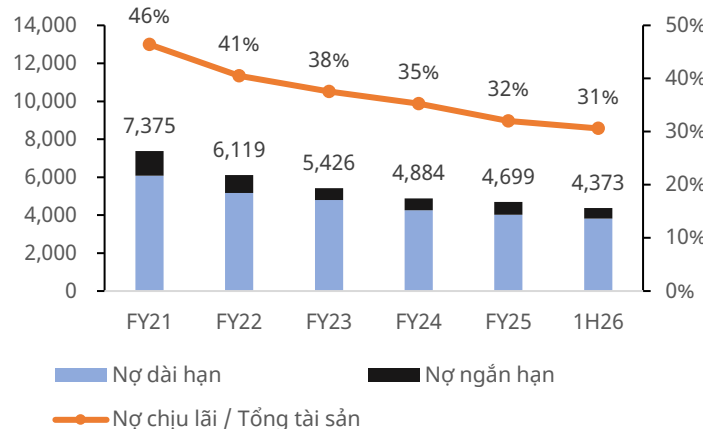
Nguồn: Fiinpro, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 3. Tổng sản lượng (triệu kWh) và % cơ cấu nguồn**

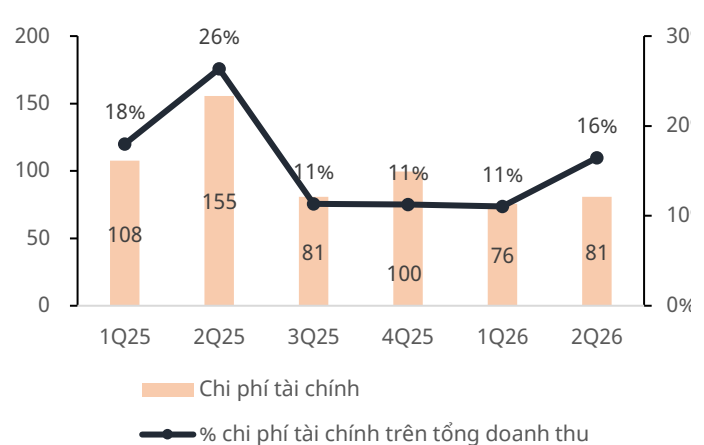
Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 4. KQKD theo quý (tỷ đồng)**

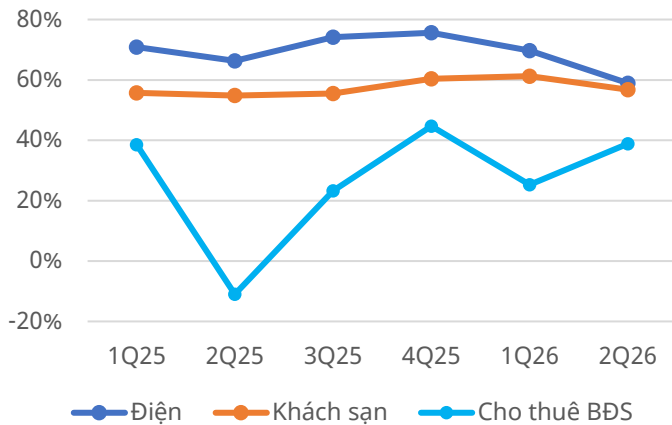
Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 5. Tổng nợ chịu lãi (tỷ đồng)**

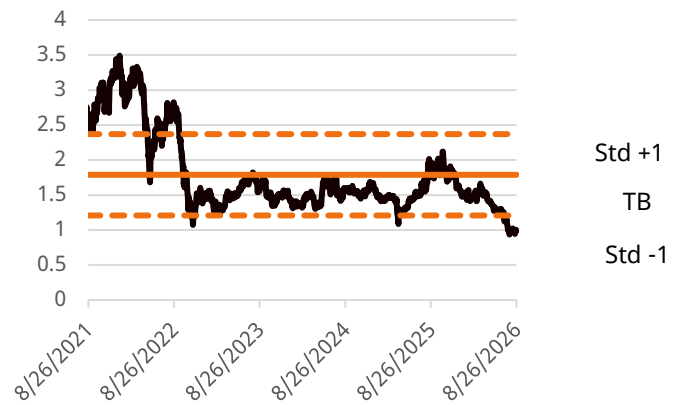
Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 6. Chi phí lãi vay (tỷ đồng)**

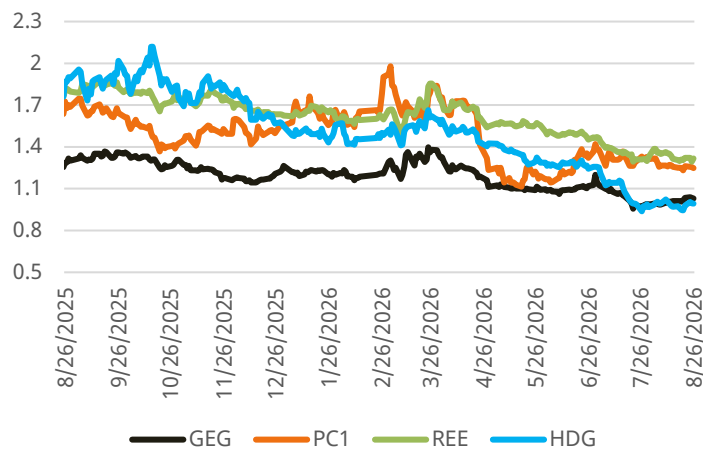
Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 7. Biên lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh**

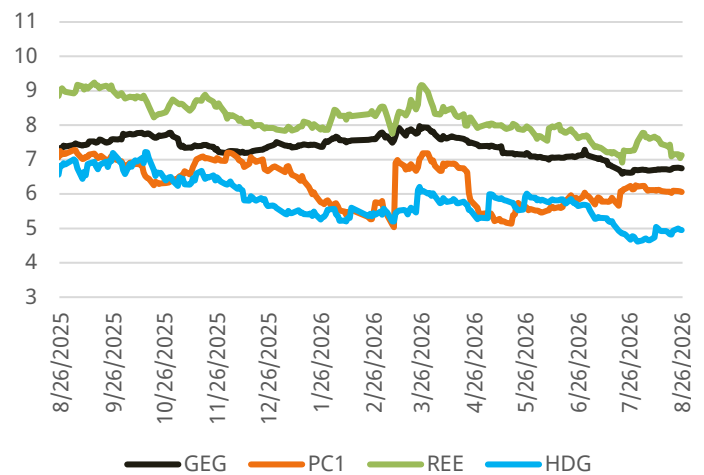
Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 8. Chỉ số P/B 5 năm**

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 9. So sánh chỉ số P/B: HDG vs. DN cùng ngành**

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 10. So sánh chỉ số EV/EBITDA: HDG vs DN cùng ngành**

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

## Dự phóng KQKD năm 2026

**Mảng Điện:** Chúng tôi dự phóng sản lượng điện mặt trời và điện gió tăng trưởng 10% CK, bù đắp một phần cho mức sụt giảm 15% CK của sản lượng thủy điện, trong bối cảnh hiện tượng El Niño được dự báo sẽ kéo dài đến tháng 4/2027. Dự án thủy điện La Trọng - Trường Thịnh dự kiến sẽ đi vào vận hành thương mại từ tháng 9/2026 và được dự phóng đóng góp 30 triệu kWh cho phần còn lại của năm tài chính 2026. Theo đó, chúng tôi ước tổng sản lượng điện đạt 1,591 triệu kWh (-11% CK), tương ứng với doanh thu mảng điện đạt 2,141 tỷ đồng (-6% CK). Lợi nhuận gộp ước tính đạt 1,456 tỷ đồng (-11% CK), do mức sụt giảm tập trung chủ yếu ở mảng thủy điện — nguồn phát điện có chi phí thấp nhất của doanh nghiệp — qua đó gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp.

**Mảng Bất động sản:** Trong bối cảnh điều kiện tín dụng thắt chặt và lãi suất ở mức cao, chúng tôi tin tiến độ bán hàng tại dự án Hado Charm Villas sẽ tiếp tục chậm. Chúng tôi giả định HDG sẽ bàn giao 6 căn tại Hado Charm Villas trong năm 2026, đưa doanh thu mảng bất động sản đạt 144 tỷ đồng (+206% CK).

**Các mảng khác:** mảng khách sạn và mảng cho thuê, quản lý bất động sản được dự báo sẽ duy trì ổn định so với cùng kỳ.

**Bảng 4: Dự phóng sản lượng điện năm 2026**

| Triệu kWh                 | FY25         | FY26         | CK          |
|---------------------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>Năng lượng tái tạo</b> | <b>295</b>   | <b>325</b>   | <b>10%</b>  |
| Hồng Phong 4 – Mặt trời   | 83           | 91           | 10%         |
| Infra 1 - Mặt trời        | 82           | 90           | 10%         |
| 7A – Gió                  | 130          | 143          | 10%         |
| <b>Thủy điện</b>          | <b>1,490</b> | <b>1,297</b> | <b>-13%</b> |
| Zahung                    | 160          | 136          | -15%        |
| Nậm Pông                  | 120          | 102          | -15%        |
| Nhậm Hạc                  | 293          | 249          | -15%        |
| Sông Tranh 4              | 248          | 211          | -15%        |
| Đăk Mi 2                  | 669          | 569          | -15%        |
| La Trọng - Trường Thịnh   | 0            | 30           |             |
| <b>Tổng sản lượng</b>     | <b>1,785</b> | <b>1,621</b> | <b>-9%</b>  |

Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

**Bảng 5: Dự phóng KQKD theo mảng năm 2026**

| <b>Tỷ đồng</b>            | <b>FY25</b>  | <b>FY26</b>  | <b>CK</b>  |
|---------------------------|--------------|--------------|------------|
| <b>Doanh thu hợp nhất</b> | <b>2,787</b> | <b>2,780</b> | <b>0%</b>  |
| Điện                      | 2,274        | 2,141        | -6%        |
| Bất động sản              | 47           | 144          | 206%       |
| Xây lắp                   | 8            | 0            |            |
| Khách sạn                 | 152          | 154          | 1%         |
| Dịch vụ và cho thuê BĐS   | 335          | 341          | 2%         |
| Các khoản giảm trừ        | (29)         | 0            |            |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | <b>1,746</b> | <b>1,710</b> | <b>-2%</b> |
| Điện                      | 1,644        | 1,456        | -11%       |
| Bất động sản              | (35)         | 60           |            |
| Xây lắp                   | 1            | 0            |            |
| Khách sạn                 | 86           | 84           | -2%        |
| Dịch vụ và cho thuê BĐS   | 79           | 109          | 39%        |
| Các khoản giảm trừ        | (29)         | 0            |            |

Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

**Bảng 6: Dự phóng KQKD năm 2026**

| <b>(tỷ đồng)</b>                   | <b>FY25</b>  | <b>FY26</b>  | <b>CK</b>   |
|------------------------------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>Doanh thu hợp nhất</b>          | <b>2,787</b> | <b>2,780</b> | <b>0%</b>   |
| Giá vốn hàng bán                   | (1,041)      | (1,070)      | 3%          |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>               | <b>1,746</b> | <b>1,710</b> | <b>-2%</b>  |
| Chi phí bán hàng                   | (11)         | (24)         | 123%        |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp       | (274)        | (468)        | 71%         |
| <b>Lãi/(lỗ) từ HĐKD</b>            | <b>1,461</b> | <b>1,218</b> | <b>-17%</b> |
| Doanh thu HĐ tài chính             | 85           | 53           | -38%        |
| Chi phí tài chính                  | (443)        | (327)        | -26%        |
| Thu nhập lãi (lỗ) khác             | (32)         | 0            |             |
| <b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>    | <b>1,070</b> | <b>944</b>   | <b>-12%</b> |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp | (77)         | (132)        | 72%         |
| <b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>     | <b>993</b>   | <b>812</b>   | <b>-18%</b> |
| LNST của CĐ không kiểm soát        | 223          | 169          |             |
| <b>LNST của công ty mẹ</b>         | <b>770</b>   | <b>643</b>   | <b>-17%</b> |

Nguồn: HDG, Mirae Asset Vietnam Research

## Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp Tổng hợp Giá trị các Thành phần (SOTP - Sum-of-the-Parts) để đánh giá giá cổ phiếu. Đối với mảng bất động sản, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá thận trọng và chỉ đưa vào dự án Hado Charm Villas nhờ khả năng thương mại hóa tích cực và dòng tiền ghi nhận rõ ràng. Sau khi hoàn tất bán 25 căn hiện tại, quỹ đất còn lại với 83 căn chưa mở bán sẽ đảm bảo dư địa đóng góp doanh thu cho HDG trong giai đoạn tiếp theo. Các dự án khác trong danh mục phát triển tạm thời chưa được đưa vào cơ sở định lượng của chúng tôi do còn nhiều bất định liên quan đến pháp lý và tiến độ phát triển dự án.

| Mảng kinh doanh                 | Phương pháp          | Giá trị (tỷ đồng) |
|---------------------------------|----------------------|-------------------|
| Điện                            | Chiết khấu dòng tiền | 9,837             |
| Bất động sản                    | RNAV                 | 1,152             |
| Khách sạn và cho thuê BĐS       | Cap rate             | 1,621             |
| Giá trị doanh nghiệp            |                      | 12,611            |
| Cộng: Tiền + ĐT ngắn hạn        |                      | 2,103             |
| Trừ: Nợ chịu lãi                |                      | 4,401             |
| Trừ: Lợi ích CĐ không kiểm soát |                      | 1,706             |
| Giá trị VCSH                    |                      | 8,607             |
| Số lượng cổ phiếu               | tỷ                   | 0.41              |
| Giá cổ phiếu                    | VND                  | 21,100            |

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

## CTCP Tập đoàn Hà Đô

## Kết quả hoạt động kinh doanh (tóm tắt)

| (tỷ đồng)                    | FY24    | FY25    | FY26F   | FY27F   |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần              | 2,718   | 2,787   | 2,780   | 2,931   |
| Giá vốn hàng bán             | (1,127) | (1,041) | (1,070) | (1,155) |
| Lợi nhuận gộp                | 1,591   | 1,746   | 1,710   | 1,775   |
| Chi phí bán hàng             | (4)     | (11)    | (24)    | (25)    |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (446)   | (274)   | (468)   | (234)   |
| Lãi/(lỗ) từ HĐKD             | 1,140   | 1,461   | 1,218   | 1,516   |
| Doanh thu HĐTC               | 60      | 85      | 53      | 63      |
| Chi phí tài chính            | (370)   | (443)   | (327)   | (309)   |
| Thu nhập khác, ròng          | (258)   | (32)    | 0       | 0       |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế     | 573     | 1,070   | 944     | 1,270   |
| Chi phí thuế                 | (126)   | (77)    | (132)   | (178)   |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế      | 447     | 993     | 812     | 1,092   |
| LNST cổ đông không kiểm soát | 99      | 223     | 169     | 236     |
| LNST cổ đông công ty         | 348     | 770     | 643     | 856     |

## Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

| (tỷ đồng)                       | FY24   | FY25   | FY26F  | FY27F  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tài sản ngắn hạn                | 3,228  | 3,621  | 4,698  | 5,435  |
| Tiền và tương đương tiền        | 332    | 266    | 638    | 622    |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 736    | 1,148  | 1,465  | 1,465  |
| Các khoản phải thu              | 1,267  | 1,396  | 1,591  | 1,988  |
| Hàng tồn kho, ròng              | 857    | 769    | 951    | 1,312  |
| Tài sản lưu động khác           | 35     | 43     | 54     | 49     |
| Tài sản dài hạn                 | 10,622 | 11,065 | 10,776 | 10,556 |
| Phải thu dài hạn khác           | 287    | 289    | 289    | 289    |
| Tài sản hữu hình                | 8,355  | 7,870  | 7,540  | 7,285  |
| TSCĐ thuê tài chính             | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Tài sản vô hình                 | 193    | 184    | 165    | 146    |
| BDS đầu tư                      | 729    | 789    | 791    | 803    |
| Tài sản dở dang dài hạn         | 902    | 1,757  | 1,814  | 1,856  |
| Đầu tư dài hạn                  | 59     | 56     | 56     | 56     |
| Tài sản dài hạn khác            | 97     | 120    | 120    | 120    |
| Tổng tài sản                    | 13,849 | 14,686 | 15,475 | 15,992 |
| Nợ ngắn hạn                     | 2,140  | 2,186  | 2,228  | 1,702  |
| Phải trả người bán              | 40     | 82     | 110    | 96     |
| Phải trả khác                   | 1,413  | 1,368  | 1,377  | 1,135  |
| Vay ngắn hạn                    | 631    | 681    | 687    | 417    |
| Quỹ khen thưởng, phúc lợi       | 55     | 54     | 54     | 54     |
| Nợ dài hạn                      | 4,333  | 4,102  | 3,798  | 3,922  |
| Vay dài hạn                     | 4,253  | 4,018  | 3,714  | 3,838  |
| Phải trả khác                   | 80     | 84     | 84     | 84     |
| Tổng nợ phải trả                | 6,473  | 6,288  | 6,025  | 5,624  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 7,376  | 8,398  | 9,450  | 10,368 |
| Cổ phiếu phổ thông              | 3,363  | 3,700  | 4,070  | 4,070  |
| Cổ phiếu ưu đãi                 | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Thặng dư vốn CP                 | 375    | 375    | 375    | 375    |
| Vốn khác của CSH                | 288    | 289    | 289    | 289    |
| Lãi chưa phân phối              | 2,284  | 2,717  | 3,229  | 3,911  |
| Chênh lệch tỷ giá hối đoái      | (235)  | (242)  | (242)  | (242)  |
| Quỹ đầu tư phát triển           | 24     | 24     | 24     | 24     |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 1,277  | 1,537  | 1,706  | 1,942  |

## Lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

| (tỷ đồng)                                 | FY24  | FY25  | FY26F | FY27F |
|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| LCT từ các hoạt động SXKD                 | 1,050 | 1,243 | 892   | 508   |
| Lợi nhuận/(lỗ) trước thuế                 | 573   | 1,070 | 944   | 1,270 |
| Điều chỉnh                                |       |       |       |       |
| Khấu hao TSCĐ và BĐSĐT                    | 525   | 525   | 484   | 487   |
| Chi phí dự phòng                          | 508   | 118   | 0     | 0     |
| Các khoản điều chỉnh khác                 | (153) | (107) | (185) | (241) |
| Thay đổi các khoản phải thu               | (27)  | (303) | (195) | (397) |
| Thay đổi hàng tồn kho                     | 163   | 6     | (182) | (362) |
| Thay đổi tài sản khác                     | (4)   | 5     | (11)  | 6     |
| Thay đổi chứng khoán kinh doanh           | (132) | (111) | 0     | 0     |
| Thay đổi các khoản phải trả               | (402) | 39    | 28    | (15)  |
| Thay đổi phải trả khác                    | 0     | 0     | 8     | (241) |
| Lưu chuyển tiền từ các hoạt động đầu tư   | (116) | (588) | (460) | (204) |
| Chi phí tài sản cố định                   | (18)  | (139) | (196) | (267) |
| Tiền cho vay, mua các công cụ nợ          | 0     | (178) | 0     | 0     |
| Khác                                      | (130) | (298) | (317) | 0     |
| Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận | 31    | 27    | 53    | 63    |
| LCT từ các hoạt động tài chính            | (833) | (715) | (59)  | (320) |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu            | 0     | 0     | 370   | 0     |
| Vay nợ                                    | (547) | (588) | (299) | (146) |
| Trả cổ tức                                | (286) | (127) | (130) | (174) |
| Tiền trả nợ gốc thuê tài chính            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ            | 101   | (59)  | 372   | (16)  |
| Ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái             | (14)  | (7)   | 0     | 0     |

## Dữ báo/Định giá (tóm tắt)

|                                  | FY24   | FY25   | FY26F  | FY27F  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)                          | 26.5   | 11.7   | 13.4   | 10.1   |
| P/CF (x)                         | 11.4   | 9.3    | 8.4    | 15.7   |
| P/B (x)                          | 1.51   | 1.32   | 1.11   | 1.02   |
| EV/EBITDA (x)                    | 9.0    | 7.6    | 7.55   | 6.46   |
| EPS (W)                          | 856    | 1,893  | 1,579  | 2,103  |
| CFPS (W)                         | 2,613  | 2,781  | 2,514  | 1,350  |
| BPS (W)                          | 18,133 | 18,547 | 18,971 | 20,647 |
| DPS (W)                          | 0      | 500    | 500    | 500    |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)         | 0%     | 26%    | 32%    | 24%    |
| Tỷ suất cổ tức (%)               | 0%     | 2%     | 2%     | 2%     |
| Tăng trưởng doanh thu (%)        | -6%    | 3%     | 0%     | 5%     |
| Tăng trưởng EBITDA (%)           | -17%   | 20%    | -15%   | 18%    |
| Tăng trưởng lợi nhuận HĐKD (%)   | -23%   | 28%    | -17%   | 24%    |
| Tăng trưởng EPS (%)              | -50%   | 121%   | -17%   | 33%    |
| Vòng quay khoản phải thu (x)     | 1.9    | 2.1    | 1.9    | 1.6    |
| Vòng quay hàng tồn kho (x)       | 1.2    | 1.3    | 1.2    | 1.0    |
| Vòng quay các khoản phải trả (x) | 15.7   | 15.5   | 13.0   | 14.7   |
| ROA (%)                          | 2.5%   | 5.4%   | 4.3%   | 5.4%   |
| ROE (%)                          | 4.8%   | 9.8%   | 7.2%   | 8.6%   |
| ROIC (%)                         | 7.1%   | 10.7%  | 7.8%   | 9.2%   |
| Nợ vay trên vốn chủ sở hữu (%)   | 88%    | 75%    | 64%    | 54%    |
| Hệ số thanh toán hiện hành (%)   | 151%   | 166%   | 211%   | 319%   |
| Nợ có lãi trên VCSH (%)          | 52%    | 39%    | 24%    | 21%    |
| EBIT / Lãi vay (x)               | 3.1    | 3.3    | 3.7    | 4.9    |

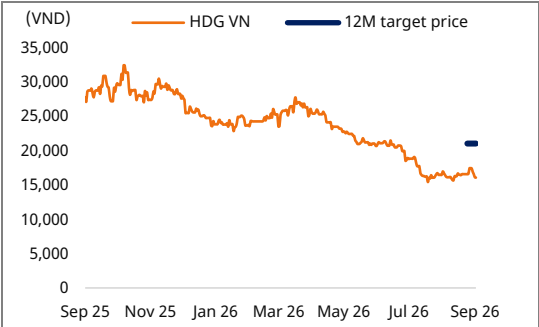
|                                             |     |     |     |     |
|---------------------------------------------|-----|-----|-----|-----|
| Tiền đầu kỳ                                 | 246 | 333 | 266 | 638 |
| Tiền tiền cuối kỳ                           | 333 | 266 | 638 | 622 |
| Nguồn: HDG, Mirae Asset Securities Research |     |     |     |     |

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

| Công ty (mã cổ phiếu) | Ngày       | Khuyến nghị | Giá mục tiêu |
|-----------------------|------------|-------------|--------------|
| CTCP Tập đoàn Hà Đô   | 10/09/2026 | Mua         | 21,100       |



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

|               |                                         |
|---------------|-----------------------------------------|
| Mua           | : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên      |
| Tăng Tỷ Trọng | : Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên      |
| Nắm Giữ       | : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10% |
| Bán           | : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống   |

Thang đánh giá ngành

|            |                                                                    |
|------------|--------------------------------------------------------------------|
| Tích Cực   | : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện                  |
| Trung Tính | : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu |
| Tiêu Cực   | : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu         |

- \* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- \* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- \* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vì mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được coi là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

## Mirae Asset Securities International Network

|                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)</b><br>One-Asia Equity Sales Team<br>Mirae Asset Center 1 Building<br>26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539<br>Korea<br><br>Tel: 82-2-3774-2124                   | <b>Mirae Asset Securities (HK) Ltd.</b><br>Units 8501, 8507-8508, 85/F<br>International Commerce Centre<br>1 Austin Road West<br>Kowloon<br>Hong Kong<br>Tel: 852-2845-6332                                   | <b>Mirae Asset Securities (UK) Ltd.</b><br>41st Floor, Tower 42<br>25 Old Broad Street,<br>London EC2N 1HQ<br>United Kingdom<br><br>Tel: 44-20-7982-8000                                             |
| <b>Mirae Asset Securities (USA) Inc.</b><br>810 Seventh Avenue, 37th Floor<br>New York, NY 10019<br>USA<br><br>Tel: 1-212-407-1000                                                                              | <b>Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.</b><br>555 S. Flower Street, Suite 4410,<br>Los Angeles, California 90071<br>USA<br><br>Tel: 1-213-262-3807                                                       | <b>Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM</b><br>Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building<br>Vila Olimpia<br>Sao Paulo - SP<br>04551-060<br>Brazil<br>Tel: 55-11-2789-2100               |
| <b>PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia</b><br>Equity Tower Building Lt. 50<br>Sudirman Central Business District<br>Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53<br>Jakarta Selatan 12190<br>Indonesia<br>Tel: 62-21-515-3281 | <b>Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.</b><br>6 Battery Road, #11-01<br>Singapore 049909<br>Republic of Singapore<br><br>Tel: 65-6671-9845                                                           | <b>Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC</b><br>7F, Le Meridien Building<br>3C Ton Duc Thang St.<br>District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City<br>Vietnam<br><br>Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)       |
| <b>Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC</b><br>#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17<br>1 Khoroo, Sukhbaatar District<br>Ulaanbaatar 14240<br>Mongolia<br><br>Tel: 976-7011-0806                            | <b>Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd</b><br>2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers<br>B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District<br>Beijing 100022<br>China<br><br>Tel: 86-10-6567-9699 | <b>Beijing Representative Office</b><br>2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers<br>B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District<br>Beijing 100022<br>China<br><br>Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300) |
| <b>Shanghai Representative Office</b><br>38T31, 38F, Shanghai World Financial Center<br>100 Century Avenue, Pudong New Area<br>Shanghai 200120<br>China<br><br>Tel: 86-21-5013-6392                             | <b>Ho Chi Minh Representative Office</b><br>7F, Saigon Royal Building<br>91 Pasteur St.<br>District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City<br>Vietnam<br><br>Tel: 84-8-3910-7715                                  | <b>Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited</b><br>Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road,<br>Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098<br>India<br><br>Tel: 91-22-62661336 |