Cập nhật KQKD Q3/2026 và 9T/2026 - HDG

ĐỊNH GIÁ THẤP, TRIỂN VỌNG PHỤC HỒI 2027-2028

Q3/2026, HDG ghi nhận doanh thu thuần 597,5 tỷ đồng (-16,1% cùng kỳ), LNST cổ đông mẹ đạt 163,4 tỷ đồng (-42,7%). Lũy kế 9T/2026, doanh thu đạt 1.773,0 tỷ đồng (-6,7%), LNST cổ đông mẹ đạt 464,9 tỷ đồng (+10,2%). Kết quả quý suy giảm chủ yếu do mảng điện; dòng tiền từ tài sản hiện hữu và tiến bộ pháp lý BĐS hỗ trợ triển vọng phục hồi trong giai đoạn 2027-2028.

1. Mảng điện suy giảm trên nền so sánh cao

- **Áp lực chính trong Q3:** Doanh thu điện đạt 465,2 tỷ đồng (-18,8%), lợi nhuận gộp đạt 316,9 tỷ đồng (-25,3%). Biên lợi nhuận gộp giảm từ 74,1% xuống 68,1%. Mức giảm 107,6 tỷ đồng chiếm 79,7% mức giảm lợi nhuận gộp hợp nhất.
- **Thủy văn kém thuận lợi hơn:** Lũy kế 9 tháng, doanh thu điện đạt 1.353,4 tỷ đồng (-12,2%), lợi nhuận gộp đạt 895,3 tỷ đồng (-17,9%). Sản lượng thủy điện giảm so với nền cao của năm 2025, khi lượng nước về thuận lợi.
- **La Trọng vận hành thương mại:** Nhà máy thủy điện công suất 22 MW vận hành thương mại từ ngày 18/09/2026, thuộc Công ty Cổ phần Thủy điện Trường Thịnh. HDG có tỷ lệ lợi ích 26,4% tại đơn vị này.

2. BĐS nhà ở: pháp lý cải thiện, bán hàng còn chậm

- **Lợi nhuận tăng nhờ điều chỉnh giá vốn:** Doanh thu BĐS thuần chỉ đạt 18,3 tỷ đồng nhưng lợi nhuận gộp đạt 215,8 tỷ đồng. Giá vốn ghi nhận âm 197,5 tỷ đồng sau điều chỉnh nghĩa vụ tiền sử dụng đất. Lợi nhuận mảng BĐS tăng chủ yếu nhờ điều chỉnh giá vốn, trong khi hoạt động bán hàng còn chậm.
- **Charm Villas tiến triển về pháp lý:** Theo bản tin IR Q3, dự án đã có quyết định về tiền sử dụng đất bổ sung. HDG dự kiến hoàn tất nghĩa vụ tài chính trong Q4/2026 và đẩy nhanh thủ tục cấp giấy chứng nhận đầu năm 2027. Dự án cơ bản hoàn thành xây dựng; tăng bán hàng sẽ hỗ trợ lợi nhuận và thu hồi vốn.
- **Linh Trung bổ sung quỹ dự án:** Theo HDG, dự án có diện tích 2,7 ha, tổng mức đầu tư khoảng 3.300,0 tỷ đồng, được chấp thuận chủ trương đầu tư ngày 30/09/2026 và dự kiến triển khai năm 2027. Linh Trung cùng 62 Phan Đình Giót tạo danh mục dự án kế tiếp sau Charm Villas.

3. Bất động sản cho thuê củng cố nền thu nhập

- **Kết quả 9 tháng cải thiện:** Mảng BĐS cho thuê, bao gồm khách sạn và dịch vụ liên quan, ghi nhận doanh thu 399,9 tỷ đồng (+12,4%) và lợi nhuận gộp 153,3 tỷ đồng (+53,8%). Biên lợi nhuận gộp tăng từ 28,0% lên 38,3%. Mảng này đóng góp 12,1% lợi nhuận gộp hợp nhất.
- **Nguồn thu nhập thường xuyên:** Airport Building, South Building, mặt bằng thương mại Centrosa và IBIS đã đi vào khai thác. Danh mục này cùng dịch vụ quản lý BĐS tạo nguồn thu thường xuyên, giảm sự phụ thuộc vào thời điểm bàn giao nhà và hỗ trợ dòng tiền của HDG.

4. Dòng tiền kinh doanh tích cực, công nợ điện còn tồn đọng

- **Đòn bẩy tài chính giảm:** Tại 30/09/2026, tổng tài sản đạt 14.502,5 tỷ đồng; nợ vay còn 4.226,9 tỷ đồng, giảm 472,5 tỷ đồng so với đầu năm. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu ở mức 48,4%. Tiền, tương đương tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn đạt 1.620,0 tỷ đồng.
- **Dòng tiền kinh doanh duy trì dương:** Dòng tiền kinh doanh 9 tháng đạt 707,6 tỷ đồng, giảm 10,0% cùng kỳ. Sau chi đầu tư TSCĐ 146,2 tỷ đồng, phần còn lại đạt 561,4 tỷ đồng. Trong kỳ, HDG đã trả gốc vay 532,1 tỷ đồng và cổ tức bằng tiền 185,0 tỷ đồng.
- **Điện mặt trời còn vướng mắc:** Hồng Phong 4 và Infra 1 còn vướng mắc về pháp lý và giá điện. Dự phòng phải thu đối với Công ty Mua bán điện (EPTC) cuối Q3 đạt 865,8 tỷ đồng, tăng 61,5 tỷ đồng so với cuối tháng 6/2026.

5. Danh mục năng lượng tiếp tục mở rộng

- **Điện gió Bình Gia:** HDG nắm 100% dự án công suất 80 MW, tổng mức đầu tư 3.052,5 tỷ đồng, trong đó vốn chủ sở hữu 610,5 tỷ đồng. Theo tiến độ được chấp thuận, dự án dự kiến vận hành thương mại trong Q3/2028.
- **Cụm thủy điện Sơn Linh-Sơn Nham:** Công suất dự kiến sau điều chỉnh là 24 MW. Sơn Nham 9 MW đã được phê duyệt kết quả thẩm định báo cáo đánh giá tác động môi trường (ĐTM) theo Quyết định số 2572/QĐ-UBND ngày 23/10/2026.

Đánh giá và triển vọng

- **Triển vọng 2027-2028 cải thiện:** Mảng điện và BĐS cho thuê duy trì nguồn thu nhập, trong khi nghĩa vụ đất tại Charm dần được làm rõ và Linh Trung đã có bước tiến pháp lý. Thương mại hóa tài sản hiện hữu và phát triển dự án mới là hai động lực phục hồi chính trong giai đoạn 2027-2028.
- **Định giá hấp dẫn trong tầm nhìn trung hạn:** Với giá đóng cửa 15.300 đồng/cp ngày 04/11/2026, HDG giao dịch ở P/B 0,87 lần trên vốn chủ sở hữu thuộc cổ đông mẹ. Vốn chủ sở hữu này đã phản ánh dự phòng hiện hữu. Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với HDG trong giai đoạn 2027-2028, dựa trên nền tài sản và triển vọng phục hồi từng bước.

Chất xúc tác

- **Charm Villas:** Hoàn tất nghĩa vụ đất, cấp giấy chứng nhận và đẩy mạnh bán hàng.
- **Điện mặt trời:** Tháo gỡ vướng mắc pháp lý, thống nhất giá điện và thu hồi công nợ.
- **Dự án mới:** Triển khai Linh Trung, Bình Gia và Sơn Linh-Sơn Nham.

Rủi ro

- **Điện mặt trời:** Vướng mắc pháp lý, giá điện và công nợ kéo dài.
- **BĐS:** Charm hấp thụ chậm; dự án mới chậm triển khai, kéo dài thời gian thu hồi vốn.
- **Thủy điện:** Lượng nước về thấp làm giảm sản lượng.
- **Vốn đầu tư:** Chi phí tài trợ cao khi triển khai dự án mới.