

Các nhà phát triển BĐS: người tốt, người xấu, và kẻ tệ

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Phạm Ngọc Trung, CFA
Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Bùi Thị Thùy Trang
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Đoàn Bảo Anh Tuấn
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

- Doanh số bán nhà thấp trong nửa đầu năm 2025 do yếu tố mùa vụ, nhưng HSC kỳ vọng chỉ số này sẽ tăng trong nửa cuối năm 2025, nhờ nhu cầu tăng mạnh trong môi trường lãi suất thấp.
- Thị hiếu của khách hàng thay đổi sang các sản phẩm phục vụ cho nhu cầu ở thực, đặc biệt là căn hộ tại các khu vực trung tâm của TP.HCM và Hà Nội, mang lại lợi ích cho các nhà phát triển có sẵn hàng tồn kho ở những khu vực này, trong khi doanh số bán nhà tại các đô thị loại 2 vẫn ảm đạm. Các đơn vị hưởng lợi trong ngắn hạn bao gồm DXG, NLG và KDH.
- NLG và KDH là những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi, trong khi DXG được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng tích cực trong ngắn hạn. Tuy nhiên, trong trung hạn, chúng tôi vẫn lo ngại về sự mất cân đối có tính cấu trúc giữa cung và cầu do các nhà phát triển BĐS vẫn tập trung nhiều vào phân khúc cao cấp và hạng sang nhằm phục vụ cho nhu cầu đầu cơ.

Kỳ vọng doanh số bán nhà tăng mạnh trong nửa cuối năm 2025

Trong nửa đầu năm 2025, ngoại trừ VHM (đã mở bán nhiều dự án trên cả nước), doanh số bán nhà của các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị đạt mức thấp, chủ yếu do kỳ nghỉ Tết. Tuy nhiên, doanh số bán nhà bắt đầu tăng mạnh từ Q3/2025, với DXG và NLG ghi nhận nhu cầu tăng mạnh trong các đợt mở bán căn hộ cao tầng. Chúng tôi đã điều chỉnh tăng lần lượt 88% và 18% dự báo doanh số bán nhà cho hai nhà phát triển BĐS này.

Hành vi khách hàng thay đổi, mang lại lợi ích cho các nhà phát triển BĐS có sẵn hàng tồn kho để bán ở TP.HCM và Hà Nội

Trong khi đó, HSC nhận thấy thị hiếu của khách hàng thay đổi sang các sản phẩm phục vụ cho nhu cầu thực – như căn hộ tại các khu vực trung tâm của TP.HCM và Hà Nội – và tránh xa các tài sản có tính chất đầu cơ như đất nền hoặc căn nhà thứ hai (phân khúc cấp cao) ở các khu vực xa xôi và hạn chế về cơ sở hạ tầng. Các đơn vị hưởng lợi trực tiếp bao gồm KDH, NLG và DXG, những công ty có sẵn hàng tồn kho để bán, và chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ của các nhà phát triển BĐS này sẽ ở mức cao.

Cần thời gian để nhận thấy tác động từ các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ

Trong số các chính sách hỗ trợ đối với lĩnh vực BĐS nhà ở, đáng chú ý nhất là Nghị quyết 171 của Quốc hội (ban hành ngày 30/11/2024, có hiệu lực từ ngày 1/4/2025, với thời hạn 5 năm) tiếp theo là Nghị định 75/2025/NĐ-CP (do Chính phủ ban hành ngày 1/4/2025) nhằm tạo điều kiện cho doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận quỹ đất, rút ngắn thời gian hoàn thành dự án và khuyến khích đầu tư vào loại hình nhà ở thương mại. Các cơ quan chức năng địa phương chịu trách nhiệm công bố các khu đất đủ điều kiện, thẩm định hồ sơ và công bố thông tin. Tuy nhiên, việc áp dụng các chính sách này chậm hơn so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi.

Lựa chọn hàng đầu

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu NLG và KDH và xem đây là những ý tưởng đầu tư dài hạn nhờ có các yếu tố nền tảng vững chắc và tập trung vào phân khúc trung cấp phục vụ cho nhu cầu ở thật, yếu tố giúp các công ty này tránh khỏi những thách thức của thị trường xuất phát từ sự mất cân đối giữa cung và cầu. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu DXG và xem đây là một ý tưởng đầu tư ngắn hạn. Cổ phiếu của các nhà phát triển BĐS đang giao dịch ở mức chiết khấu 20%-42% so với RNAV, sát với bình quân 3 năm nhưng nhờ có triển vọng ngày càng tươi sáng của ngành và sự hỗ trợ liên tiếp của Chính phủ, mức chiết khấu sẽ tiếp tục thu hẹp.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/9.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
DXG	23,500	Mua vào	Tăng tỷ trọng	28,600	31.2	21.7	78.6	84.9	1.91	1.87	-	-
KDH	35,000	Tăng tỷ trọng	Mua vào	39,700	12.0	13.4	47.2	37.7	2.15	2.04	0	0
NLG	40,400	Mua vào	Tăng tỷ trọng	51,600	7.05	27.7	22.4	22.7	1.53	1.46	1.24	1.24
NVL	15,700	Nắm giữ	-	15,300	(1.92)	(2.55)	N/a	34.8	0.83	0.81	-	-
PDR	23,400	Giảm tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	20,900	(2.29)	(10.7)	11.5	54.0	1.67	1.62	0	0
VHM	105,900	Nắm giữ	Tăng tỷ trọng	99,500	-	(6.04)	12.7	11.8	1.84	1.59	0	0

*Giá cổ phiếu tại ngày 11/9/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Nhu cầu đầu tư cải thiện, thúc đẩy tỷ lệ hấp thụ	3
Dự báo lợi nhuận mới: Điều chỉnh tăng đối với KDH, DXG, và NLG	8

Báo cáo thành phần

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)	12
CTCP Đầu tư Kinh doanh nhà Khang Điền (KDH)	18
CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)	23
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)	29
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt (PDR)	39
CTCP Vinhomes (VHM)	44

Nhu cầu đầu tư cải thiện, thúc đẩy tỷ lệ hấp thụ

Thị hiếu của nhà đầu tư đang chuyển sang các sản phẩm phục vụ cho nhu cầu thực, đặc biệt là căn hộ tại các khu vực trung tâm của TP.HCM và Hà Nội, mang lại lợi ích cho các nhà phát triển BĐS như KDH, NLG và DXG, những công ty có sẵn hàng tồn kho để bán. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán nhà của các nhà phát triển BĐS sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm 2025. Sự hỗ trợ chính sách thông qua Nghị quyết 171 và Nghị định 75 sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp tiếp cận quỹ đất và rút ngắn thời gian hoàn thành dự án, mặc dù việc triển khai các chính sách này chậm hơn dự kiến. Chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu NLG và KDH như là lựa chọn đầu tư dài hạn trong khi DXG vẫn là một ý tưởng đầu tư hấp dẫn trong ngắn hạn.

Nhu cầu đầu tư cải thiện môi trường lãi suất thấp sẽ thúc đẩy doanh số bán nhà

Trong nửa đầu năm 2025, doanh số bán nhà của các nhà phát triển BĐS khá ảm đạm, với các dự án đáng lưu ý được mở bán bao gồm Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Green City Long An, Vinhomes Golden City tại Hải Phòng. Doanh số bán nhà giảm chủ yếu là do yếu tố mùa vụ (sát với dự báo của HSC) và do các nhà phát triển BĐS thường tập trung mở bán vào cuối năm. Chúng tôi dự báo doanh số bán nhà sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm 2025, nhờ đẩy mạnh hoạt động mở bán cũng như tỷ lệ hấp thụ tăng cao khi nhu cầu đầu tư cải thiện mạnh trong môi trường lãi suất thấp.

Bảng 1: Tiến độ các dự án của các công ty phát triển BĐS

HSC dự báo doanh số bán hàng của các công ty sẽ tăng trong 6 tháng cuối năm 2025



Nguồn: Company data, HSC compiles

Chi tiết như sau:

DXG - Đầu tháng 9, DXG đã chính thức mở bán dự án The Privé, một dự án chung cư cao tầng tại phường An Phú (trước đây là Quận 2). Theo thông tin mới nhất từ Công ty, khoảng 1.025 trên tổng số 3.175 căn hộ đã được bán và ký hợp đồng mua bán, cao hơn kỳ vọng ban đầu của chúng tôi. Giá bán bình quân khoảng 135 triệu đồng/m² (so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi là khoảng 99 triệu đồng/m²).

Mặc dù được định vị thuộc phân khúc cao cấp, giá bán vẫn thấp hơn so với giá bán bình quân tại Hà Nội. Chúng tôi cho rằng điều này đã thu hút nhu cầu từ khách mua nhà ở miền Bắc. Ngoài ra, lãi suất hấp dẫn và chính sách hỗ trợ tín dụng tích cực tiếp tục thúc đẩy các hoạt động giao dịch có tính chất đầu cơ. Nhằm phản ánh KQKD cao hơn kỳ vọng, chúng tôi tăng dự báo doanh số bán nhà năm 2025 đối với dự án The Privé do số lượng căn hộ được bán cao hơn (khoảng 1.400 căn so với kỳ vọng trước đó của HSC ở mức khoảng 700) và giá bán bình quân của dự án The Privé là 135 triệu đồng/m², cao hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi ở mức 99 triệu đồng/m². Bù lại, chúng tôi lùi thời điểm mở bán trở lại dự án Gem Sky World sang năm 2026 theo hướng KHKD của Công ty. Do đó, dự báo doanh số bán nhà năm 2025 được điều chỉnh tăng 87,9% lên 14,4 nghìn tỷ đồng. Xem Báo cáo doanh nghiệp của DXG ở phần bên dưới.

KDH – Trong khi đó, KDH đang chuẩn bị chính thức mở bán dự án vốn đang được chờ đợi rất lâu - The Gladia, bao gồm 226 căn biệt thự và nhà liền kề cao cấp. Mặc dù dự án đã hoàn thành, nhưng Công ty chưa triển khai hoạt động bán hàng chính thức. Việc mở bán dự án chậm hơn một chút so với dự báo của chúng tôi nhưng không ảnh hưởng đến dự báo doanh số bán nhà năm 2025 ở mức 7,4 nghìn tỷ đồng. Xem Báo cáo doanh nghiệp của KDH ở phần bên dưới.

NLG – Trong khi đó, NLG đang triển khai các chiến dịch tiếp thị và nhận đặt cọc giữ chỗ đối với dự án căn hộ cao tầng tầm trung Mizuki (giai đoạn tiếp theo), tại huyện Bình Chánh, TP.HCM (trước đây). Công ty dự kiến mở bán 815 căn hộ cao tầng và 24 căn hộ thấp tầng. Do nhu cầu thị trường vẫn còn vững chắc, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh số bán nhà đối với những dự án này do giá bán và tỷ lệ hấp thụ cao hơn. Xem Báo cáo doanh nghiệp của NLG ở phần bên dưới.

NVL – So với đầu năm, NVL đã có những bước tiến đáng chú ý trong việc giải quyết các vướng mắc pháp lý tại các dự án (nhận được quy hoạch chi tiết 1/500 của dự án Aqua City và được phép chuyển phương thức nộp tiền sử dụng đất của dự án Novaworld Phan Thiết từ hằng năm sang một lần). Công ty dự kiến sẽ thanh toán tiền sử dụng đất cho dự án NWPT trong Q4/2024 và mở bán trở lại dự án Aqua City trong nửa đầu năm 2026. Chúng tôi vẫn dự báo Công ty sẽ không mở bán bất cứ dự án nào trong nửa cuối năm 2025. Xem Báo cáo doanh nghiệp của NVL ở phần bên dưới để có thêm thông tin.

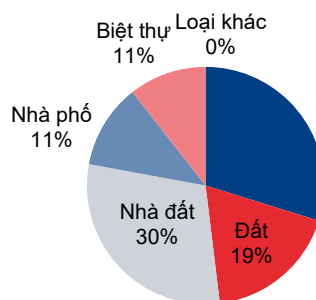
PDR – PDR đang lên kế hoạch bán phần lớn cổ phần tại hai dự án quan trọng đang trong giai đoạn phát triển, bao gồm Bình Dương Tower và Cadia Quy Nhơn. Do đó, chúng tôi giảm 83% dự báo doanh số bán nhà năm 2025 xuống 1,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 78,1%) và giảm lần lượt 77,5% và 83,5% dự báo doanh số bán nhà năm 2026-2027 xuống 3,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 182,9%) và 4,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29,4%) do bán hai dự án này. Doanh số bán nhà giai đoạn 2025-2027 dự kiến sẽ được thúc đẩy bởi hoạt động bán hàng tại dự án Quy Nhơn Iconic và bán 20% còn lại của dự án Bình Dương Tower.

VHM – Do doanh số bán nhà của VHM trong nửa đầu năm 2025 sát với dự báo, chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo doanh số bán nhà của Công ty. Vui lòng xem báo cáo '[Các nhà phát triển BĐS: Nước lên thuyền lên](#)' để có thêm thông tin chi tiết.

Hành vi khách hàng thay đổi, mang lại lợi ích cho các nhà phát triển BĐS có sẵn hàng tồn kho để bán ở TP.HCM và Hà Nội

Kết quả của một cuộc khảo sát gần đây do Batdongsan.com (một cổng thông tin BĐS khá phổ biến ở Việt Nam được thành lập năm 2006. Đây cũng là công ty con của tập đoàn PropertyGuru từ năm 2016, với hơn 7 triệu người dùng/tháng và khoảng 70 triệu lượt xem/tháng) cho thấy thị hiếu của khách mua nhà có sự dịch chuyển sang các sản phẩm phục vụ cho nhu cầu ở thực.

Cụ thể, căn hộ (thường được xem là sản phẩm phục vụ cho nhu cầu ở thực) chiếm ưu thế trong các kết quả khảo sát. Khoảng 31% người được phỏng vấn cho biết sẽ ưu tiên mua một căn hộ trong 12 tháng tới, kể đến là nhà riêng lẻ với tỷ lệ 30%. Trong khi đó, đất nền và biệt thự (thường được xem là các sản phẩm mang tính chất đầu cơ hơn tại thị trường Việt Nam) chỉ đạt tỷ lệ lần lượt 18% và 11%.

Biểu đồ 2: Loại hình bất động sản mà người mua dự tính mua trong 12 tháng tới

Nguồn: Batdongsan.com

Kết quả khảo sát từ 502 công ty môi giới (cũng do Batdongsan.com thực hiện) cũng đã củng cố xu hướng này: 64% công ty được khảo sát cho rằng người dùng cuối chiếm hơn 40% giao dịch, trong khi 57% công ty nhận thấy người mua để cho thuê chiếm hơn 40%. Đáng lưu ý, 46% nhà môi giới cho biết các nhà đầu cơ ngắn hạn chiếm dưới 20% thị trường, chứng tỏ tâm lý đầu cơ đã giảm mạnh.

Trái ngược với đà tăng trưởng tích cực của thị trường căn hộ, thị trường đất nền đã bước vào giai đoạn trầm lắng trong Q2/2025, với cả nhu cầu và nguồn cung đều suy yếu. Mức độ quan tâm của người mua trong tháng 6 thấp hơn nhiều so với tháng 3 – giảm 28% tại TP.HCM và giảm 33% tại các khu vực khác. Nguồn cung cũng giảm, với số lượng tin rao bán giảm 15% tại Hà Nội và giảm 9% tại TP.HCM và 3% ở các tỉnh khác, cho thấy thị trường đất nền có xu hướng hạ nhiệt.

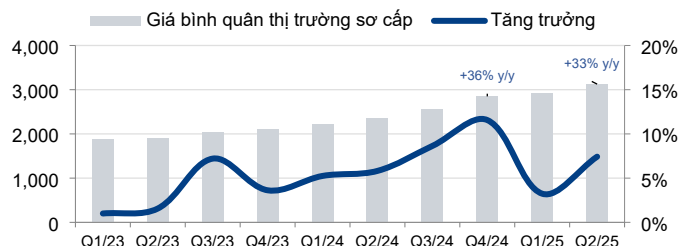
Tất cả dữ liệu trên chứng tỏ thị hiếu của nhà đầu tư có sự thay đổi rõ rệt sang các sản phẩm phục vụ cho nhu cầu thực – như căn hộ và nhà ở riêng lẻ có thể mang lại nguồn thu cho thuê ổn định – và tránh xa các tài sản có tính chất đầu cơ như đất nền hoặc căn nhà thứ hai (phân khúc cấp cao) ở các khu vực xa xôi và hạn chế về cơ sở hạ tầng.

Giá cả: Tiếp tục xu hướng tăng tại TP.HCM, đà tăng giá tại Hà Nội chững lại

HSC cho rằng đà tăng giá tại Hà Nội giảm tốc là do giá bán đã tăng trong năm 2024 và nguồn cung dồi dào (khoảng 30.100 căn), gây áp lực lên giá bán. Trong khi đó, tình trạng thiếu nguồn cung và dòng vốn không ngừng đổ vào miền Nam đã duy trì đà tăng giá tại TP.HCM. Chi tiết như sau:

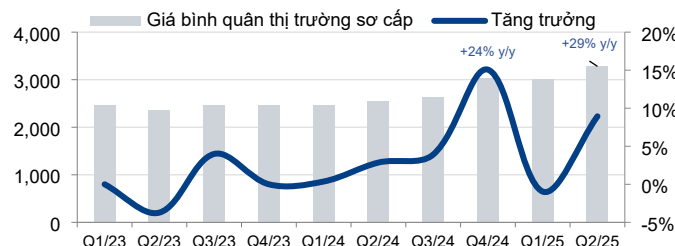
- Giá bán bình quân sơ cấp tại Hà Nội tiếp tục tăng 8,9% so với quý trước và tăng 29% so với cùng kỳ, lên 3.172 USD/m², chịu ảnh hưởng từ lượng nguồn cung mới đến từ phân khúc cao cấp và hạng sang. Mặc dù đà tăng giá vẫn tiếp diễn, nhưng tốc độ tăng giá tại Hà Nội đã chững lại ở cả thị trường sơ cấp (33% so với cùng kỳ trong Q2/2025 so với 36% so với cùng kỳ vào cuối năm 2024) và thị trường thứ cấp (15% so với cùng kỳ so với 26% so với cùng kỳ vào cuối năm 2024) (Biểu đồ 3 & 5).
- Trong khi đó, giá bán tại TP.HCM tiếp tục tăng ở cả hai thị trường, với mức tăng 29% so với cùng kỳ trên thị trường sơ cấp Q2/2025 lên 3.280 USD/m² và tăng 13% so với cùng kỳ lên 2.120 USD/m² trên thị trường thứ cấp (Biểu đồ 4 & 6).

Biểu đồ 3: Giá bình quân trên thị trường sơ cấp, Hà Nội
Tốc độ tăng giá giảm so với cuối năm 2024



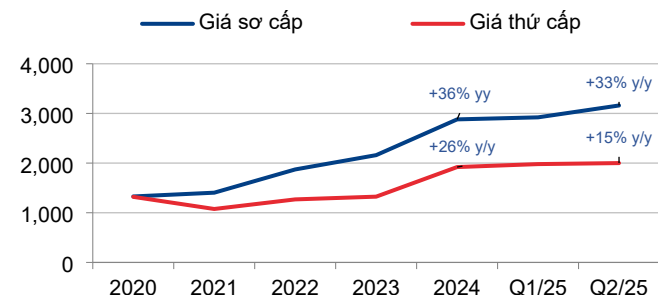
Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 4: Giá bình quân trên thị trường sơ cấp, HCMC
Tốc độ tăng giá tiếp tục gia tăng



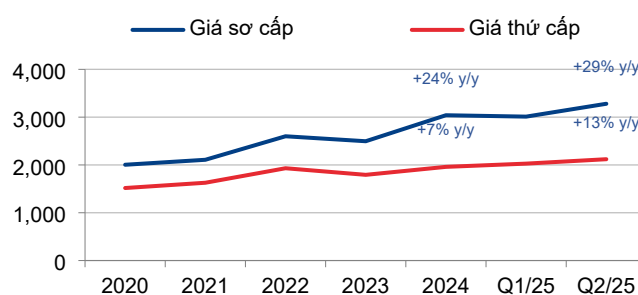
Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 5: Giá bán căn hộ bình quân, Hà Nội
Giá trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp đều thấp hơn mức giá tại thời điểm cuối năm 2024



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 6: Giá bán căn hộ bình quân, HCMC
Giá tiếp tục tăng ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp



Nguồn: CBRE, HSC

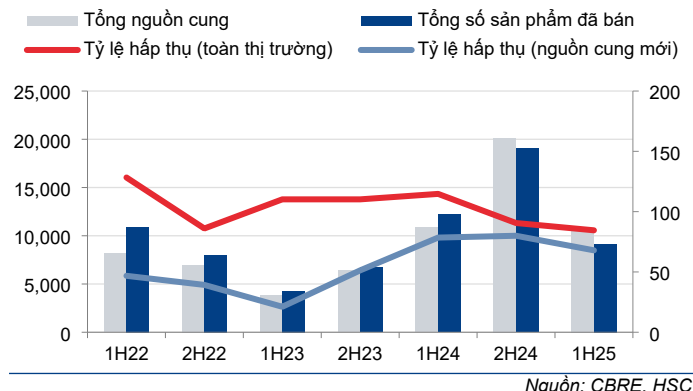
Tâm lý thị trường tại TP.HCM tích cực, trong khi Hà Nội chứng lại trước áp lực về giá

Nhu cầu vẫn vững chắc nhờ tâm lý nhà đầu tư cải thiện trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp, sự hỗ trợ tín dụng tích cực từ các ngân hàng cũng như hoạt động đầu tư cơ sở hạ tầng được đẩy nhanh tại TP.HCM trong năm nay. Thành phố ghi nhận tỷ lệ hấp thụ chung tăng mạnh, chứng tỏ thanh khoản cải thiện, trong khi tâm lý thị trường ở Hà Nội bắt đầu chứng lại do giá bán tăng cao ở phân khúc cao cấp. Cụ thể, tỷ lệ hấp thụ vẫn vững chắc ở mức 68% tại Hà Nội và 74% tại TP.HCM. Tỷ lệ hấp thụ trên toàn thị trường (bao gồm nguồn cung mới và hàng tồn kho chưa bán) thậm chí còn cao hơn, đạt mức 137% tại TP.HCM và 85% tại Hà Nội (Biểu đồ 7–8). Trong ngắn hạn, các nhà phát triển BĐS như NLG, DXG và KDH có vị thế tốt để hưởng lợi nhờ có sẵn hàng tồn kho tại TP.HCM.

Tuy nhiên, trong trung hạn, thị trường phải đối mặt với sự mất cân đối ngày càng tăng giữa cung và cầu do các nhà phát triển BĐS tiếp tục ưu tiên các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp và hạng sang. Trong khi đó, đa phần nhu cầu ở thực ở cả TP.HCM và Hà Nội vẫn tập trung vào phân khúc trung cấp (giá khoảng 2.000–4.000 USD/m²). Sự mất cân đối này khiến cho thị trường dễ bị ảnh hưởng, ngay cả với những thách thức kinh tế vĩ mô nhỏ nhất, chẳng hạn như lãi suất tăng mạnh hoặc thanh khoản ngân hàng được siết chặt hơn.

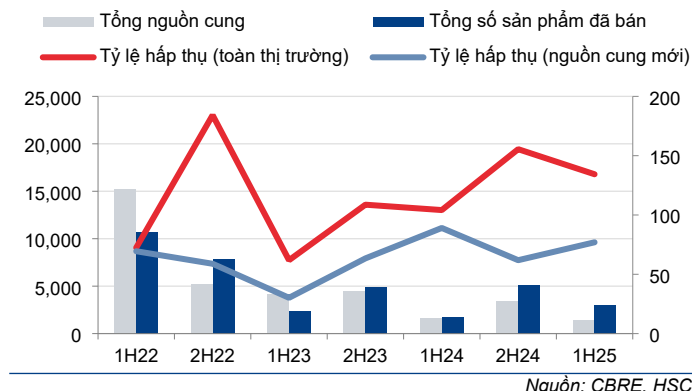
Biểu đồ 7: Nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ, Hà Nội

Tỷ lệ hấp thụ nguồn cung mới giảm nhẹ so với cùng kỳ, từ 79% xuống 68%



Biểu đồ 8: Nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ, HCMC

Tương tự, tỷ lệ hấp thụ sơ cấp tại TP.HCM giảm từ 86% xuống còn 74%



Cần thời gian để nhận thấy tác động từ các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ

Trong số các chính sách hỗ trợ đối với lĩnh vực BĐS nhà ở, đáng chú ý nhất là Nghị quyết 171 của Quốc hội (ban hành ngày 30/11/2024, có hiệu lực từ ngày 1/4/2025, với thời hạn 5 năm) tiếp theo là Nghị định 75/2025/NĐ-CP (do Chính phủ ban hành ngày 1/4/2025).

- Nghị quyết 171/2024/QH15** (do Quốc hội ban hành ngày 30/11/2024, có hiệu lực từ ngày 1/4/2025, với thời hạn 5 năm) tạo ra một **đề án thí điểm** cho phép các dự án nhà ở thương mại được phát triển thông qua **thỏa thuận trực tiếp về quyền sử dụng đất** hoặc bằng cách sử dụng các lô đất sẵn có mà không cần thông qua các thủ tục đấu giá hoặc đấu thầu thông thường. Các bên tham gia đủ điều kiện bao gồm: các doanh nghiệp BĐS mua lại hoặc đang có quyền sử dụng đất, hoặc kết hợp cả hai. Chính sách này cũng áp dụng cho đất trống sau khi di dời các cơ sở (vì lý do môi trường, quy hoạch hoặc điều chỉnh đô thị). Mục tiêu chính: **tạo điều kiện thuận lợi trong việc tiếp cận quỹ đất**, rút ngắn thời gian triển khai dự án, và khuyến khích đầu tư vào loại hình nhà ở thương mại.
- Nghị định 75/2025/NĐ-CP** (do Chính phủ ban hành ngày 1/4/2025) **quy định chi tiết việc thực hiện Nghị quyết 171**, đưa ra các điều kiện, thủ tục và tiêu chí cho các dự án thí điểm. Cho phép nhiều loại đất – nông nghiệp, phi nông nghiệp và đất ở – trong cùng một lô đất, miễn sao đáp ứng các yêu cầu pháp lý.
 - Những yêu cầu chính bao gồm:
 - Việc thông báo và đăng ký nhu cầu thực hiện dự án được thực hiện bởi Ủy ban Nhân dân cấp tỉnh, với các đơn đăng ký theo mẫu.
 - Danh sách các lô đất đủ điều kiện phải được Hội đồng Nhân dân cấp tỉnh phê duyệt.
 - Thẩm định của tỉnh và minh bạch thông tin, với việc công bố trên các cổng thông tin chính thức.

Các cơ quan chức năng địa phương chịu trách nhiệm công bố các khu đất đủ điều kiện, thẩm định hồ sơ và công bố thông tin. Khung pháp lý này nhằm mục đích tạo điều kiện thuận lợi trong việc tiếp cận quỹ đất, rút ngắn thời gian hoàn thành dự án và giảm bớt các rào cản pháp lý, đồng thời duy trì sự giám sát việc thực thi các quy định.

Tuy nhiên, việc triển khai Nghị định vẫn còn thận trọng. Ví dụ, Hà Nội đã từ chối phê duyệt 169 lô đất không đáp ứng đủ các tiêu chí, trong khi TP.HCM vẫn chưa hoàn tất phê duyệt đợt đầu tiên cho các dự án đủ điều kiện. Việc triển khai Nghị định này diễn ra chậm hơn so với kỳ vọng của chúng tôi và phản ánh quan điểm thận trọng của các cơ quan chức năng.

Dự báo lợi nhuận mới: Điều chỉnh tăng đối với KDH, DXG, và NLG

Cải thiện nhờ tỷ lệ hấp thụ vững chắc và điều chỉnh tăng dự báo doanh số bán nhà

Theo đó, HSC đã điều chỉnh tăng 3,7% dự báo tổng doanh số bán nhà cho 6 nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị lên 164,5 tỷ đồng, chủ yếu do điều chỉnh tăng doanh số bán nhà cho DXG (thêm 88%) và NLG (thêm 18%) như đã thảo luận ở phần trên. Chúng tôi dự báo lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 44,2%, 23,8% và 15,7% trong năm 2025, năm 2026 và năm 2027.

Lưu ý rằng, nhờ sự hiện diện trực tiếp tại thị trường TP.HCM, KDH, DXG và PDR có thể sẽ ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao hơn kỳ vọng. Yếu tố này sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng doanh số bán nhà. Đồng thời, sau những tiến triển tích cực về mặt pháp lý tại các dự án trong thời gian gần đây, NVL dự kiến sẽ khởi động lại nhiều dự án từ năm 2026.

Bảng 9: Doanh số bán nhà thực tế và dự báo, các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Tổng doanh số bán nhà dự kiến tăng 44.2%, 23.8% và 15.7% trong giai đoạn 2025 – 2027

Tỷ đồng	2024	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
VHM	103,900	124,000	19.3%	133,000	17.3%	136,000	-0.5%
KDH	572	7,364	1187.4%	9,825	33.4%	12,095	23.1%
NLG	5,204	12,595	142.0%	14,769	17.3%	14,690	-0.5%
DXG	0	14,376	N/m	13,132	-8.7%	14,454	10.1%
PDR*	639	1,138	78.1%	3,219	182.9%	4,165	29.4%
NVL*	289	0	N/m	23,480	N/m	47,026	100.3%
Tổng	110,604	159,473	44.2%	197,425	23.8%	228,430	15.7%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Dự báo lợi nhuận, các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Dự báo lợi nhuận của NLG, PDR và DXG sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2025; NVL dự báo sẽ trở lại có lãi vào năm 2026

Xét theo CAGR, DXG, KDH, PDR được kỳ vọng sẽ có lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh trong 3 năm tới

Tỷ đồng	2024	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng	2024-27 CAGR
VHM	31,801	34,247	7.7%	36,862	7.6%	37,030	0.5%	5.2%
KDH	810	833	2.8%	1,042	25.1%	1,841	76.7%	31.5%
NLG	518	696	35.9%	684	-1.7%	916	33.9%	20.9%
DXG	253	305	20.7%	282	-7.5%	2,635	834.4%	118.4%
PDR	155	1,990	1183.0%	425	-78.7%	686	61.5%	64.2%
NVL	685	-795	-87.6%	877	N/m	2,457	180.2%	N/m
Tổng	34,222	37,276	8.9%	40,172	7.8%	45,565	13.4%	10.0%

Nguồn: HSC

Điều chỉnh giảm nhẹ dự báo tổng lợi nhuận

HSC điều chỉnh tăng 4,3% dự báo tổng lợi nhuận thuần năm 2025 cho 6 nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị lên 37,3 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 8,9% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, do dự báo doanh số bán nhà tăng mạnh ở mức 44,2% trong năm 2025, chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 7,8% và 13,4% trong năm 2025 và 2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 10%, DXG dự kiến tăng trưởng mạnh nhất và NVL sẽ chuyển từ lỗ sang lãi, trong khi KDH dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận cao nhất với 100% lợi nhuận đến từ hoạt động bán BĐS cho khách hàng cá nhân.

Định giá – tăng định giá cho các công ty ở TP.HCM

HSC ưa thích cổ phiếu NLG và KDH như những ý tưởng đầu tư dài hạn, trong khi cũng đánh giá cao cổ phiếu DXG nhờ có đà tăng trưởng tích cực trong ngắn hạn.

KDH - HSC hạ khuyến nghị đối với KDH xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào nhưng tăng 11,8% giá mục tiêu lên 39.700đ (tiềm năng tăng giá 13,4%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2027. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu KDH (lựa chọn hàng đầu của chúng tôi), nhờ có bảng CĐKT lành mạnh và chiến lược phát triển thận trọng.

KDH có thương hiệu khá mạnh và ít phụ thuộc vào nợ vay. Sau khi giá cổ phiếu tăng 27% trong 1 tháng qua, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 20,6% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 36 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 27,6 lần.

Thị trường BĐS đầy hứa hẹn của TP. HCM, nơi tập trung toàn bộ quỹ đất của KDH, dường như đang có sự phục hồi mạnh hơn bình quân trong ngắn hạn. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu mạnh mẽ sẽ duy trì trong dài hạn, nhờ sự mở rộng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu.

Hơn nữa, kinh nghiệm trong việc xây dựng quỹ đất, tiến hành các thủ tục pháp lý, và bàn giao các sản phẩm chất lượng cao đã củng cố lợi thế cạnh tranh của KDH, tạo tiền đề để Công ty hưởng lợi khi hoạt động ngành đi vào hợp nhất, nhất là trong bối cảnh các quy định pháp lý đang được kiểm soát chặt chẽ.

NLG – Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với NLG lên Mua vào với giá mục tiêu 51.500đ. HSC ưa thích cổ phiếu NLG vì công ty có (1) danh mục dự án vững chắc, sẵn sàng bàn giao và mang lại dòng tiền cao hơn và thúc đẩy KQKD trong 5 năm tới; (2) vị thế tài chính rất lành mạnh. Những yếu tố trên khiến NLG nổi bật hơn so với các công ty cùng ngành, đặc biệt trong giai đoạn thị trường khó khăn như hiện nay. Chiến lược tập trung vào phân khúc giá phải chăng đến trung cấp nhằm phục vụ nhu cầu ở thực trong nước được đánh giá là bền vững trong dài hạn. Chúng tôi cũng đánh giá cao tình hình quản trị doanh nghiệp của Công ty.

DXG: HSC nâng khuyến nghị đối với DXG lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng giá mục tiêu lên 28.600đ (tiềm năng tăng giá 21,7%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. DXG là một trong số ít công ty hưởng lợi từ sự hồi phục của thị trường BĐS, dựa trên động lực tăng trưởng từ môi trường lãi suất thấp và việc đẩy mạnh đầu tư công, cũng như việc tận dụng hàng tồn kho sẵn có tại các vị trí chiến lược ở TP.HCM. Doanh số bán nhà vững chắc tại dự án The Privé được kỳ vọng sẽ hỗ trợ dòng tiền và giúp Công ty giành được vị thế dẫn đầu so với các đối thủ cạnh tranh trong việc phát triển các dự án sắp tới tại TP.HCM và Đồng Nai. Ngoài ra, việc niêm yết Regal Group (công ty con/công ty liên kết) có thể trở thành động lực tăng trưởng, trong khi việc bổ sung quỹ đất tại TP.HCM có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng của chúng tôi. DXG cũng đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ nhu cầu ngày càng tăng đối với căn hộ trung cấp, loại hình căn hộ phục vụ thị trường chung trong dài hạn. Tuy nhiên, tình hình quản trị doanh nghiệp vẫn là mối lo ngại chính – nên cổ phiếu phù hợp với ý tưởng đầu tư ngắn hạn hơn là đầu tư dài hạn. Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 42,5% so với RNAV, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 44%.

Bối cảnh định giá

Kể từ khi phát hành báo cáo gần nhất "[Các nhà phát triển BĐS: Nước lên thuyền lên](#)" vào ngày 23/7/2025, thị trường BĐS đã có xu hướng tăng mạnh, đạt mức lợi nhuận bình quân 32,4% trong 3 tháng qua, diễn biến tích cực hơn 6,4% so với chỉ số VN-Index. Hiện tại, các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của HSC đang giao dịch ở mức chiết khấu bình quân 23,4% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 39,6%. Tuy nhiên, với tỷ lệ hấp thụ của các nhà phát triển BĐS có sự hiện diện trực tiếp tại TP.HCM cao hơn kỳ vọng, HSC dự báo mức chiết khấu của KDH, NLG và DXG sẽ tiếp tục thu hẹp trong thời gian tới.

Bảng 11: Diễn biến giá cổ phiếu trong vòng 1 tháng/ 3 tháng trở lại

Cổ phiếu các doanh nghiệp BDS đã có đà tăng mạnh trong thời gian qua, với DXG và PDR dẫn đầu

Mã CK	DN	1 tháng	3 tháng
DIG	Development Investment Construction JSC	2.8%	36.4%
KDH	Khang Dien House	9.4%	31.4%
NLG	Nam Long Investment Corp	-4.9%	6.3%
HDC	BR-VT House Dev. JSC	-2.9%	39.6%
CEO	C.E.O GROUP JSC	-8.8%	38.8%
PDR	Phat Dat Real Estate Development JSC	3.1%	45.7%
DXG	Dat Xanh Group JSC	8.8%	50.6%
NVL	Novaland Group	-16.5%	12.9%
VPI	Van Phu - Invest Investment JSC	8.5%	15.0%
VHM	Vinhomes	13.3%	46.9%
Bình quân		1.3%	32.4%
VN Index		3.8%	26.0%

Ghi chú: Theo giá đóng cửa ngày 11/9.
Nguồn: HSC

Bảng 12: So sánh định giá, các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Mã CK	Khuyến nghị	Thị giá (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiền năng tăng giá	RNAVPS dự phóng (đồng)	Chiết khấu của thị giá so với RNAV	Chiết khấu bình quân 3 năm RNAV	2024 P/E (lần)	2025 P/E (lần)
VHM	Tăng tỷ trọng	105,900	99,500	-6.04%	124,300	14.8%	54.0%	12.7	1.8
KDH	Mua vào	35,000	39,700	13.40%	44,079	20.6%	37.0%	52.5	2.15
NLG	Tăng tỷ trọng	40,400	51,600	27.72%	64,500	36.0%	37.0%	23.7	1.5
DXG	Tăng tỷ trọng	23,500	28,600	23.50%	40,900	42.5%	44.0%	79.9	1.9
PDR	Tăng tỷ trọng	23,400	20,900	-10.68%	23,200	0.9%	32.8%	11.5	1.7
NVL	Nắm giữ	15,600	15,300	-3.20%	21,847	25.6%	32.6%	n/a	0.8
Bình quân				7.4%		23.4%	39.6%	36.1	1.6

Ghi chú: Theo giá đóng cửa ngày 11/9.
Nguồn: HSC

Phương pháp định giá

Về phương pháp định giá, HSC định giá tất cả các cổ phiếu theo phương pháp SoTP để tính RNAV tại thời điểm giữa năm 2026 và phương pháp DCF để định giá các dự án đang phát triển. Sau đó, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10-30% so với RNAV để phản ánh mức bình quân quá khứ được điều chỉnh theo triển vọng và những thách thức tiềm ẩn để đưa ra mức giá mục tiêu.

Chúng tôi giữ nguyên mức chiết khấu so với RNAV vì tin rằng các mức chiết khấu hiện tại đã phản ánh đầy đủ triển vọng mà chúng tôi vừa cập nhật.

Bảng 13: Giả định định giá, các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Mã CK	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH	Giả định mới - WACC	Giả định cũ - chiết khấu RNAV	Giả định mới - chiết khấu RNAV
VHM	4.0%	10.25%	12.8%	20%	20%
KDH	4.0%	10.25%	13.9%	10%	10%
NLG	4.0%	10.25%	13.2%	20%	10%
DXG	4.0%	10.25%	15.3%	30%	30%
PDR	4.0%	10.25%	12.5%	10%	10%
NVL	4.0%	10.25%	12.5%	30%	30%

Nguồn: HSC

Ngoài ra, khi sử dụng phương pháp DCF để định giá các dự án đang được triển khai, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25% (sau khi bổ sung 1.5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn của HSC là 8,75%) trong mọi trường hợp. Các nhà phát triển BĐS ở Việt Nam thường vay với chi phí vay dài hạn cao từ 10-11% (thậm chí 13-15%, bao gồm tất cả các loại phí liên quan trong nhiều trường hợp), chúng tôi cho rằng nên

cộng thêm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH để phản ánh thực tế rằng nhà đầu tư phải đối mặt với nhiều rủi ro hơn chủ nợ.

Trên cơ sở đó, chúng tôi điều chỉnh WACC ở mức 12,5-15,3%, so với 11,8-15,4% trước đó, do điều chỉnh hệ số beta và chi phí nợ và tỷ lệ sử dụng nợ tín dụng.

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

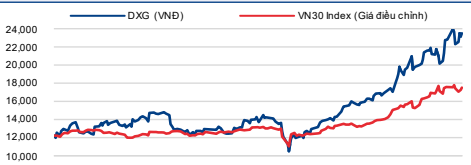
Giá mục tiêu: VNĐ28,600 (từ VNĐ21,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/9/2025)	23,500
Mã Bloomberg	DXG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,513-24,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	23,175
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	23,985
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	908
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,021
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	510
Slg CP NN được mua (tr.đv)	268
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	23.7%
Tỷ lệ freefloat	72.6%
Cổ đông lớn	Chủ tịch (11.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	8.80	50.6	92.3
So với chỉ số	2.16	14.1	34.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	290	435	(33.4)
2026F	268	746	(64.0)
2027F	2,505	1,375	82.2

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DXG là nhà môi giới bất động sản hàng đầu tại Việt Nam. Công ty đã phân nhánh thành công các dự án phát triển và chủ yếu tập trung vào phân khúc bình dân và trung cấp.

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Triển vọng lợi nhuận vững chắc từ năm 2027; Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với DXG lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng 31,2% giá mục tiêu lên 28.600đ (tiềm năng tăng giá 21,7%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027.
- Chúng tôi tăng 7% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhờ đóng góp cao hơn từ DXS, đồng thời giảm 27,3% dự báo lợi nhuận năm 2026 do lùi thời điểm mở bán dự án Gem Sky World sang năm 2026. Chúng tôi tăng 99,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 nhờ tỷ lệ hấp thụ và giá bán bình quân của dự án The Privé tăng cao. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 119%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 42,5% so với RNAV, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 44%.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2025 và triển vọng lợi nhuận

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với DXG sau khi đánh giá triển vọng thị trường BĐS vốn được hỗ trợ từ tỷ lệ hấp thụ 100% của dự án The Privé giai đoạn 1. Giai đoạn 2, với 750 căn hộ, dự kiến sẽ được mở bán trong tháng 9/2025.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 7% dự báo lợi nhuận năm 2027 lên 305 tỷ đồng (tăng trưởng 20,7%) nhờ đóng góp từ DXS tăng cao. Chúng tôi giảm 27,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 xuống 282 tỷ đồng (giảm 7,4% so với cùng kỳ) do lùi thời điểm mở bán dự án Gem Sky World sang năm 2026, với kỳ vọng có đóng góp doanh thu từ năm 2027. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 được điều chỉnh tăng 99,7% lên 2.635 tỷ đồng (tăng trưởng mạnh khoảng 6 lần) trên doanh thu 14.233 tỷ đồng (tăng trưởng 171,1%) nhờ tỷ lệ hấp thụ và giá bán bình quân của dự án The Privé tăng cao. Chúng tôi dự báo không có các khoản mục không thường xuyên đáng kể trong giai đoạn 2025-2027. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 118,5%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 42,5% so với RNAV, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 44%. HSC nâng khuyến nghị đối với DXG lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng 31,2% giá mục tiêu lên 28.600đ (tiềm năng tăng giá 21,7%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027.

DXG là một trong số ít công ty hưởng lợi từ sự hồi phục của thị trường BĐS, dựa trên động lực tăng trưởng từ môi trường lãi suất thấp và việc đẩy mạnh đầu tư công, cũng như việc tận dụng hàng tồn kho sẵn có tại các vị trí chiến lược ở TP.HCM. Doanh số bán nhà vững chắc tại dự án The Privé được kỳ vọng sẽ hỗ trợ dòng tiền và giúp Công ty giành được vị thế dẫn đầu so với các đối thủ cạnh tranh trong việc phát triển các dự án sắp tới tại TP.HCM và Đồng Nai. Ngoài ra, việc niêm yết Regal Group (công ty con/công ty liên kết) có thể trở thành động lực tăng trưởng, trong khi việc bổ sung quỹ đất tại TP.HCM có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng của chúng tôi. DXG cũng đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ nhu cầu ngày càng tăng đối với căn hộ trung cấp, loại hình căn hộ phục vụ thị trường chung trong dài hạn. Tuy nhiên, tình hình quản trị doanh nghiệp vẫn là mối lo ngại chính – nên cổ phiếu phù hợp với ý tưởng đầu tư ngắn hạn hơn là đầu tư dài hạn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	768	1,150	1,407 ▲	1,368 ▼	4,796 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	167	213	305 ▲	282 ▼	2,635 ▲
EPS ĐC (đồng)	(66.8)	14.9	290 ▲	268 ▼	2,505 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	15,377	14,484	12,313	12,581	15,086 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.3	19.4	21.7	20.7	5.40
P/E ĐC (lần)	N/a	1,572	81.1	87.5	9.38
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.53	1.62	1.91	1.87	1.56
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(322)	122	1,839	(7.38)	833
ROAE (%)	1.79	2.14	2.65	2.22	18.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng lợi nhuận tích cực, nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC nâng khuyến nghị đối với DXG lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng giá mục tiêu lên 28.600đ (tiềm năng tăng giá 21,7%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi tăng 7% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhờ đóng góp cao hơn từ DXS, đồng thời giảm 27,3% dự báo lợi nhuận năm 2026 do lùi thời điểm mở bán dự án Gem Sky World sang năm 2026. Chúng tôi tăng 99,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 nhờ tỷ lệ hấp thụ và giá bán bình quân của dự án The Privé tăng cao. Việc mở bán một cách kịp thời dự án The Privé trong bối cảnh nhu cầu thị trường tăng cao đã mang lại doanh số bán nhà rất tốt, và dự kiến sẽ củng cố dòng tiền của DXG trong giai đoạn 3 năm tới.

Cập nhật các HKKD chính/HKKD của Công ty

HSC tăng 87,9% dự báo doanh số bán nhà năm 2025 lên 14,4 nghìn tỷ đồng do số lượng căn hộ được bán cao hơn (khoảng 1.400 căn so với kỳ vọng trước đó của HSC ở mức khoảng 700) và giá bán bình quân của dự án The Privé đạt mức 135 triệu đồng/m², cao hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi ở mức 99 triệu đồng/m².

Chúng tôi lùi thời điểm mở bán trở lại dự án Gem Sky World sang năm 2026 theo HKKD của Công ty. Do đó, cho năm 2026, dự báo doanh số bán nhà được điều chỉnh tăng 19,2% lên 13,1 nghìn tỷ đồng, giảm 8,7% so với cùng kỳ. Trong khi đó, cho năm 2027, dự báo doanh số bán nhà được điều chỉnh tăng 3% lên 14,4 nghìn tỷ đồng, tăng 10,1% so với cùng kỳ.

Thông tin chi tiết về dự án:

Đã mở bán dự án The Privé Giai đoạn 1; giai đoạn 2 với 750 căn hộ dự kiến mở bán ngày 28/9/2025

Dự án The Privé Giai đoạn 1 đã mở bán 1.025 căn hộ, tất cả đều đã được bán với giá bán bình quân 135 triệu đồng/m² - cao hơn kỳ vọng của chúng tôi ở mức 99 triệu đồng/m². Công ty có kế hoạch mở bán khoảng 750 căn hộ thuộc Giai đoạn 2 vào ngày 28/9/2025 với giá bán dự kiến là 145 triệu đồng/m². HSC kỳ vọng 43% tổng số căn hộ sẽ được bán trong năm 2025, đạt tổng doanh số bán nhà là 14,3 nghìn tỷ đồng.

Các dự án ngắn hạn đang được triển khai

HSC lùi thời điểm mở bán trở lại dự án Gem Sky World (Đồng Nai) sang năm 2026 theo HKKD của Công ty. Khoảng 1.700 căn hộ còn lại dự kiến sẽ được mở bán trở lại. Dự án được thiết kế với khoảng 4.000 căn hộ, trong đó 60% căn hộ đã được bán. 50% trên tổng số căn hộ (khoảng 1.800 căn) đã được bàn giao Q2/2025.

DXG đã công bố một dự án mới tại TP.HCM, có diện tích 2,3 ha và đặt mục tiêu xây 3.000 căn hộ cao tầng. Tổng vốn đầu tư dự kiến đạt 7 nghìn tỷ đồng, và dự án đã có được quy hoạch chi tiết 1/500. Chúng tôi chưa phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận do chưa có đầy đủ thông tin về vị trí và các phê duyệt pháp lý.

Các dự án đang trong giai đoạn triển khai như Opal Parkview, Opal Park City, Opal City View và Opal Luxury (Bảng 14) đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý. Chúng tôi dự báo hoạt động mở bán sẽ diễn ra từ năm 2028 trở đi.

Bảng 14: Tiến độ các dự án trọng điểm, DXG

STT	Dự án	Sở hữu	Vị trí	Diện tích (m ²)	Tổng số sp	Số sp chưa bán còn lại	Loại hình	Tiến độ
1	Gem Sky World	100%	Đồng Nai	922,000	4,000	1,700	Thấp tầng	Đã bàn giao 50%, dự kiến mở bán lại khoảng 1.700 căn trong năm 2026
2	The Privé	100%	TP.HCM	67,143	3,175	3,175	Cao tầng	Giai đoạn 1 đã hoàn thành; Giai đoạn 2 (750 sản phẩm) dự kiến hoàn thành vào 28/9/2025
3	Opal Parkview	100%	Bình Dương	51,000	6,800	6,800	Cao tầng	Đã có QH 1/500, chờ tính tiền sử dụng đất (LUR)
4	Opal Park City	100%	Bình Dương	100,000	7,400	7,400	Cao tầng	Đang làm thủ tục pháp lý
5	Opal City View	100%	Bình Dương	9,700	1,500	1,500	Cao tầng	Đang nộp hồ sơ xin cấp quy hoạch 1/500
6	Opal Luxury	100%	Bình Dương	86,834	3,400	3,400	Cao tầng	Đang chờ tính toán tiền sử dụng đất

Nguồn: DXG, HSC

DXS: Tăng 18% giá mục tiêu sau khi tăng dự báo lợi nhuận năm 2025

HSC tăng 18% giá mục tiêu đối với DXS lên 14.700đ (tiềm năng tăng giá 11,4%) dựa trên dự báo lợi nhuận năm 2025 được điều chỉnh tăng trong báo cáo được xuất bản gần đây '[Tăng 18% giá mục tiêu nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng](#)'. DXS là một phần quan trọng của DXG, đóng góp bình quân 45,3% doanh thu cho Công ty trong 5 năm qua, cũng như đóng góp một tỷ lệ lớn hơn vào lợi nhuận hợp nhất của Công ty. Chúng tôi nhận thấy giá trị trong hoạt động môi giới BĐS mạnh mẽ của tập đoàn, vốn dự kiến sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi đang diễn ra tại thị trường BĐS nhà ở.

DXG có kế hoạch phát hành cổ phiếu để phát triển dự án Datxanhhomes Parkview

DXS có kế hoạch phát hành riêng lẻ 93,5 triệu cổ phiếu (tương đương 9,2% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) với giá 18.600đ/cp. Tổng cộng 1,8 nghìn tỷ đồng dự kiến được huy động để đóng góp vào CTCP Bất động sản Hà An (công ty con do DXG sở hữu 99%) để phát triển dự án Datxanhhomes Parkview (Opal Parkview) – phường An Phú, TP.HCM (trước đây là Thuận An – Bình Dương). Dự án có diện tích 5,1 ha, nhằm đến phân khúc căn hộ cao tầng. Theo ước tính của chúng tôi, dự án này chiếm 14,4% RNAV của với doanh thu dự kiến sẽ được ghi nhận từ năm 2028.

Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 7% và 1,2% dự báo lợi nhuận và doanh thu cho năm 2025 lên 305 tỷ đồng (tăng trưởng 20,7%) và 5.409 tỷ đồng (tăng trưởng 14,3%) nhờ đóng góp cao hơn từ DXS. Doanh thu năm nay của Công ty dự kiến sẽ đến từ dự án Gem Sky World. Do đó chúng tôi kỳ vọng DXG có thể ghi nhận doanh thu đối với khoảng 600 căn hộ còn lại (trong tổng số khoảng 2.400 căn hộ đã được bán) trong năm 2025.

Chúng tôi giảm 27,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 xuống 282 tỷ đồng (giảm 7,4% so với cùng kỳ) sau khi điều chỉnh giảm 19,7% dự báo doanh thu xuống 5.249 tỷ đồng (giảm 3% so với cùng kỳ) do lùi thời điểm mở bán dự án Gem Sky World sang năm 2026, với kỳ vọng có đóng góp doanh thu từ năm 2027. Do bất động sản mặt đất tại khu vực lân cận TP.HCM vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi mạnh và các vấn đề pháp lý tại dự án này, HSC đưa ra dự báo thận trọng rằng tỷ lệ hấp thụ sẽ ở mức 10% khi mở bán dự án.

Dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 được điều chỉnh tăng 99,7% lên 2.635 tỷ đồng (tăng trưởng mạnh khoảng 6 lần) trên doanh thu 14.233 tỷ đồng (tăng trưởng 171,1%) nhờ tỷ lệ hấp thụ và giá bán bình quân của dự án The Privé tăng cao.

Chúng tôi dự báo không có các khoản mục không thường xuyên đáng kể trong giai đoạn 2025-2027. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 118,5%. Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 15:

Bảng 15: Dự báo lợi nhuận, DXG

Tỷ đồng	2024A	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh	So với cùng kỳ	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	So với cùng kỳ	Dự báo mới 2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	4,733	5,409	1.2%	14.3%	5,249	-19.7%	-3.0%	14,233	30.1%	171.1%
<i>Phát triển dự án</i>	3,257	3,414	1.7%	4.8%	2,703	-38.7%	-20.8%	11,340	29.5%	319.5%
<i>DXS</i>	1,191	1,597	0.3%	34.2%	2,143	20.5%	34.1%	2,407	36.8%	12.3%
<i>Doanh thu khác</i>	250	398	0.0%	58.8%	403	14.3%	1.3%	486	14.2%	20.7%
Lợi nhuận gộp	2,285	2,671	6.3%	16.9%	2,499	-17.7%	-6.4%	8,241	45.7%	229.7%
LNST	454	724	26.8%	59.3%	673	-23.7%	-6.9%	3,494	76.6%	418.9%
Lợi nhuận thuần	253	305	7.0%	20.7%	282	-27.3%	-7.4%	2,635	99.7%	833.0%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với DXG lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng 31,2% giá mục tiêu lên 28.600đ (tiềm năng tăng giá 21,7%) chủ yếu nhờ giá trị phát triển The Privé của dự án tăng cao (giá bán bình quân cao hơn và tiến độ bán hàng nhanh hơn).

Tỷ lệ hấp thụ cao tại các đợt mở bán dự án The Privé sẽ mang lại triển vọng lợi nhuận vững chắc cho DXG, cũng như mảng môi giới BĐS, vốn cũng được kỳ vọng sẽ đóng góp tích cực vào tổng doanh thu của Công ty. Chúng tôi kỳ vọng dự án The Privé Giai đoạn 2 sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ tốt nhờ điều kiện thị trường hiện tại là khan hiếm nguồn cung ở TP.HCM và tâm lý người mua nhà cải thiện.

Liên quan đến phương pháp định giá, HSC tiếp tục áp dụng phương pháp SoTP để xác định RNAV/cp ở mức 40.900đ (tăng từ mức 31.200đ). Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi phản ánh DXS (với giá mục tiêu mới) vào mô hình định giá. DXS hiện đóng góp 16,1% tổng ước tính RNAV của DXG.
- HSC giả định lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4% và tiếp tục áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25% sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% (không đổi). Hệ số beta là 1,4 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 15,3% (không đổi).

Bảng 16: Định giá SOTP, DXG

Tỷ đồng	RNAV (giữa năm-2026)	Phương pháp
Mảng phát triển dự án	39,258	Tại giá mục tiêu 14.700 tháng 9/ 2025
Mảng dịch vụ môi giới (DXS, @60,3%)	7,541	
Tổng giá trị tài sản thuần	46,799	
Nợ/tiền thuần	(5,373)	
Điều chỉnh đối với DXS	521	
Nợ/tiền thuần, điều chỉnh	(5,069)	
RNAV	41,729	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,020.6	
RNAV/cổ phiếu (đồng)	40,900	
Chiết khấu	30%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	28,600	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định (đồng), DXG

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10.25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
Lãi suất phi rủi ro		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
	3.0%	30,500	29,900	29,400	28,800	28,300
	3.5%	30,100	29,500	29,100	28,500	28,000
	4.0%	29,600	29,100	28,600	28,100	27,500
	4.5%	29,300	28,700	28,200	27,700	27,100
	5.0%	28,800	28,300	27,900	27,300	26,800

Nguồn: HSC

Bảng 18: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định RNAV, DXG

Giả định chiết khấu	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	36,800	32,700	28,600	24,600	20,500
Tiềm năng tăng/giảm giá	56.6%	39.1%	21.7%	4.7%	-12.8%

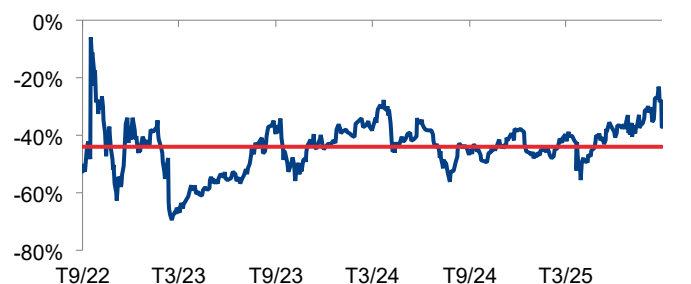
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 42,5% so, nhỏ hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 44%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 85,5 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần. Chúng tôi cho rằng điều kiện thị trường hiện tại đang thuận lợi cho DXG, với tâm lý thị trường cải thiện trước các đợt mở bán sắp tới và việc giải quyết các vấn đề pháp lý tại các dự án quan trọng. Những yếu tố trên sẽ giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Biểu đồ 19: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, DXG

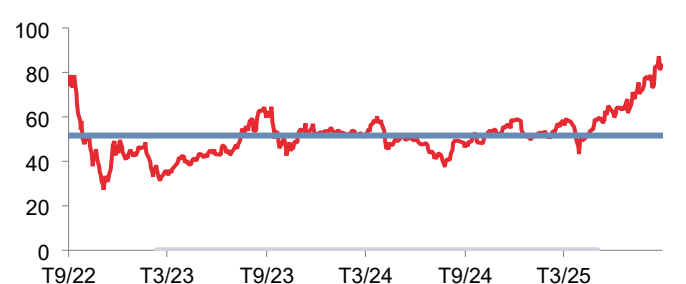
DXG đang giao dịch với mức chiết khấu 42,5%, so với mức trung bình 3 năm ở mức 44%



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 20: P/E trượt dự phóng 1 năm, CRE

Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 85,5 lần, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 51,2 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,706	4,733	5,409	5,249	14,233
Lợi nhuận gộp	1,693	2,285	2,671	2,499	8,241
Chi phí BH&QL	(955)	(1,132)	(1,287)	(1,166)	(3,492)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	(51.8)	(61.3)	(56.5)	(56.5)	(58.1)
EBIT	686	1,091	1,327	1,276	4,691
Lãi vay thuần	(457)	(401)	(423)	(435)	(257)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(112)	(38.4)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	332	35.9	0	0	0
LNTT	448	688	905	842	4,434
Chi phí thuế TNDN	(303)	(273)	(181)	(168)	(939)
Lợi ích cổ đông thiểu số	21.8	(202)	(419)	(391)	(859)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	167	213	305	282	2,635
Lợi nhuận thuần ĐC	(40.9)	9.21	296	274	2,556
EBITDA ĐC	768	1,150	1,407	1,368	4,796
EPS (đồng)	273	345	299	277	2,582
EPS ĐC (đồng)	(66.8)	14.9	290	268	2,505
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	612	616	1,021	1,021	1,021
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	612	722	1,021	1,021	1,021
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	617	727	1,026	1,026	1,026

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	276	1,249	755	2,460	3,255
Đầu tư ngắn hạn	97.2	77.9	77.9	77.9	77.9
Phải thu khách hàng	11,428	11,006	10,988	10,758	9,750
Hàng tồn kho	14,139	13,440	16,267	23,923	30,293
Các tài sản ngắn hạn khác	294	315	315	315	315
Tổng tài sản ngắn hạn	26,234	26,087	28,402	37,533	43,691
TSCĐ hữu hình	310	299	305	311	318
TSCĐ vô hình	61.9	71.0	68.6	65.6	62.0
Bất động sản đầu tư	110	153	204	267	342
Đầu tư dài hạn	25.4	25.9	25.9	25.9	25.9
Đầu tư vào Cty LD,LK	369	417	417	417	417
Tài sản dài hạn khác	1,684	2,084	2,195	2,317	2,375
Tổng tài sản dài hạn	2,561	3,050	3,216	3,403	3,540
Tổng cộng tài sản	28,795	29,137	31,618	40,937	47,231
Nợ ngắn hạn	2,591	3,159	3,951	3,763	3,792
Phải trả người bán	767	626	446	519	492
Nợ ngắn hạn khác	5,718	4,910	3,810	3,651	4,090
Tổng nợ ngắn hạn	11,628	10,348	10,352	19,305	23,875
Nợ dài hạn	2,699	3,396	3,351	3,052	1,361
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	150	187	187	187	187
Nợ dài hạn khác	128	2.83	2.83	2.83	2.83
Tổng nợ dài hạn	2,976	3,586	3,541	3,242	1,550
Tổng nợ phải trả	14,604	13,934	13,893	22,547	25,425
Vốn chủ sở hữu	9,408	10,464	12,567	12,841	15,397
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,783	4,739	5,158	5,549	6,408
Tổng vốn chủ sở hữu	14,191	15,203	17,725	18,390	21,805
Tổng nợ phải trả và VCSH	28,795	29,137	31,618	40,937	47,231
BVPS (đ)	15,377	14,484	12,313	12,581	15,086
Nợ thuần/(tiền mặt)	5,013	5,307	6,547	4,355	1,898

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	686	1,091	1,327	1,276	4,691
Khấu hao	(81.8)	(58.3)	(79.5)	(91.3)	(105)
Lãi vay thuần	(457)	(401)	(423)	(435)	(257)
Thuế TNDN đã nộp	(184)	(458)	(181)	(168)	(939)
Thay đổi vốn lưu động	(1,206)	(1,704)	(3,605)	1,714	(864)
Khác	46.8	84.4	86.8	44.5	86.3
LCT thuần từ HĐKD	(1,131)	(1,322)	(2,908)	2,349	2,642
Đầu tư TS dài hạn	(129)	(62.5)	(135)	(157)	(184)
Góp vốn & đầu tư	(17.4)	(732)	0	0	0
Thanh lý	800	1.50	0	0	0
Khác	(104)	612	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	550	(181)	(135)	(157)	(184)
Cổ tức trả cho CSH	(76.0)	(10.4)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	29.0	1,226	1,802	0	0
Tăng/giảm nợ	(14.3)	1,260	747	(487)	(1,662)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(61.4)	2,476	2,548	(487)	(1,662)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	919	276	1,249	755	2,460
LCT thuần trong kỳ	(643)	973	(494)	1,705	795
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	276	1,249	755	2,460	3,255
Dòng tiền tự do	(1,261)	(1,384)	(3,042)	2,192	2,457

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	45.7	48.3	49.4	47.6	57.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.7	24.3	26.0	26.1	33.7
Tỷ suất LNT (%)	4.51	4.49	5.64	5.38	18.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	67.6	39.8	20.0	20.0	21.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(32.8)	27.7	14.3	(2.95)	171
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(12.1)	49.7	22.4	(2.77)	251
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(327)	123	3,113	(7.38)	833
Tăng trưởng EPS (%)	(25.0)	26.5	(13.4)	(7.38)	833
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(322)	122	1,839	(7.38)	833
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.79	2.14	2.65	2.22	18.7
ROACE (%)	3.89	6.07	6.63	5.95	20.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.13	0.16	0.18	0.14	0.32
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(1.65)	(1.21)	(2.19)	1.84	0.56
Số ngày tồn kho	2,564	2,004	2,168	3,175	1,845
Số ngày phải thu	2,072	1,641	1,465	1,428	594
Số ngày phải trả	139	93.3	59.5	68.9	29.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	71.9	61.6	64.6	118	109
Nợ/tài sản (%)	24.5	26.4	28.1	43.0	42.4
EBIT/lãi vay (lần)	1.50	2.72	3.14	2.94	18.3
Nợ/EBITDA (lần)	9.17	6.69	6.31	12.9	4.18
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.26	2.52	2.74	1.94	1.83
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.23	4.71	5.64	5.40	1.82
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.3	19.4	21.7	20.7	5.40
P/E (lần)	86.1	68.1	78.6	84.9	9.10
P/E ĐC (lần)	N/a	1,572	81.1	87.5	9.38
P/B (lần)	1.53	1.62	1.91	1.87	1.56
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

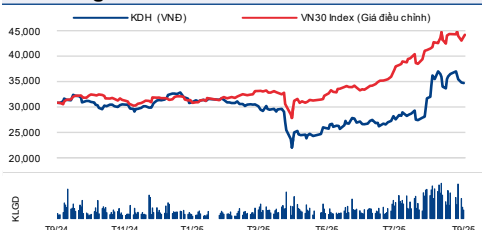
Giá mục tiêu: VNĐ39,700 (từ VNĐ35,455)

Tiềm năng tăng/giảm: 13.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/9/2025)	35,000
Mã Bloomberg	KDH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,046-37,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,825
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	39,278
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,488
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,122
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	550
Slg CP NN được mua (tr.đv)	62.4
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	37.7%
Tỷ lệ freefloat	60.6%
Cổ đông lớn	Dragon Capital (15.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	9.38	31.4	13.5
So với chỉ số	2.70	(0.47)	(20.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	667	798	(16.4)
2026F	852	990	(13.9)
2027F	1,561	1,610	(3.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

KDH là nhà phát triển biệt thự cao cấp có uy tín tại TP HCM có quỹ đất tập trung tại Quận 9 và Huyện Bình Chánh. Công ty đã mở rộng thành công sang phân khúc căn hộ trung cấp.

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với KDH xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào nhưng tăng 11,8% giá mục tiêu lên 39.700đ (tiềm năng tăng giá 13,4%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2027.
- Cho năm 2025-2026, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần lần lượt ở mức 833 tỷ đồng (tăng trưởng 2,8%) và 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25,2%). Cho năm 2027, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng 13,6% lên 1,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 76,6%) nhờ giá bán bình quân của các căn hộ cao tầng tại dự án The Gladia cao hơn kỳ vọng.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 27% trong 1 tháng qua, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 20,6% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 36 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 27,6 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng, cho thấy tiềm năng tăng giá 13% tại giá mục tiêu mới.

Sự kiện: Cập nhật sau khi phân tích triển vọng ngành

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với KDH sau khi đánh giá triển vọng thị trường BĐS, hiện đang bước vào giai đoạn phục hồi mạnh hơn. Do đó, đợt mở bán sắp tới cho dự án The Gladia của KDH dự kiến sẽ hưởng lợi.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, tăng dự báo cho năm 2027

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 ở mức 833 tỷ đồng (tăng trưởng 2,8%) và 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25,2%), dựa trên số lượng căn hộ còn lại của dự án Privia và việc bắt đầu nhận đặt chỗ cho các căn hộ thấp tầng tại dự án The Gladia (hợp tác với Keppel Land) và các căn hộ thấp tầng tại dự án 11A (Solina) - xã Bình Chánh. Cho năm 2027, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng 13,6% lên 1,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 76,6%) trên doanh thu 7,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22,7%) nhờ giá bán bình quân của các căn hộ cao tầng tại dự án The Gladia cao hơn kỳ vọng.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 31,5% trong giai đoạn 2024-2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 27% trong 1 tháng qua, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 20,6% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 36 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 27,6 lần.

HSC hạ khuyến nghị đối với KDH xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào nhưng tăng 11,8% giá mục tiêu lên 39.700đ (tiềm năng tăng giá 13,4%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2027.

Trong dài hạn, chúng tôi vẫn xem KDH – với toàn bộ quỹ đất ở TP.HCM – là một trong những đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ sự phục hồi của thị trường BĐS. Chúng tôi kỳ vọng 226 căn hộ thấp tầng thuộc dự án Gladia – Bình Trung, TP.HCM sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ tốt, hỗ trợ doanh thu năm 2025 của KDH.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,205	1,301	2,096	2,292	3,250 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	716	810	833	1,042	1,841 ▲
EPS ĐC (đồng)	747	723	667	852	1,561 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	16,828	17,202	16,282	17,134	18,695
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.4	30.3	22.7	20.8	13.6
P/E ĐC (lần)	46.9	48.4	52.5	41.1	22.4
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.08	2.03	2.15	2.04	1.87
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(47.2)	(3.18)	(7.73)	27.7	83.1
ROAE (%)	5.72	5.25	4.67	5.56	9.16

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng tích cực với quỹ đất vàng ở TP.HCM

HSC hạ khuyến nghị đối với KDH xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào nhưng tăng 11,8% giá mục tiêu lên 39.700đ (tiềm năng tăng giá 13,4%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2027. Cho năm 2025-2026, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần lần lượt ở mức 833 tỷ đồng (tăng trưởng 2,8%) và 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25,2%). Cho năm 2027, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng 13,6% lên 1,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 76,6%) nhờ giá bán bình quân của các căn hộ cao tầng tại dự án The Gladia cao hơn kỳ vọng. Cập nhật sau khi giá cổ phiếu tăng. KDH đang giao dịch với mức chiết khấu 20,6% so với RNAV cập nhật, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 37%.

Cập nhật tình hình các dự án đang triển khai: Doanh số bán nhà cải thiện nhờ giá bán bình quân tăng cao

HSC vẫn giữ nguyên dự báo doanh số bán nhà năm 2025 ở mức 7,4 nghìn tỷ đồng, đến từ hoạt động mở bán 226 căn thấp tầng của dự án The Gladia.

Cho năm 2026, chúng tôi tăng 8,3% dự báo doanh số bán nhà lên 9,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33,4%) dựa trên giả định giá bán bình quân của các căn hộ cao tầng tại dự án The Gladia đạt 100 triệu đồng/m² (do được tính theo giá bán bình quân của khu vực xung quanh), cao hơn 18% so với kỳ vọng và vì chúng tôi cũng nhận thấy căn hộ cao tầng tại khu vực này (trước đây là thành phố Thủ Đức) có tỷ lệ hấp thụ cao nhờ các dự án cơ sở hạ tầng tại đây đang được đẩy nhanh tiến độ đầu tư. HSC kỳ vọng trong năm 2026, Công ty sẽ mở bán dự án 11A (Solina) do đã thanh toán 100% tiền sử dụng đất. KDH sẽ tiến hành các thủ tục pháp lý còn lại trong năm 2025.

Doanh số bán nhà năm 2027 được kỳ vọng đạt 12,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,1%), nhờ tiếp tục hoạt động bán hàng tại các dự án The Gladia và 11A (Solina). Chúng tôi cũng kỳ vọng Công ty sẽ mở bán các dự án KCN Tân Tạo - phường Tân Tạo, KCN Lê Minh Xuân - xã Bình Lợi, và KCN Lộc Minh - phường Bình Trung, TP.HCM trong năm nay.

Bảng 21: Các dự án năm 2025, KDH

	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích (m ²)	Tiến độ
Danh mục dự án trong ngắn hạn				
Privia	Quận Bình Tân, TP.HCM	Chung cư	1.8	Bắt đầu ban giao trong Q4/2024 và hoàn thành vào Q1/2025
Gladia By The Waters	Bình Trưng Đông, TP.Thủ Đức, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	11.8	Chờ phê duyệt bán hàng, dự kiến sẽ mở bán vào Q3/2025
KCN Lê Minh Xuân	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	KCN	109.9	Dự kiến thanh toán tiền sử dụng đất trong Q3/2025, mở bán năm 2027
Danh mục dự án trong dài hạn				
11A (Solina)	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	16.4	Đã thanh toán 100% chi phí sử dụng đất
Bình Trung mở rộng	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	20.0	Đã hoàn thành đền bù đất
Phong Phú 2	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố	26.6	Đã hoàn thành đền bù đất
Tân Tạo	Quận Bình Tân, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	330.0	Hoàn thành đền bù đất gần 90%, chờ cấp phép xây dựng

Nguồn: KDH, HSC

Dự báo lợi nhuận mới

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 ở mức 833 tỷ đồng (tăng trưởng 2,8%) và 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25,2%), nhờ đóng góp của số lượng căn hộ còn lại của dự án Privia và việc bắt đầu nhận đặt chỗ cho các căn hộ thấp tầng tại dự án The Gladia (hợp tác với Keppel Land) và các căn hộ thấp tầng tại dự án 11A (Solina) - xã Bình Chánh.

Cho năm 2027, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng 13,6% lên 1,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 76,6%) trên doanh thu 7,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22,7%) nhờ giá bán bình quân của các căn hộ cao tầng tại dự án The Gladia cao hơn kỳ vọng. Doanh thu năm 2027 dự kiến sẽ được đóng góp từ việc ghi nhận doanh thu các căn

hộ cao tầng còn lại tại dự án Gladia, các căn hộ thấp tầng tại dự án 11A (Solina) và bắt đầu bàn giao đất tại dự án KCN Lê Minh Xuân.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 31,5% trong giai đoạn 2024-2027.

Bảng 22: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, KDH

(tỷ đồng)	2024A	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Revision	Tăng trưởng
Doanh thu	3,279	6,074	85.3%	6,335	4.3%	7,775	8.4%	22.7%
Lợi nhuận gộp	1,740	2,500	43.6%	2,731	9.3%	3,888	18.6%	42.4%
LNTT	1,051	1,973	87.7%	2,127	7.8%	3,104	23.4%	46.0%
Lợi nhuận thuần	810	833	2.8%	1,042	25.2%	1,841	13.6%	76.6%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với KDH xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào nhưng tăng 11,8% giá mục tiêu lên 39.700đ (tiềm năng tăng giá 13,4%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2027.

Chúng tôi cho rằng KDH sẽ hưởng lợi lớn từ sự phát triển của thị trường BĐS TP.HCM nhờ có quỹ đất lớn tại đây, năng lực triển khai dự án tốt, bảng CĐKT lành mạnh và uy tín thương hiệu cao. Chúng tôi kỳ vọng 226 căn hộ thấp tầng thuộc dự án Gladia – Bình Trưng, TP.HCM sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ cao, hỗ trợ doanh thu năm 2025 của KDH.

Về phương pháp định giá, HSC áp dụng phương pháp SoTP và DCF để xác định giá trị của các dự án đang được phát triển.

Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

- HSC giả định lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4% và tiếp tục áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25% sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% (không đổi). Hệ số beta là 1 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 13,9% (không đổi).
- Để xác định giá mục tiêu, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định so với RNAV ở mức 10% (không đổi) – thấp hơn nhiều so với bình quân 36,8% trong 3 năm qua – nhưng vẫn tin rằng KDH vẫn là một trong số rất ít các doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ triển vọng được cải thiện mạnh mẽ của thị trường bất động sản TP.HCM. Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu trong Bảng 24-25.

Bảng 23: Định giá, KDH

Tỷ đồng	Lợi ích của KDH	HSC định giá lại (giữa năm-2026)	Phương pháp
Gladia (dự án hợp tác với Keppel)	50%	4,100	DCF
11A	100%	3,070	DCF
Phong Phú 2	100%	13,774	DCF
Khu dân cư Tân Tạo	100%	27,874	DCF
Các dự án khác	Thay đổi	8,720	Giá trị sổ sách
Tổng giá trị tài sản		57,538	
Nợ/(tiền) thuần		(8,072)	
RNAV		49,466	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		1,122.2	
RNAV/cp (đồng)		44,079	
Chiết khấu		10%	
Giá mục tiêu (đồng)		39,700	

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

Bảng 24: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính (đồng), KDH
Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	43,600	42,500	41,700	40,700	39,700
	3.5%	42,500	41,500	40,700	39,700	38,800
	4.0%	41,500	40,500	39,700	38,800	37,800
	4.5%	40,500	39,500	38,800	37,800	36,900
	5.0%	39,500	38,600	37,800	36,900	36,100

Nguồn: HSC

Bảng 25: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tỷ lệ chiết khấu là 10%, thấp hơn so với mức bình quân 3 năm của KDH là 37.3%

Giả định chiết khấu RNAV	-10%	0%	10%	20%	30%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	47,600	43,300	39,000	34,600	30,300
Tiềm năng tăng giá	52.3%	38.6%	24.8%	10.7%	-3.0%

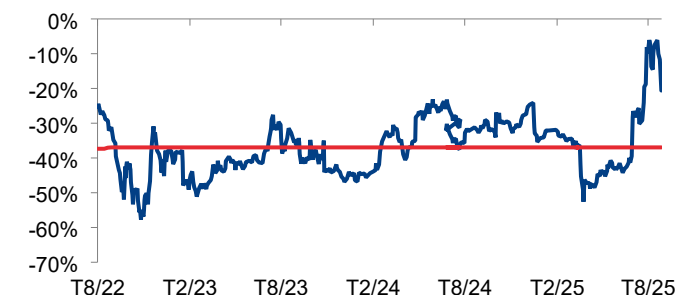
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 20,6% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 36 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 27,6 lần.

Biểu đồ 26: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

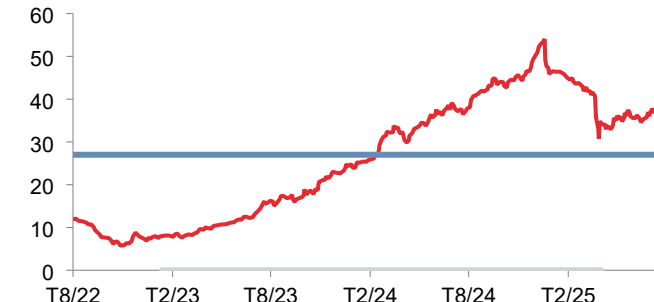
KDH đang giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 20,6% so với bình quân 3 năm ở mức 37%.



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 27: P/E trượt dự phóng 1 năm, KDH

KDH đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 36 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 27,6 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	2,088	3,279	6,074	6,335	7,775
Lợi nhuận gộp	1,587	1,740	2,500	2,731	3,888
Chi phí BH&QL	(367)	(431)	(386)	(422)	(621)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	1,220	1,309	2,113	2,310	3,268
Lãi vay thuần	(97.9)	(179)	(140)	(183)	(164)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(52.7)	(79.6)	0	0	0
LN TT	1,069	1,051	1,973	2,127	3,104
Chi phí thuế TNDN	(340)	(248)	(517)	(578)	(796)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(13.8)	6.68	(624)	(506)	(467)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	716	810	833	1,042	1,841
Lợi nhuận thuần ĐC	650	731	749	956	1,751
EBITDA ĐC	1,205	1,301	2,096	2,292	3,250
EPS (đồng)	905	801	742	929	1,640
EPS ĐC (đồng)	747	723	667	852	1,561
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	791	1,011	1,122	1,122	1,122
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	799	1,011	1,122	1,122	1,122
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	879	1,011	1,122	1,122	1,122

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	3,730	3,096	1,541	2,405	2,942
Đầu tư ngắn hạn	8.52	277	277	277	277
Phải thu khách hàng	1,831	3,013	2,465	2,601	2,059
Hàng tồn kho	18,787	22,180	26,850	31,293	30,419
Các tài sản ngắn hạn khác	381	276	192	442	974
Tổng tài sản ngắn hạn	24,737	28,840	31,326	37,019	36,671
TSCĐ hữu hình	81.3	73.3	62.8	52.2	41.6
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	131	233	226	219	212
Đầu tư dài hạn	945	1,027	1,280	1,487	1,486
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	587	579	579	579	579
Tổng tài sản dài hạn	1,744	1,913	2,148	2,337	2,319
Tổng cộng tài sản	26,481	30,753	33,474	39,356	38,990
Nợ ngắn hạn	1,444	1,100	2,303	2,354	2,640
Phải trả người bán	92.1	288	169	170	183
Nợ ngắn hạn khác	924	612	772	869	1,007
Tổng nợ ngắn hạn	5,346	4,179	3,857	7,367	7,930
Nợ dài hạn	4,901	5,998	7,540	8,449	5,301
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	658	634	634	634	634
Nợ dài hạn khác	50.9	489	489	489	489
Tổng nợ dài hạn	5,610	7,121	8,663	9,572	6,424
Tổng nợ phải trả	10,958	11,302	12,521	16,940	14,356
Vốn chủ sở hữu	13,451	17,394	18,272	19,228	20,980
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,072	2,057	2,681	3,187	3,654
Tổng vốn chủ sở hữu	15,523	19,450	20,953	22,415	24,634
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,481	30,753	33,474	39,356	38,990
BVPS (đ)	16,828	17,202	16,282	17,134	18,695
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,616	4,002	8,301	8,397	4,999

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,220	1,309	2,113	2,310	3,268
Khấu hao	15.0	8.14	17.6	17.6	17.6
Lãi vay thuần	(97.9)	(179)	(140)	(183)	(164)
Thuế TNDN đã nộp	(807)	(378)	(517)	(578)	(796)
Thay đổi vốn lưu động	(996)	(4,052)	(4,914)	(260)	2,511
Khác	(218)	(357)	44.7	(295)	(570)
LCT thuần từ HKKD	(1,556)	(4,252)	(4,175)	111	3,397
Đầu tư TS dài hạn	(183)	(94.7)	(253)	(207)	0.80
Góp vốn & đầu tư	(254)	0	0	0	0
Thanh lý	3,191	0.29	0	0	0
Khác	73.2	(219)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	2,826	(314)	(253)	(207)	0.80
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	132	3,179	129	0	0
Tăng/giảm nợ	(425)	752	2,744	960	(2,861)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(293)	3,932	2,874	960	(2,861)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,753	3,730	3,096	1,541	2,405
LCT thuần trong kỳ	977	(634)	(1,555)	864	537
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,730	3,096	1,541	2,405	2,942
Dòng tiền tự do	(1,740)	(4,346)	(4,428)	(96.0)	3,398

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	76.0	53.1	41.2	43.1	50.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	57.7	39.7	34.5	36.2	41.8
Tỷ suất LNT (%)	34.3	24.7	13.7	16.5	23.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	31.8	23.6	26.2	27.2	25.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(28.3)	57.0	85.3	4.29	22.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.41)	8.00	61.1	9.36	41.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(44.2)	12.6	2.41	27.7	83.1
Tăng trưởng EPS (%)	(44.1)	(11.5)	(7.36)	25.2	76.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(47.2)	(3.18)	(7.73)	27.7	83.1
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.72	5.25	4.67	5.56	9.16
ROACE (%)	6.20	5.49	7.52	7.50	10.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.09	0.11	0.19	0.17	0.20
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.28)	(3.25)	(1.98)	0.05	1.04
Số ngày tồn kho	13,683	5,263	2,742	3,169	2,857
Số ngày phải thu	1,333	715	252	263	193
Số ngày phải trả	67.1	68.4	17.2	17.2	17.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	37.2	34.0	47.3	62.9	42.1
Nợ/tài sản (%)	33.0	29.3	30.4	36.8	30.2
EBIT/lãi vay (lần)	12.5	7.33	15.1	12.6	20.0
Nợ/EBITDA (lần)	7.25	6.92	4.86	6.33	3.62
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.63	6.90	8.12	5.03	4.62
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	14.7	12.0	7.83	7.53	5.69
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.4	30.3	22.7	20.8	13.6
P/E (lần)	38.7	43.7	47.2	37.7	21.3
P/E ĐC (lần)	46.9	48.4	52.5	41.1	22.4
P/B (lần)	2.08	2.03	2.15	2.04	1.87
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

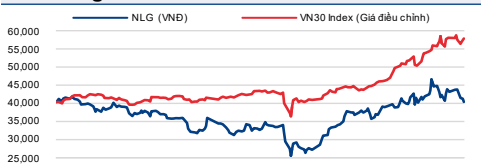
Giá mục tiêu: VNĐ51,600 (từ VNĐ48,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/9/2025)	40,400
Mã Bloomberg	NLG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	25,610-47,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	41,275
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,471
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	586
Slg CP lưu hành (tr.đv)	383
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	191
Slg CP NN được mua (tr.đv)	33.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	41.4%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	hủ tịch, ng liên quan (17.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.94)	6.32	0.09
So với chỉ số	(10.7)	(19.5)	(30.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,704	1,789	(4.7)
2026F	1,675	2,069	(19.0)
2027F	2,244	2,886	(22.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

NLG là công ty tiên phong trong việc phát triển nhà ở bình dân tại Việt Nam, tập trung vào TP.HCM và các vùng phụ cận.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung, CFA

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản

trung.ph@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Đẩy nhanh tiến độ mở bán; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với NLG lên Mua vào và tăng 7% giá mục tiêu lên 51.600đ (tiềm năng tăng giá: 28%). Quỹ đất lớn và doanh số bán nhà vững chắc trong nửa cuối năm 2025 là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 nhưng tăng 21% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 lên 916 tỷ đồng, tăng trưởng 34%. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 41%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong vòng 1 tháng qua, NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 36% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 24 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 24,4 lần.

Sự kiện: Đánh giá lại triển vọng

HSC xem xét lại định giá và dự báo lợi nhuận sau khi đánh giá toàn diện triển vọng ở cấp độ ngành và công ty. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng thị trường đang cải thiện, với số lượng dự án được mở bán ngày càng tăng và nhu cầu vững chắc, đồng thời điều đáng lưu ý rằng lịch mở bán cho dự án Mizuki và Anzen Residence của NLG sớm hơn kỳ vọng của chúng tôi. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh tăng dự báo doanh số bán nhà năm 2025 và dự báo lợi nhuận năm 2027.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026; tăng 21% dự báo lợi nhuận năm 2027

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026. Lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 được dự báo đạt lần lượt 696 tỷ đồng (tăng trưởng 34,4%) và 684 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ). Lợi nhuận năm 2025 dự kiến đến từ lợi nhuận HĐ tài chính (khoảng 250 tỷ đồng) từ dự án Izumi và bàn giao dự án Akari City, Southgate, Cần Thơ. Nếu ngoại trừ các khoản lợi nhuận không thường xuyên, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2025 sẽ đạt 446 tỷ đồng, tăng trưởng 33,5%. Cho năm 2027, chúng tôi tăng 21% dự báo lợi nhuận thuần lên 916 tỷ đồng, chủ yếu do bàn giao căn hộ tại dự án Mizuki và Anzen Residence sớm hơn 1 năm.

Nhìn chung, dự báo lợi nhuận của chúng tôi cao hơn 5% so với bình quân dự báo thị trường cho năm 2025 nhưng thấp hơn 13-54% bình quân dự báo thị trường cho năm 2026-2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt 14%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 36% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 24 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 24,4 lần.

HSC tăng 7,1% giá mục tiêu lên 51.600đ, đa phần nhờ tăng dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% so với RNAV để xác định giá mục tiêu vì cho rằng cổ phiếu nên giao dịch với mức chiết khấu nhỏ hơn dựa trên triển vọng được cải thiện, với doanh số bán nhà tăng mạnh trong bối cảnh ngành đang cải thiện. Chúng tôi nhận thấy giá trị ở quỹ đất lớn mà NLG đã thanh toán gần như toàn bộ tiền sử dụng đất, nên nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 28%.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	659	1,784	1,087	1,288 ▼	1,063 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	484	512	696	684	916 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,186	1,254	1,704	1,675	2,244 ▲
DPS (đồng)	200	500	500	500	500
BVPS (đồng)	24,386	25,118	26,426	27,702	29,582
EV/EBITDA ĐC (lần)	29.0	9.57	10.5	8.77	10.3
P/E ĐC (lần)	34.1	32.2	23.7	24.1	18.0
Lợi suất cổ tức (%)	0.50	1.24	1.24	1.24	1.24
P/B (lần)	1.66	1.61	1.53	1.46	1.37
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.1)	5.80	35.9	(1.72)	34.0
ROAE (%)	5.27	5.38	7.01	6.56	8.31

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng 21% dự báo lợi nhuận năm 2027

HSC nâng khuyến nghị đối với NLG lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 7% giá mục tiêu lên 51.600đ (tiềm năng tăng giá 28%), nhờ có quỹ đất lớn và doanh số bán nhà vững chắc trong nửa cuối năm 2025. Cho năm 2025-2026, dự báo lợi nhuận thuần được giữ nguyên lần lượt ở mức 696 tỷ đồng (tăng trưởng 34%) và 684 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ) nhưng tăng 21% dự báo lợi nhuận năm 2027 lên 916 tỷ đồng (tăng trưởng 34%), cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 lần lượt ở mức 21%/41%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, NLG giao dịch ở mức chiết khấu 36% so với RNAV (sát với mức bình quân 3 năm) và cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 24 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với mức bình quân 3 năm.

Cập nhật doanh số bán nhà

Lưu ý, doanh số bán nhà nửa đầu năm 2025 đạt 3.334 tỷ đồng, tăng 24% so với cùng kỳ, hoàn thành 23% mục tiêu cho cả năm của Công ty (14,6 nghìn tỷ đồng).

Trong tháng 7, NLG đã mở bán dự án Anzen Residence (887 căn Ehome, phường An Hải, Hải Phòng) và trong tháng 8, Công ty đã mở bán 24 căn hộ thấp tầng còn lại tại dự án Mizuki Park (26 ha, TP.HCM), và 817 căn hộ cao tầng dự kiến sec được mở bán trong tháng 12. Các đợt mở bán này diễn ra sớm hơn kỳ vọng trước đó của chúng tôi là trong năm 2026.

Trong khi đó, việc mở bán dự án Paragon (45 ha, Đồng Nai) và Izumi City (170 ha, Đồng Nai) bị trì hoãn đến tháng 11-12 (so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi là vào tháng 9). NLG cũng đã hoàn tất chuyển nhượng 15% cổ phần tại dự án Izumi và sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận khoảng 250 tỷ đồng trong Q3/2025, theo dự báo khá thận trọng của chúng tôi.

Do đó, HSC bổ sung dự án Anzen và Mizuki vào dự báo doanh số bán nhà năm 2025 nhưng cắt giảm dự án Izumi và Paragon. Do đó, dự báo doanh số bán nhà năm 2025 được điều chỉnh tăng 18% lên 12,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 142%). Chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo doanh số bán nhà năm 2026-2027 ở mức 14,7 nghìn tỷ đồng mỗi năm, cho thấy mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 42%. Doanh số bán nhà vững chắc trong giai đoạn 2025-2027 sẽ chuyển thành lợi nhuận tích cực trong giai đoạn này.

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026. Lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 được dự báo đạt lần lượt 696 tỷ đồng (tăng trưởng 34,4%) và 684 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ). Lợi nhuận năm 2025 dự kiến đến từ lợi nhuận HĐ tài chính (khoảng 250 tỷ đồng) từ dự án Izumi và bàn giao dự án Akari City, Southgate, Cần Thơ. Nếu ngoại trừ các khoản lợi nhuận không thường xuyên, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2025 sẽ đạt 446 tỷ đồng, tăng trưởng 33,5%. Lợi nhuận thuần năm 2026 dự kiến sẽ đến từ hoạt động bàn giao căn hộ tại các dự án Southgate, Cần Thơ, Izumi.

Trong khi đó, cho năm 2027, chúng tôi tăng 21% dự báo lợi nhuận thuần lên 916 tỷ đồng, đa phần do bàn giao căn hộ tại dự án Mizuki và Anzen Residence sớm hơn 1 năm. Lợi nhuận năm 2027 sẽ được hỗ trợ bởi các dự án Mizuki, Izumi, Paragon, Southgate, Anzen và Cần Thơ.

Chúng tôi dự báo không có khoản lợi nhuận ngoài HĐKD cốt lõi nào khác trong năm 2026-2027. Tuy nhiên, dự báo mới vẫn cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 21%/41%. Chúng tôi trình bày dự báo lợi nhuận mới cho NLG trong Bảng 28.

Bảng 28: Dự báo mới lợi nhuận, NLG

Dự báo lợi nhuận thuần/ lợi nhuận 'cốt lõi' giai đoạn 2025-2027 tăng trưởng với CARG là 21% / 41%

Tỷ đồng	2024A	2025	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2023-26 CAGR
Tổng doanh thu	7,196	6,085	0.5%	-15.4%	6,002	2.4%	-1.4%	6,082	2.8%	1.3%	-5.5%
Lợi nhuận gộp	3,068	2,437	4.7%	-20.6%	2,587	-5.5%	6.1%	2,405	-6.2%	-7.0%	-7.8%
Doanh thu HĐ tài chính	337	472	0.6%	40.1%	199	-1.2%	-57.7%	215	-3.1%	7.8%	-13.9%
Thu nhập từ cty LD, LK	100	74	22.0%	-25.4%	142	344.0%	90.9%	611	48.9%	329.8%	82.9%
Lợi nhuận thuần	512	696	1.0%	35.9%	684	-1.0%	-1.7%	916	20.9%	34.0%	21.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	184	250	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận "cốt lõi"	328	446	1.6%	35.9%	684	-1.0%	53.4%	916	20.9%	34.0%	40.8%

Nguồn: HSC

Tăng 7,1% giá mục tiêu, nâng khuyến nghị lên Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 7,1% giá mục tiêu lên 51.600đ, đa phần nhờ tăng dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận. Chúng tôi giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống 20% (so với bình quân 3 năm ở mức 37%) để xác định giá mục tiêu vì cho rằng cổ phiếu nên giao dịch với mức chiết khấu nhỏ hơn dựa trên triển vọng được cải thiện, với doanh số bán nhà tăng mạnh trong bối cảnh ngành đang cải thiện. Chi tiết như sau:

Các giả định chính như sau:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá các dự án đang triển khai, bao gồm Southgate (Waterpoint 165ha), Akari City, Mizuki Park, Cần Thơ 1, VSIP, Paragon và Izumi (Waterfront).
- Đối với quỹ đất còn lại – Vàm Cỏ Đông hoặc Waterpoint giai đoạn 2 – chúng tôi áp dụng phương pháp định giá so sánh do chưa nhận được kế hoạch phát triển chi tiết của 2 dự án này. Chúng tôi cũng áp dụng giá chào bán bình quân đối với đất nông nghiệp ở Long An với mức chiết khấu thanh khoản thấp là 20% do diện tích đất lớn (190ha).
- Đối với các tài sản và quỹ đất khác, chúng tôi định giá theo giá trị sổ sách do có rất ít thông tin về các khoản này.
- Giả định WACC của NLG là 13,2% (không đổi). Cụ thể, chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4% và tiếp tục áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25% sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%. Hệ số beta là 1,2 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg).
- Thời điểm định giá là giữa năm 2026 (không đổi)

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 29. Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh trong Bảng 30 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 31.

Bảng 29: Định giá, NLG (tỷ đồng)

Dự án	Tỷ lệ sở hữu của NLG	Giá trị (giữa năm-2026)	Phương pháp
Southgate	65%	1,502	DCF
Waterpoint phase 2	100%	4,169	Comparable
Akari City	50%	1,260	DCF
Paragon	50%	2,228	DCF
Mizuki Park	50%	691	DCF
Izumi	50%*	6,071	DCF
Capital Tower	100%	275	NOI/Cap rate
VSIP	50%	1,106	DCF
Anzen Residence	100%	1,437	DCF
Cần Thơ 1	100%	160	DCF
Dự án khác	100%	800	Book value
Tổng giá trị tài sản		19,699	
(-) Tiền mặt/(nợ) thuần		5,129	
RNAV		24,828	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		385.1	
RNAV/cổ phiếu (đồng)		64,500	
Chiết khấu so với RNAV		20%	
Giá mục tiêu (đồng)		51,600	

Ghi chú: (*) chúng tôi hạ tỷ lệ sở hữu của NLG xuống 50% (từ 65%), tăng tiền thuần từ khoản tiền bán cổ phần và loại trừ nợ liên quan đến Izumi khỏi nợ trên báo cáo hợp nhất của NLG.
Nguồn: HSC

Bảng 30: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định chính, NLG (đồng/cp)

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 10,3%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH					
		9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%
	3.0%	53,000	52,600	52,300	51,900	51,600
	3.5%	52,700	52,300	51,900	51,600	51,300
	4.0%	52,400	52,000	51,600	51,300	51,000
	4.5%	52,100	51,700	51,400	51,000	50,700
	5.0%	51,800	51,400	51,100	50,700	50,500

Nguồn: HSC

Bảng 31: Phân tích độ nhạy đối với các giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, NLG

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	10.0%	15.0%	20%	25.0%	30.0%
Giá mục tiêu (đồng)	58,041	54,816	51,600	48,367	45,143
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	43.7%	35.7%	27.7%	19.7%	11.7%

Nguồn: HSC

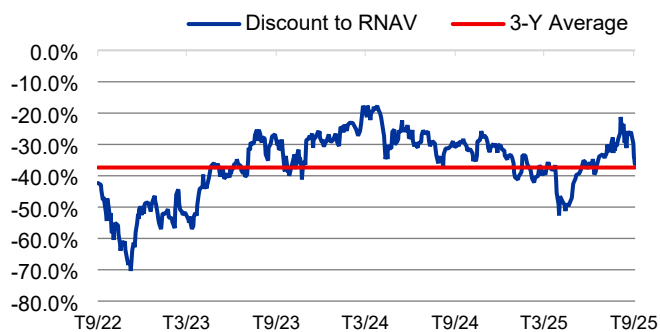
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 36% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 24 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 24,4 lần.

Chúng tôi nhận thấy giá trị ở quỹ đất dồi dào (đã trả gần hết tiền sử dụng đất), giúp NLG nổi bật so với các nhà phát triển BĐS khác trong bối cảnh luật đất đai mới làm tăng chi phí đất cho các dự án. Trong năm 2025, doanh số bán nhà dự kiến tăng mạnh, đặc biệt tại các dự án Southgate và Mizuki (cũng như việc hoàn thiện quy hoạch chi tiết 1/500 mới và việc mở bán trở lại dự án Izumi và Paragon) sẽ là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu. Chúng tôi cũng nâng khuyến nghị đối với NLG lên Mua vào giữ (từ Tăng tỷ trọng).

Biểu đồ 32: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, NLG

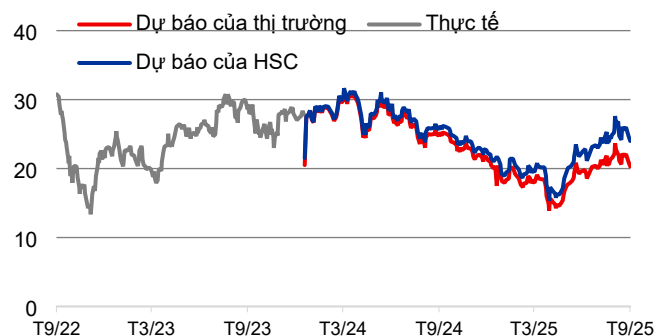
NLG đang giao dịch ở mức chiết khấu 36% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 37%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 33: P/E trượt dự phóng 1 năm, NLG

NLG có P/E trượt dự phóng 1 năm là 24 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,181	7,196	6,085	6,002	6,082
Lợi nhuận gộp	1,562	3,068	2,437	2,587	2,405
Chi phí BH&QL	(980)	(1,390)	(1,394)	(1,342)	(1,385)
Thu nhập khác	26.6	55.9	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	608	1,734	1,043	1,245	1,019
Lãi vay thuần	(58.5)	5.38	186	(85.3)	(55.2)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	418	99.7	74.4	142	611
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	968	1,839	1,304	1,302	1,575
Chi phí thuế TNDN	(168)	(457)	(270)	(231)	(184)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(317)	(869)	(337)	(387)	(474)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	484	512	696	684	916
Lợi nhuận thuần ĐC	456	483	656	645	864
EBITDA ĐC	659	1,784	1,087	1,288	1,063
EPS (đồng)	1,257	1,330	1,807	1,776	2,380
EPS ĐC (đồng)	1,186	1,254	1,704	1,675	2,244
DPS (đồng)	200	500	500	500	500
Sig CP bình quân (triệu đv)	385	385	385	385	385
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	385	385	385	385	385
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	385	385	385	385	385

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,540	5,443	8,904	9,461	10,458
Đầu tư ngắn hạn	1,050	792	792	792	792
Phải thu khách hàng	3,634	2,629	3,158	3,110	3,166
Hàng tồn kho	17,348	17,993	6,519	6,840	6,840
Các tài sản ngắn hạn khác	736	692	727	763	801
Tổng tài sản ngắn hạn	25,309	27,549	20,099	20,966	22,057
TSCĐ hữu hình	63.8	72.1	80.4	88.7	97.0
TSCĐ vô hình	82.4	70.8	59.2	47.7	36.1
Bất động sản đầu tư	299	316	289	262	235
Đầu tư dài hạn	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,217	1,792	5,555	6,419	7,364
Tài sản dài hạn khác	628	506	769	1,040	1,040
Tổng tài sản dài hạn	3,293	2,759	6,756	7,859	8,774
Tổng cộng tài sản	28,602	30,308	26,854	28,826	30,832
Nợ ngắn hạn	2,402	2,887	2,918	3,097	3,536
Phải trả người bán	1,175	1,027	908	850	915
Nợ ngắn hạn khác	2,246	2,810	2,955	3,108	3,276
Tổng nợ ngắn hạn	9,887	10,148	10,581	11,465	12,137
Nợ dài hạn	3,705	4,074	1,827	2,109	2,357
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,049	1,053	1,053	1,053	1,053
Nợ dài hạn khác	380	425	394	321	210
Tổng nợ dài hạn	5,135	5,553	3,274	3,484	3,620
Tổng nợ phải trả	15,074	15,742	13,897	14,990	15,798
Vốn chủ sở hữu	9,383	9,672	10,176	10,667	11,391
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,145	4,894	2,781	3,168	3,642
Tổng vốn chủ sở hữu	13,528	14,566	12,957	13,835	15,033
Tổng nợ phải trả và VCSH	28,602	30,308	26,854	28,826	30,832
BVPS (đ)	24,386	25,118	26,426	27,702	29,582
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,567	1,518	(4,158)	(4,255)	(4,566)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	608	1,734	1,043	1,245	1,019
Khấu hao	(51.0)	(50.1)	(43.6)	(43.6)	(43.6)
Lãi vay thuần	(58.5)	5.38	186	(85.3)	(55.2)
Thuế TNDN đã nộp	(333)	(240)	(270)	(231)	(184)
Thay đổi vốn lưu động	(2,116)	192	4,314	394	140
Khác	99.2	(20.5)	(31.7)	(72.2)	(112)
LCT thuần từ HKKD	(2,186)	1,203	4,813	1,094	637
Đầu tư TS dài hạn	(26.9)	(34.6)	(277)	(284)	(13.4)
Góp vốn & đầu tư	(880)	(55.0)	1,174	(722)	(335)
Thanh lý	233	323	0	0	0
Khác	896	794	159	199	215
LCT thuần từ HĐĐT	222	1,028	1,056	(806)	(133)
Cổ tức trả cho CSH	(187)	(194)	(193)	(193)	(193)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	918	867	(2,216)	461	686
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	731	672	(2,408)	269	494
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,773	2,540	5,443	8,904	9,461
LCT thuần trong kỳ	(1,233)	2,903	3,460	557	997
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,540	5,443	8,904	9,461	10,458
Dòng tiền tự do	(2,213)	1,168	4,536	811	623

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	49.1	42.6	40.1	43.1	39.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.7	24.8	17.9	21.5	17.5
Tỷ suất LNT (%)	15.2	7.12	11.4	11.4	15.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.3	24.9	20.7	17.7	11.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(26.7)	126	(15.4)	(1.35)	1.33
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(26.2)	171	(39.1)	18.5	(17.5)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(12.9)	5.88	35.9	(1.72)	34.0
Tăng trưởng EPS (%)	(13.2)	5.80	35.9	(1.72)	34.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.1)	5.80	35.9	(1.72)	34.0
Tăng trưởng DPS (%)	(76.7)	150	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	15.9	37.6	27.7	28.1	21.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.27	5.38	7.01	6.56	8.31
ROACE (%)	3.29	8.92	5.73	7.40	5.65
Vòng quay tài sản (lần)	0.11	0.24	0.21	0.22	0.20
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(3.59)	0.69	4.61	0.88	0.62
Số ngày tồn kho	3,910	1,591	652	731	679
Số ngày phải thu	819	232	316	332	314
Số ngày phải trả	265	90.8	90.8	90.8	90.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	78.7	47.0	(7.44)	(2.29)	(4.87)
Nợ/tài sản (%)	34.7	32.9	30.3	32.0	32.1
EBIT/lãi vay (lần)	10.4	N/a	N/a	14.6	18.5
Nợ/EBITDA (lần)	15.0	5.60	7.49	7.15	9.32
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.56	2.71	1.90	1.83	1.82
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.01	2.37	1.87	1.88	1.81
EV/EBITDA ĐC (lần)	29.0	9.57	10.5	8.77	10.3
P/E (lần)	32.1	30.4	22.4	22.7	17.0
P/E ĐC (lần)	34.1	32.2	23.7	24.1	18.0
P/B (lần)	1.66	1.61	1.53	1.46	1.37
Lợi suất cổ tức (%)	0.50	1.24	1.24	1.24	1.24

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Năm giữ (giữ nguyên)

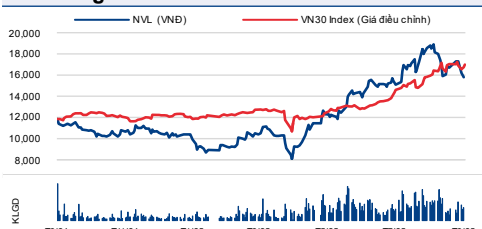
Giá mục tiêu: VNĐ15,300 (từ VNĐ15,600)

Tiềm năng tăng/giảm: -2.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/9/2025)	15,700
Mã Bloomberg	NVL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	8,100-18,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,988
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	30,617
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,160
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,950
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	956
Slg CP NN được mua (tr.đv)	878
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.97%
Tỷ lệ freefloat	68.2%
Cổ đông lớn	Chủ tịch (17.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(16.5)	12.9	32.5
So với chỉ số	(21.6)	(14.4)	(7.59)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	(382)	(286)	33.7
2026F	423	55.9	656.9
2027F	1,224	1,979	(38.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

NVL là nhà phát triển khu dân cư phân khúc trung cấp đến cao cấp uy tín tại TP.HCM. Công ty cũng mở rộng sang phát triển các thành phố vệ tinh & BDS nghỉ dưỡng

Chuyên viên phân tích

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Thị giá phản ánh giá trị hợp lý; Duy trì khuyến nghị Năm giữ

- HSC giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 15.300đ (rủi ro giảm giá 2,5%), dựa trên việc điều chỉnh các giả định sau khi NVL công bố KQKD nửa đầu năm 2025, cùng với các thông tin được BLĐ công bố tại cuộc họp báo cáo lợi nhuận và ĐHCĐ bất thường trong thời gian gần đây.
- Chúng tôi cũng điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và đưa ra các giả định mới về thời điểm mở bán dự án, cùng với quan điểm thận trọng hơn về xu hướng nhu cầu hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng NVL sẽ có lãi trở lại trong năm 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10,7% trong 1 tháng qua do HOSE đưa cổ phiếu vào danh sách không đủ điều kiện giao dịch ký quỹ, NVL hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 25,6% so với ước tính RNAV/cp, sát với bình quân 3 năm ở mức 32,6% - cổ phiếu sát với giá trị hợp lý nhờ có triển vọng trong tương lai.

Sự kiện: Cập nhật sau khi công bố KQKD Q2/2025, cuộc họp báo cáo lợi nhuận và ĐHCĐ bất thường

HSC cập nhật các thông tin liên quan đến các dự án của NVL và tình trạng pháp lý từ KQKD Q2/2025, cuộc họp báo cáo lợi nhuận được tổ chức ngày 31/7/2025 và ĐHCĐ bất thường diễn ra ngày 7/8/2025.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, nhưng giảm dự báo cho năm 2025

HSC dự báo lỗ thuần sẽ trầm trọng hơn trong năm 2025, lên 795 tỷ đồng (so với 596 tỷ đồng trước đó), sau đó sẽ có lãi trở lại trong năm 2026 và 2027, lần lượt ở mức 1.097 tỷ đồng và 2.457 tỷ đồng (tăng trưởng 1,8 lần), trên doanh thu 7,1 nghìn tỷ đồng (giảm 21,5% so với cùng kỳ), 12,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 69,8%) và 21,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 78,9%).

Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận sau khi điều chỉnh thời gian mở bán dự án, xét đến các thông tin do Công ty cung cấp và cả quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về xu hướng đang diễn ra trên thị trường, đặc biệt khi nhu cầu ở thực hiện đang là yếu tố then chốt. Tuy nhiên, dự báo mới của chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng NVL sẽ có lãi trở lại trong năm 2026.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10,7% trong 1 tháng qua, chủ yếu do HOSE đưa cổ phiếu vào danh sách không đủ điều kiện giao dịch ký quỹ và sau khi Công ty ghi nhận lỗ thuần trên BCTC nửa đầu năm 2025 đã kiểm toán, NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 25,6% so với ước tính RNAV/cp, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 32,6%. Chúng tôi giảm nhẹ giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 15.300đ, cho thấy rủi ro giảm giá 2,5%. Mặc dù có một số cải thiện về mặt pháp lý và thanh khoản, chúng tôi vẫn lo ngại về số dư của NVL và tỷ lệ hấp thụ của các dự án sắp triển khai/khởi động lại chưa ổn định - nhất là trong bối cảnh xu hướng đang diễn ra trên thị trường, nơi người mua nhà đang hướng đến các dự án phục vụ cho "nhu cầu ở thực" ở các đô thị loại 1, thậm chí chuyển sang thị trường thứ cấp thay vì các sản phẩm tại các đô thị loại 2 và loại 3.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(799)	(2,193)	468 ▲	2,321 ▲	4,484 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	606	(6,412)	(795) ▼	880 ▲	2,544 ▼
EPS ĐC (đồng)	291	(3,084)	(382) ▼	423 ▲	1,224 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	19,510	19,423	19,015	19,466	20,771
EV/EBITDA ĐC (lần)	(106)	(39.9)	190	40.6	20.4
P/E ĐC (lần)	53.9	N/a	N/a	37.1	12.8
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.80	0.81	0.83	0.81	0.76
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	87.6	211	189
ROAE (%)	1.60	(16.9)	(2.12)	2.34	6.48

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Những cải thiện đáng chú ý về mặt pháp lý & thanh khoản

Những tiến triển đáng chú ý gần đây trong việc giải quyết các vướng mắc pháp lý tại nhiều dự án của NVL, đặc biệt là dự án Aqua City, NovaWorld Phan Thiết và Victoria Village, cùng với sự kiên nhẫn của các chủ nợ đã tạo nền tảng cho sự chuyển biến lợi nhuận sắp tới. Tuy nhiên, HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng do (1) nhiều dự án nằm ở các tỉnh cấp 2, làm dấy lên lo ngại về tỷ lệ hấp thụ, đặc biệt đối với các sản phẩm nghỉ dưỡng, và (2) tình hình nợ phức tạp của Công ty. Mặc dù chúng tôi đã điều chỉnh dự báo lợi nhuận và dự báo sẽ ghi nhận lợi nhuận trở lại trong năm 2026, nhưng diễn biến giá cổ phiếu trong tháng qua đã đẩy giá cổ phiếu về sát với mức mà chúng tôi cho là giá trị hợp lý.

Trong báo cáo này, chúng tôi cập nhật về các dự án của NVL và tình trạng pháp lý dựa trên [KQKD Q2/2025](#) của Công ty, thông tin chi tiết được đưa ra tại cuộc họp báo cáo lợi nhuận vào ngày 31/7/2025 và ĐHĐCĐ bất thường diễn ra ngày 7/8/2025. Trước những diễn biến này, chúng tôi đã cập nhật dự báo lợi nhuận, định giá và khuyến nghị đối với NVL.

Pháp lý: Kỳ vọng đà tăng trưởng tích cực sẽ tiếp diễn, với các sự kiện chính trong nửa cuối năm 2025

Tính đến ngày 31/7/2025, tình trạng các dự án của NVL như sau, theo BLĐ:

Bảng 34: Tiến độ pháp lý các dự án, NVL

Dự kiến hầu hết các thủ tục pháp lý sẽ được giải quyết trong nửa cuối năm 2025 đến quý 1/2026, qua đó cho phép các dự án được khởi động trở lại từ năm tài chính 2026.

Dự án	Quy hoạch 1/500	Tiền sử dụng đất (LUR)	Giấy phép xây dựng	Giấy phép bán hàng
1. TP.HCM				
The Grand Manhattan	✓	Q4/25	✓	2 tháng sau khi hoàn thành đóng tiền sử dụng đất
Sunrise Riverside	✓	✓	✓	✓
Victoria Village	✓	✓	✓	Cao tầng: Q3/25
Palm City	Cao tầng: 3Q25	✓	Cao tầng: Q4/25	Cao tầng: Q2/26
2. Aqua City – Đồng Nai				
Aqua Waterfront City	✓	Q4/25	Hạ tầng điều chỉnh Q4/25	Đã được cấp phép một phần, phần còn lại dự kiến trong Q1/26
Aqua Riverside City	✓	Q4/25	Hạ tầng điều chỉnh Q4/25	Đã được cấp phép một phần, phần còn lại dự kiến trong Q1/26
Aqua City	✓	Q4/25	Hạ tầng điều chỉnh Q4/25	Đã được cấp phép một phần, phần còn lại dự kiến trong Q1/26
Aqua Marina City	✓	Q4/25	Hạ tầng điều chỉnh Q4/25	Q1/26
Phoenix Island	✓	3Q25	Q4/25	6 tháng đầu năm 2026
3. NovaWorld Hồ Tràm – Bình Châu, TP.HCM (Vùng Tàu cũ)				
Habana Island	✓	✓	✓	n/a
Happy Beach	✓	✓	✓	n/a
Morito	✓	✓	✓	n/a
The Tropicana	✓	✓	✓	n/a
Wonderland	✓	✓	✓	n/a
4. NovaWorld Phan Thiết – Lâm Đồng (Bình Thuận cũ)				
	✓	Xác định Q3/25 Thanh toán Q4/25	Hạ tầng điều chỉnh Q4/25	n/a

Nguồn: NVL, HSC

Dựa trên những thông tin mới cập nhật này, chúng tôi đưa ra các mốc thời gian quan trọng trong việc hoàn thành các thủ tục pháp lý của NVL, theo thứ tự quan trọng.

- NovaWorld Phan Thiết – NVL dự kiến hoàn thành việc tiền thanh toán quyền sử dụng đất một lần trong nửa cuối năm 2025, đa phần sát với dự báo.
- Aqua City – Công ty dự kiến nộp thêm tiền sử dụng đất (không đáng kể) trong Q4/2025 và nhận được giấy phép mở bán trong nửa đầu năm 2026, chậm hơn một

chút so với kỳ vọng của chúng tôi là nhận được giấy phép mở bán trong nửa cuối năm 2025.

- The Grand Manhattan – Công ty dự kiến hoàn thành việc nộp tiền sử dụng đất trong Q4/2025 so với kỳ vọng của chúng tôi là vào năm 2026. Dự án này đã hoàn thành 80-90% nhưng bị đình trệ do vấn đề tiền sử dụng đất.

Bảng 35: Tiến độ phát triển dự án, NVL

Dự án	Giải phóng mặt bằng	Hạ tầng kỹ thuật	Xây nhà	Bàn giao
1. TP.HCM				
The Grand Manhattan	✓	✓	Đang xây dựng hoàn thành: Q2/26	2026-2027
Sunrise Riverside	✓	✓	✓	Đang bàn giao Hoàn thành: Q2/26
Victoria Village	✓	✓	Đang xây dựng hoàn thành: Q1/26	Cao tầng Q2 - Q4/26
Palm City	✓	✓	Cao tầng: Q2/27	Cao tầng Q4/27
2. Aqua City				
Aqua Waterfront City	Hoàn thành dự kiến: Q4/25	Q1/26	Đã hoàn thành: 596 sản phẩm Hoàn thành: Q3/26	Đã bàn giao: 114 sản phẩm Còn lại: 2025-2027
Aqua Riverside City	Hoàn thành dự kiến: Q1/26	Q1/26	Đã hoàn thành: 420 sản phẩm Hoàn thành: Q1/26	Đã bàn giao: 192 sản phẩm Còn lại: 2026-2028
Aqua City	✓	Q1/26	Đã hoàn thành: 752 sản phẩm Hoàn thành: Q4/26	Đã bàn giao: 634 sản phẩm Còn lại: 2025-2027
Aqua Marina City	✓	Q1/26	Q3/26	2026-2027
Phoenix Island	Hoàn thành dự kiến: Q1/26	Q1/26	Q4/26	2026-2028
3. NovaWorld Hồ Tràm				
Habana Island	✓	Đang xây dựng Hoàn thành: 3Q25	Đã hoàn thành: 261 sản phẩm Còn lại: Q4/26	Đang bàn giao Hoàn thành: Q4/2026
Happy Beach	✓	Đang xây dựng Hoàn thành: Q2/26	Đã hoàn thành: 332 sản phẩm Còn lại: Q2/26	2026
Morito	✓	Đang xây dựng Hoàn thành: Q4/26	Đang xây dựng Hoàn thành: Q4/26	2026-2027
The Tropicana	✓	Đang xây dựng Hoàn thành: 2Q27	Đã hoàn thành 1 phần Còn lại: 1H27	Phần Còn lại: 2026-2028
Wonderland	✓	✓	✓	Đang bàn giao Hoàn thành: Q4/25
4. NovaWorld Phan Thiết				
	Đã hoàn thành 1 phần Còn lại: 2026	Đã hoàn thành 1 phần Còn lại: Q2/27	Đã hoàn thành 1 phần Còn lại: Q4/27	Đã hoàn thành 1 phần Còn lại: 2026 – 2030

Nguồn: NVL, HSC

So với đầu năm, NVL đã có những tiến triển đáng kể trong việc giải quyết các vấn đề pháp lý liên quan đến dự án. Ví dụ như dự án Aqua City đã có quy hoạch chi tiết 1/500 trước 6 tháng so với mốc thời gian trước đó của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng những chuyển biến tích cực này sẽ tiếp diễn, tạo điều kiện cho NVL khởi động lại các dự án trong năm 2026.

Tuy nhiên, (ngoại trừ dự án The Grand Manhattan, do có vị trí đắc địa tại quận 1, TP.HCM), chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng vì phần lớn các dự án của NVL nằm ở các tỉnh cấp 2, 3, làm dấy lên lo ngại về tỷ lệ hấp thụ (đặc biệt là các sản phẩm nghỉ dưỡng tại NovaWorld Hồ Tràm và NovaWorld Phan Thiết). Điều này đặc biệt quan trọng khi người mua nhà đang quan tâm các dự án phục vụ cho “nhu cầu ở thực” tại các tỉnh cấp 1, khu vực dự kiến sẽ có nguồn cung tăng mạnh – làm nhu cầu gia tăng.

Nợ: Tiếp tục được ngân hàng hỗ trợ; Hoán đổi tài sản để giảm bớt áp lực; nhưng tình trạng chậm thanh toán vẫn còn.

- Tính đến Q2/2025, tổng nợ tài chính của NVL tăng nhẹ lên 61,1 nghìn tỷ đồng (tăng 4,4% so với cùng kỳ và tăng 4,3% so với quý trước). Khoảng 379 tỷ đồng trái phiếu

doanh nghiệp ngắn hạn đã được phân loại lại trong quý, nhưng tổng số tiền NVL dự kiến phải trả trong 12 tháng tới tiếp tục tăng nhẹ – lên mức đáng kinh ngạc là 32,3 nghìn tỷ đồng (giảm 5,1% so với cùng kỳ và 0,5% so với quý trước).

- Nợ vay ngân hàng: sau những cải thiện đáng kể liên quan đến tình trạng pháp lý tại các dự án của NVL, các ngân hàng tiếp tục bơm 6,5 nghìn tỷ đồng vào NVL (trong tổng số hạn mức tín dụng cam kết 15 nghìn tỷ đồng, chỉ dành riêng cho hoạt động phát triển dự án).

Trái phiếu:

- NVL đã giảm thêm nghĩa vụ nợ sau khi giảm tỷ lệ sở hữu tại dự án Thạnh Mỹ Lợi trong Q4/2024 (từ 70% xuống 51%), thanh toán 6,6 nghìn tỷ đồng/7 nghìn tỷ đồng trái phiếu trong nước (phát hành thông qua Công ty Chứng khoán VPS).
- Trong nửa đầu năm 2025, NVL chỉ thanh toán 73 tỷ đồng nợ (trong tổng số 3,4 nghìn tỷ đồng chậm thanh toán, theo báo cáo mới nhất chúng tôi phát hành vào tháng 5). Theo BLĐ, NVL đã bước đầu đạt được thỏa thuận tái cấu trúc với các chủ nợ và chủ sở hữu trái phiếu cho khoản nợ 14,5 nghìn tỷ đồng, bằng khoảng một nửa tổng giá trị trái phiếu còn lại là 30,2 nghìn tỷ đồng.

Hoán đổi tài sản: Ngoài việc giảm nợ thông qua việc hoán đổi cổ phần dự án nói trên, NVL cũng đã [thanh toán một khoản nợ](#) với CTCP Đầu tư Thương mại SMC (HOSE: SMC, chưa khuyến nghị) bằng các sản phẩm BĐS trị giá 279 tỷ đồng.

Bảng 36: Cơ cấu nợ, NVL, Q2/2025 (tỷ đồng)

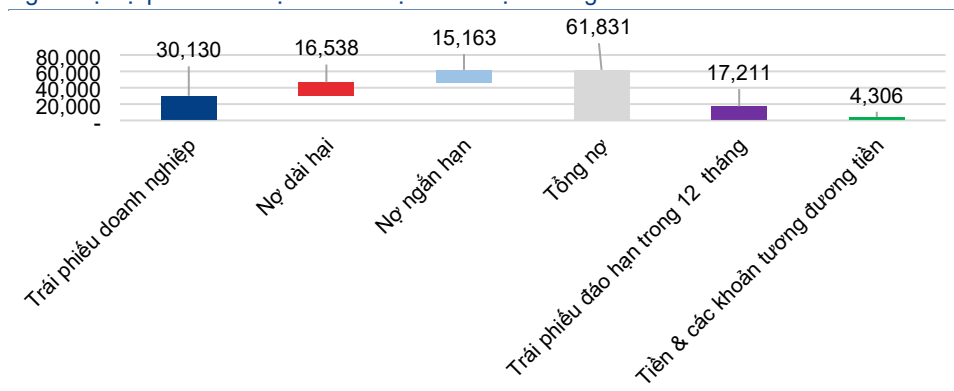
Các ngân hàng tiếp tục bơm vốn vào nỗ lực tái cấu trúc và xây dựng dự án của NVL

Tỷ đồng	Q2/24	Q1/24	Q2/25	So với cùng kỳ	So với quý trước
Nợ ngắn hạn					
Vay ngân hàng	4,637	4,144	4,632	-4.5%	11.8%
Trái phiếu doanh nghiệp	16,439	17,793	17,211	8.5%	-3.3%
Vay bên thứ 3	9,448	10,212	10,470	4.1%	2.5%
Chi phí phát hành trái phiếu	59	59	(53)	N/m	N/m
Nợ bên liên quan	(83)	(45)	61	-172.9%	-236.2%
Tổng nợ ngắn hạn	30,499	32,164	32,321	5.1%	0.5%
Nợ dài hạn					
Vay ngân hàng	6,065	14,532	16,537	182.5%	13.8%
Trái phiếu doanh nghiệp	22,222	12,701	13,081	-42.6%	3.0%
Vay bên thứ 3	611	0	1	N/m	140.0%
Chi phí phát hành trái phiếu	(181)	-	-	-100.0%	N/m
Tổng nợ dài hạn	28,716	27,094	29,510	3.7%	8.9%
Tổng cộng nợ	59,215	59,257	61,831	4.4%	4.3%

Nguồn: NVL, HSC

Biểu đồ 37: Cơ cấu nợ tính đến Q2/2025 (tỷ đồng), NVL

Nghĩa vụ nợ phải trả và vị thế tiền mặt chênh lệch đáng kể



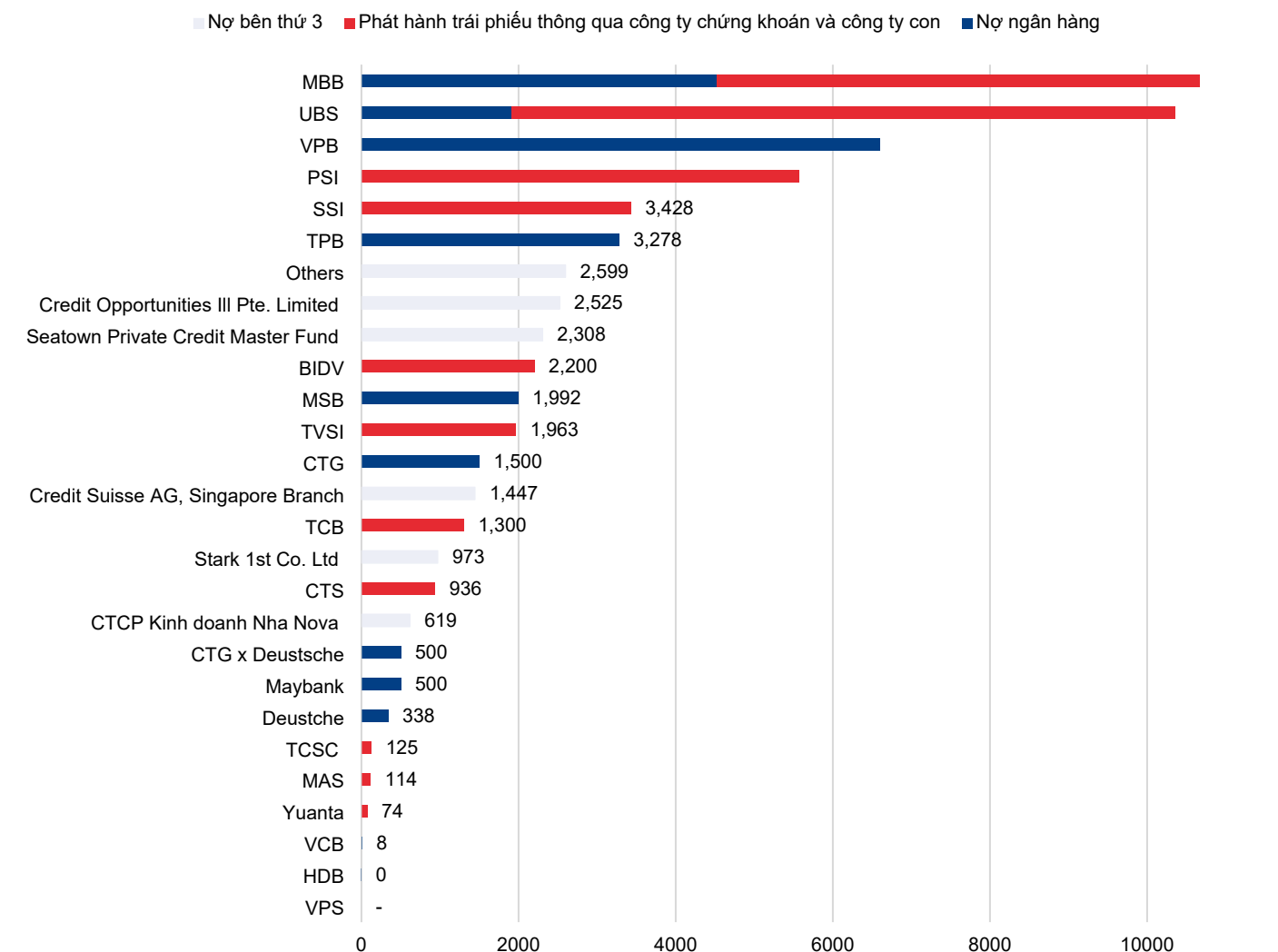
Nguồn: NVL, HSC

Mặc dù nghĩa vụ nợ tổng thể tăng nhẹ, sự thay đổi đáng chú ý trong cơ cấu nợ cho thấy nỗ lực tái cơ cấu của BLĐ bắt đầu mang lại kết quả tích cực. Việc không ngừng giải quyết các vấn đề pháp lý tại các dự án quan trọng được kỳ vọng sẽ giúp Công ty tiếp cận thêm hạn mức tín dụng ngân hàng, vốn rất cần thiết cho việc phát triển các dự án. Từ đó, điều này sẽ cho phép cho NVL thu được các khoản đặt cọc của khách hàng, tạo điều kiện để Công ty bắt đầu thanh toán các khoản nợ vào năm 2027.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn còn thận trọng với triển vọng của Công ty, dựa trên hai mối lo ngại chính: (1) tổng nghĩa vụ nợ còn rất lớn và (2) việc chậm thanh toán vẫn còn tiếp diễn bất chấp sự kiên nhẫn đáng chú ý của các chủ nợ.

Biểu đồ 38: Danh sách các chủ nợ và tỷ trọng nợ tính đến Q1/2025 (tỷ đồng), NVL

Nhiều ngân hàng tiếp tục hỗ trợ NVL, dư nợ cho vay tăng thêm 6,5 nghìn tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2025, trong đó các ngân hàng cho vay gồm TPB: 1,7 nghìn tỷ đồng, VPB : 1,8 nghìn tỷ đồng; MSB: 1,6 nghìn tỷ đồng và MBB: 975 tỷ đồng



Nguồn: NVL, HSC

ĐHĐCĐ bất thường ngày 7/8 – Phê duyệt đề xuất hoán đổi nợ lấy cổ phần

Vào ngày 7/8/2025, ĐHĐCĐ bất thường của NVL tại NovaWorld Phan Thiết đã thông qua (1) kế hoạch phát hành riêng lẻ cổ phiếu để hoán đổi nợ lấy cổ phần và trái phiếu gốc; (2) kế hoạch thực hiện khoản vay chuyển đổi, và (3) việc bầu bổ sung một thành viên vào HĐQT, chi tiết như sau:

(1) Phát hành riêng lẻ để hoán đổi nợ với các chủ nợ

- Số lượng cổ phiếu: 168 triệu cổ phiếu (được định giá 15.747đ/cp).
- Thời gian hạn chế chuyển nhượng: 1 năm.
- Tổng nợ chuyển đổi: 2.645 tỷ đồng, thuộc về Nova Group (2.527 tỷ đồng), Diamond Properties (111 tỷ đồng), cả hai đều liên quan đến Chủ tịch Bùi Thành Nhơn và bà Hoàng Thu Châu (6,7 tỷ đồng). Hiện tại, Nova Group và Diamond Properties lần lượt nắm giữ 335,3 triệu cổ phiếu (17,2%) và 165,4 triệu cổ phiếu (8,5%).
- Thời gian dự kiến: Q4/2025 - Q1/2026, sau khi nhận được phê duyệt từ UBCKNN.

2) Phát hành cổ phiếu để hoán đổi khoản vay chuyển đổi

- Số lượng cổ phiếu: 151 triệu cổ phiếu (giá chuyển đổi 40.000đ/cp).
- Trái phiếu được hoán đổi: Kế hoạch nhằm đến 13 mã trái phiếu được phát hành từ năm 2021 đến năm 2023, với ngày đáo hạn chủ yếu trong giai đoạn 2023-2025. Tổng giá trị trái phiếu gốc là 6.074 tỷ đồng. Khoản nợ này là một phần của tổng số dư nợ còn lại từ năm 2023 mà Novaland đã không thể thanh toán do gặp khó khăn trong HĐKD.
- Sau khi cổ đông thông qua kế hoạch này tại ĐHĐCĐ bất thường diễn ra ngày 7/8/2025, NVL sẽ đàm phán cho một kế hoạch chi tiết hơn với các chủ sở hữu trái phiếu. Kế hoạch này sau đó sẽ được trình lên HĐQT để phê duyệt và sau đó chờ phê duyệt của UBCKNN. Việc phát hành cổ phiếu dự kiến sẽ được triển khai trong năm 2026 – sau khi Công ty nhận được sự chấp thuận từ chủ nợ.

3) Khoản vay chuyển đổi mới 5.000 tỷ đồng

- ĐHĐCĐ bất thường cũng đã thông qua kế hoạch vay chuyển đổi lên đến 5.000 tỷ đồng, với thời hạn 5 năm.
- Bên cho vay có thể chuyển đổi toàn bộ hoặc một phần nợ gốc thành cổ phiếu phổ thông của Công ty. Giá chuyển đổi sẽ dựa trên giá thị trường, nhưng không thấp hơn 115% nhân với giá đóng cửa cổ phiếu NVL tại thời điểm 5 ngày trước ngày giải ngân cuối cùng. HĐQT sẽ phê duyệt kế hoạch chi tiết để triển khai.

Lợi nhuận: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025 & 2027 do thời điểm ghi nhận doanh thu nhưng giữ nguyên quan điểm Công ty có lãi trở lại trong năm 2026.

Trước những diễn biến mới nhất, HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Tuy thấp lợi nhuận dự kiến thấp hơn nhưng yếu tố này tiếp tục củng cố quan điểm của chúng tôi rằng NVL sẽ có lãi trở lại trong năm 2026.

Cụ thể, chúng tôi dự báo lỗ thuần sẽ trầm trọng hơn trong năm 2025, lên 795 tỷ đồng (so với 596 tỷ đồng trước đó), sau đó sẽ có lãi trở lại trong năm 2026 và 2027, lần lượt ở mức 1.097 tỷ đồng và 2.457 tỷ đồng (tăng trưởng 1,8 lần), trên doanh thu 7,1 nghìn tỷ đồng (giảm 21,5% so với cùng kỳ), 12,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 69,8%) và 21,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 78,9%).

Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận sau khi điều chỉnh thời gian mở bán dự án, xét đến các thông tin do Công ty cung cấp và cả quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về xu hướng đang diễn ra trên thị trường, đặc biệt khi nhu cầu ở thực hiện đang là yếu tố then chốt. Đáng chú ý:

- Chúng tôi lùi thời điểm mở bán trở lại của dự án Aqua City sang năm 2026 từ năm 2025, nên doanh số bán nhà của dự án này trong năm 2025 thấp hơn.
- Chúng tôi dự báo tỷ lệ hấp thụ của dự án NovaWorld Phan Thiết trong năm 2026 và 2027 sẽ giảm do nhu cầu đối với các sản phẩm thấp tầng ở các đô thị loại 2 giảm (như đã thảo luận trong phần Báo cáo nhanh về ngành).
- Lợi nhuận năm 2025 dự kiến sẽ nhận được sự hỗ trợ từ các căn hộ sẵn có tại dự án Novaworld Hồ Tràm và Aqua City trong khi lợi nhuận năm 2026 dự kiến đến từ các dự án tại TP.HCM (Victoria Village và Palm City). Hai dự án NovaWorld Phan Thiết và Grand Manhattan dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận chung từ năm 2027.

Chúng tôi có những lưu ý như sau:

- Cho năm 2025, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh để phản ánh khoản lỗ không thường xuyên 1.529 tỷ đồng được ghi nhận trong nửa đầu năm 2025 (so với khoản lỗ 389 tỷ đồng trong Q1/2025). Nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên này, NVL sẽ ghi nhận lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi 428 tỷ đồng.
- **Yếu tố then chốt** – do KQKD sau kiểm toán cho nửa đầu năm 2025 của NVL cho thấy khoản lỗ thuần, cổ phiếu đang phải đối mặt với rủi ro bị đưa vào danh sách kiểm soát đặc biệt (nếu Công ty ghi nhận thêm một khoản lỗ khác trong KQKD sau kiểm toán trong năm 2025). Chúng tôi kỳ vọng BLĐ sẽ không để điều này xảy ra bằng cách xử lý và giải quyết các vấn đề pháp lý liên quan đến dự án [Lake View](#). Từ đó, Công ty mới có thể hoàn nhập một phần chi phí dự phòng đã trích lập trước đó, mang lại KQKD tích cực trong năm 2025.
- Do không có đủ thông tin liên quan đến tài sản được thanh lý hoặc kế hoạch bán cổ phần, chúng tôi không phản ánh lợi nhuận không thường xuyên vào mô hình dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 (nhưng chúng tôi phản ánh các khoản lợi nhuận này đến nửa đầu năm 2025).

Bảng 39: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, NVL

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	8,171	7,120	-12.9%	-21.5%
Lợi nhuận gộp	2,810	2,624	-6.6%	2301.5%
Lãi/(lỗ) tài chính	(1,086)	(1,595)	46.9%	-229.6%
Chi phí BH&QL	(2,058)	(1,824)	-11.4%	-7.4%
LNTT	(596)	(795)	33.5%	-68.6%
Lợi nhuận thuần	(596)	(795)	33.5%	-87.6%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(389)	(1,529)	293.1%	116.2%
'Lợi nhuận cốt lõi'	(284)	428	N/m	N/m
2026F				
Doanh thu thuần	9,705	12,092	24.6%	69.8%
Lợi nhuận gộp	3,491	4,913	40.8%	87.2%
Lãi/(lỗ) tài chính	(1,038)	(1,554)	49.7%	-2.6%
Chi phí BH&QL	(2,307)	(2,263)	-1.9%	24.1%
LNTT	145	1,097	654.6%	N/m
Lợi nhuận thuần	116	877	654.6%	N/m
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	-100.0%
'Lợi nhuận cốt lõi'	116	877	654.6%	104.8%
2027F				
Doanh thu thuần	27,645	21,636	-21.7%	78.9%
Lợi nhuận gộp	9,776	7,697	-21.3%	56.7%
Lãi/(lỗ) tài chính	(1,074)	(1,636)	52.3%	5.3%
Chi phí BH&QL	(3,559)	(2,990)	-16.0%	32.2%
LNTT	5,143	3,071	-40.3%	180.0%
Lợi nhuận thuần	4,115	2,457	-40.3%	180.0%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	4,115	2,457	-40.3%	180.0%

Nguồn: NVL, HSC

Giảm giá mục tiêu, duy trì khuyến nghị Năm giữ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm nhẹ giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 15.300đ, cho thấy RNAV/cp giảm 2,1% xuống 21.847đ chủ yếu do lùi thời điểm mở bán trở lại cho dự án Aqua City. Dựa trên diễn biến giá trong thời gian gần đây, chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ, cho thấy rủi ro giảm giá 2,5% tại giá mục tiêu mới của chúng tôi.

Theo quan điểm của chúng tôi, tác động gộp của (1) tiến triển tích cực về mặt pháp lý trong thời gian gần đây – thể hiện cam kết của Chính phủ trong việc giải quyết các

vấn đề pháp lý trên thị trường BĐS, trong đó có những vấn đề ảnh hưởng đến NVL – và (2) sự kiên nhẫn của các chủ nợ, đã tạo ra nền tảng cho chuyển biến lợi nhuận. Tuy nhiên, yếu tố quyết định quan trọng hiện nay sẽ là sự đón nhận của thị trường đối với việc khởi động trở lại các dự án của NVL, đặc biệt trong bối cảnh xu hướng thị trường hiện tại, **khi người mua nhà đang chuyển hướng sang các dự án phục vụ cho “nhu cầu ở thực” tại các đô thị loại 1 và thậm chí chọn thị trường thứ cấp thay vì sản phẩm tại các tỉnh cấp 2 và cấp 3**. Yếu tố này làm xói mòn nhu cầu đối với các dự án của Công ty.

Các giả định định giá cơ bản khác bao gồm:

- HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để xác định giá trị của các dự án đang phát triển, phù hợp với thông tin được công bố trong BCTC sau kiểm toán năm 2024 của NVL (ngoại trừ dự án Golf Park Residence, 32 ha, Thủ Đức, do chưa có đầy đủ thông tin về tiến độ triển khai dự án, cơ cấu sản phẩm, v.v. – như đã thảo luận trong báo cáo được phát hành trước đó của chúng tôi).
- Đối với các tài sản và nợ khác, chúng tôi tiếp tục sử dụng giá trị sổ sách. Lưu ý rằng, chúng tôi không có thông tin về các khoản nợ nào nằm ngoài bảng CĐKT.
- Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 12,5%, khi chúng tôi giữ nguyên giả định phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh ở mức 10,25% (bao gồm phần bù rủi ro vốn CSH “nội bộ” là 8,75% và “phần bù phụ trội” 1,5% (như chúng tôi đã áp dụng cho tất cả cổ phiếu BĐS) để phản ánh những đặc điểm riêng của thị trường vốn BĐS trong nước), lãi suất phi rủi ro là 4% và hệ số beta là 1,2 (theo Bloomberg).
- Chúng tôi giữ nguyên mức chiết khấu giả định 30% so với RNAV, nhằm phản ánh quan điểm của chúng tôi về tình hình nợ của NVL cũng như sự không chắc chắn của chúng tôi về tỷ lệ hấp thụ của các dự án.

Bảng 40: Bảng SOTP, NVL

Tỷ đồng	Định giá lại theo HSC	Phương pháp
RNAV của dự án	137,687	DCF
Tài sản khác	46,931	BV
Các khoản nợ khác	(80,947)	BV
Tổng tài sản	103,671	
Nợ thuần	(61,067)	BV
NAV	42,604	
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,950	
RNAV/cp (đồng)	21,847	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV	30%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	15,300	

Nguồn: HSC ước tính

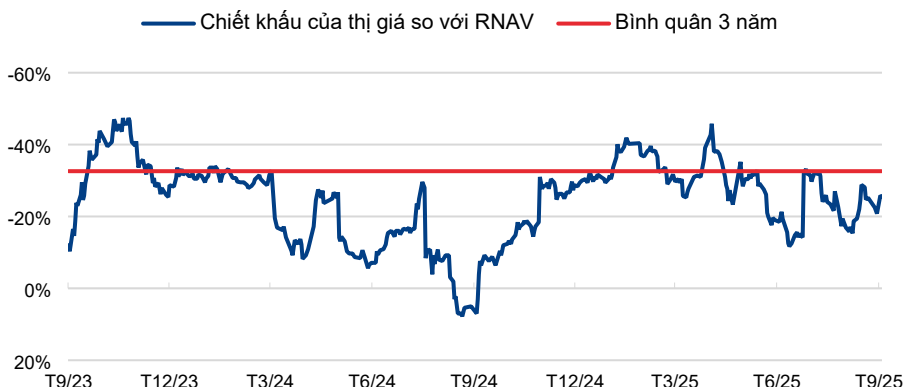
Bảng 41: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, NVL

Giả định chiết khấu so với RNAV	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	19,662	17,477	15,300	13,108	10,923
Tiềm năng tăng/giảm	24.4%	10.6%	-3.2%	-17.0%	-30.9%

Nguồn: HSC estimates

Biểu đồ 42: Chiết khấu của thị giá so với RNAV/cp, NVL

NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 25,6% so với ước tính RNAV/cp, sát với bình quân 3 năm ở mức 32,6%.



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10,7% trong 1 tháng qua, chủ yếu do HOSE đưa cổ phiếu vào danh sách không đủ điều kiện giao dịch ký quỹ và sau khi Công ty ghi nhận lỗ thuần trên BCTC sau kiểm toán cho nửa đầu năm 2025, NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 25,6% so với ước tính RNAV/cp, sát với bình quân 3 năm ở mức 32,6%.

Mặc dù tình trạng pháp lý tại các dự án của NVL đã cải thiện đáng kể và công ty có triển vọng tươi sáng hơn, HSC vẫn lo ngại về khoản nợ lớn và phức tạp chưa thanh toán cũng như tỷ lệ hấp thụ chưa ổn định tại các dự án trong tương lai/khởi động lại. Theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu đang sát với giá trị hợp lý nhờ có triển vọng trong tương lai.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	4,757	9,073	7,120	12,092	21,636
Lợi nhuận gộp	1,322	109	2,624	4,916	7,806
Chi phí BH&QL	(1,782)	(1,970)	(1,824)	(2,263)	(2,990)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(460)	(1,861)	800	2,653	4,816
Lãi vay thuần	1,884	1,231	(1,595)	(1,554)	(1,636)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(152)	(6.11)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	726	(1,894)	(0.20)	0	0
LNTT	1,999	(2,530)	(795)	1,100	3,180
Chi phí thuế TNDN	(1,513)	(1,821)	0	(220)	(636)
Lợi ích cổ đông thiểu số	120	(2,060)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	606	(6,412)	(795)	880	2,544
Lợi nhuận thuần ĐC	606	(6,412)	(795)	880	2,544
EBITDA ĐC	(799)	(2,193)	468	2,321	4,484
EPS (đồng)	311	(3,288)	(408)	451	1,305
EPS ĐC (đồng)	291	(3,084)	(382)	423	1,224
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,079	2,079	2,079	2,079	2,079

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	3,413	4,608	1,001	1,957	17,178
Đầu tư ngắn hạn	43.5	31.2	42.1	42.1	42.1
Phải thu khách hàng	47,011	54,818	45,300	29,984	29,348
Hàng tồn kho	138,935	146,611	159,118	186,064	196,793
Các tài sản ngắn hạn khác	1,752	1,764	1,852	1,630	1,793
Tổng tài sản ngắn hạn	191,155	207,831	207,313	219,677	245,154
TSCĐ hữu hình	2,332	1,876	1,782	1,689	1,596
TSCĐ vô hình	69.8	62.0	58.1	54.2	50.3
Bất động sản đầu tư	5,543	5,737	5,912	6,095	6,293
Đầu tư dài hạn	305	302	302	302	302
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,423	1,411	2,823	1,976	2,371
Tài sản dài hạn khác	40,659	20,961	27,988	31,647	35,754
Tổng tài sản dài hạn	50,332	30,350	38,866	41,764	46,366
Tổng cộng tài sản	241,486	238,181	246,179	261,441	291,520
Nợ ngắn hạn	30,937	36,946	31,796	38,909	38,909
Phải trả người bán	9,877	8,509	9,193	8,408	8,361
Nợ ngắn hạn khác	26,266	33,064	36,559	35,025	31,525
Tổng nợ ngắn hạn	87,283	105,346	106,618	119,742	136,985
Nợ dài hạn	26,775	24,586	27,668	26,719	39,047
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	13,708	14,614	13,883	13,883	11,106
Nợ dài hạn khác	68,157	45,649	50,818	53,026	53,767
Tổng nợ dài hạn	108,639	84,849	92,370	93,629	103,920
Tổng nợ phải trả	196,184	190,473	199,266	213,649	241,184
Vốn chủ sở hữu	38,047	37,877	37,082	37,962	40,506
Lợi ích cổ đông thiểu số	7,256	9,831	9,831	9,831	9,831
Tổng vốn chủ sở hữu	45,303	47,708	46,913	47,792	50,336
Tổng nợ phải trả và VCSH	241,486	238,181	246,179	261,441	291,520
BVPS (đ)	19,510	19,423	19,015	19,466	20,771
Nợ thuần*/(tiền mặt)	54,300	56,925	58,463	63,671	60,778

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(460)	(1,861)	800	2,653	4,816
Khấu hao	339	332	332	332	332
Lãi vay thuần	1,884	1,231	(1,595)	(1,554)	(1,636)
Thuế TNDN đã nộp	(416)	(569)	0	(220)	(636)
Thay đổi vốn lưu động	(6,096)	(3,150)	6,201	(3,190)	4,952
Khác	3,776	1,639	258	1,889	1,999
LCT thuần từ HKKD	(7,626)	(5,938)	294	(5,637)	3,721
Đầu tư TS dài hạn	(12.8)	(5.67)	(410)	(418)	(432)
Góp vốn & đầu tư	0	(3.70)	(1,422)	847	(395)
Thanh lý	8,279	2,901	0	0	0
Khác	(1,118)	1,318	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	7,149	4,210	(1,832)	429	(827)
Cổ tức trả cho CSH	(0.03)	(0.03)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(4,710)	2,923	(2,068)	6,164	12,328
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(4,710)	2,923	(2,068)	6,164	12,328
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,600	3,413	4,608	1,001	1,957
LCT thuần trong kỳ	(5,188)	1,195	(3,606)	955	15,221
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,413	4,608	1,001	1,957	17,178
Dòng tiền tự do	(7,639)	(5,943)	(116)	(6,055)	3,288

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	27.8	1.20	36.9	40.7	36.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(16.8)	(24.2)	6.58	19.2	20.7
Tỷ suất LNT (%)	12.7	(70.7)	(11.2)	7.27	11.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	75.7	(72.0)	0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(57.3)	90.7	(21.5)	69.8	78.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(151)	(174)	121	396	93.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	87.6	211	189
Tăng trưởng EPS (%)	(72.0)	(1,159)	87.6	211	189
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	87.6	211	189
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.60	(16.9)	(2.12)	2.34	6.48
ROACE (%)	(0.27)	(1.30)	0.59	1.89	3.25
Vòng quay tài sản (lần)	0.02	0.04	0.03	0.05	0.08
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	16.6	3.19	0.37	(2.12)	0.77
Số ngày tồn kho	14,764	5,970	12,920	9,464	5,194
Số ngày phải thu	4,996	2,232	3,678	1,525	775
Số ngày phải trả	1,050	346	746	428	221
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	193	200	215	245	277
Nợ/tài sản (%)	31.8	33.8	32.7	36.4	44.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	0.50	1.71	2.94
Nợ/EBITDA (lần)	(96.1)	(36.7)	172	41.0	28.9
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.19	1.97	1.94	1.83	1.79
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	17.9	9.65	12.5	7.80	4.22
EV/EBITDA ĐC (lần)	(106)	(39.9)	190	40.6	20.4
P/E (lần)	50.6	N/a	N/a	34.8	12.0
P/E ĐC (lần)	53.9	N/a	N/a	37.1	12.8
P/B (lần)	0.80	0.81	0.83	0.81	0.76
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng)

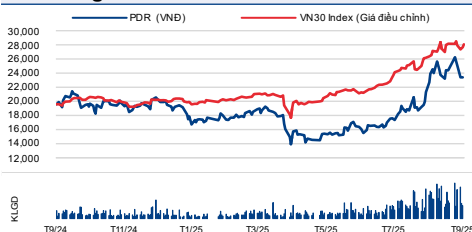
Giá mục tiêu: VNĐ20,900 (từ VNĐ21,389)

Tiềm năng tăng/giảm: -10.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/9/2025)	23,400
Mã Bloomberg	PDR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,935-26,250
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	23,463
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	22,928
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	868
Slg CP lưu hành (tr.đv)	980
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	480
Slg CP NN được mua (tr.đv)	452
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.83%
Tỷ lệ freefloat	44.3%
Cổ đông lớn	Nguyễn Văn Đạt (43.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.08	45.7	19.5
So với chỉ số	(3.21)	10.3	(16.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,940	415	367.5
2026F	406	809	(49.8)
2027F	662	1,154	(42.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PDR là nhà phát triển bất động sản dân dụng và nghỉ dưỡng tập trung vào các dự án thuộc phân khúc cao cấp và trung cấp trải dài từ miền Trung đến miền

Nam

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản

trang.btt@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Danh mục dự án yếu sau khi bán cổ phần, hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC giảm 2,3% giá mục tiêu đối với PDR xuống 20.900đ (rủi ro giảm giá 11%) và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2026–2027.
- Chúng tôi tăng gấp 7 lần dự báo lợi nhuận cho năm 2025 nhờ phản ánh việc bán cổ phần tại dự án Bình Duong Tower. Ngược lại, chúng tôi giảm lần lượt 24,6% và 1,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026–2027 do tiến độ bán hàng tại dự án Quy Nhơn Iconic chậm hơn kỳ vọng
- Giá cổ phiếu PDR đã tăng 22% kể từ khuyến nghị Tăng tỷ trọng gần nhất của HSC (tháng 7) và hiện đang giao dịch ở mức cao hơn 0,9% so với RNAV dự phóng, so với mức chiết khấu bình quân 32,8% kể từ khi HSC khuyến nghị lần đầu (vào tháng 2/2024). Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 25 lần so với bình quân 3 năm ở mức 35,8 lần. Chúng tôi cho rằng các thông tin tích cực đã được phản ánh vào giá, do đó hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết danh mục dự án và triển vọng ngành

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận của PDR dựa trên các yếu tố: bán cổ phần tại dự án Quy Nhơn Q1 trong Q2/2025, bán cổ phần tại dự án Bình Duong Tower dự kiến trong Q3/2025 và tiến độ bán hàng chậm hơn kỳ vọng tại dự án Quy Nhơn Iconic.

Tác động: Tăng dự báo cho năm 2025, giảm dự báo cho năm 2026–2027

HSC tăng 7 lần dự báo lợi nhuận cho năm 2025 lên 1.990 tỷ đồng (tăng trưởng 13 lần) trên cơ sở điều chỉnh giảm 32,5% dự báo doanh thu xuống 1.232 tỷ đồng (tăng trưởng 50%) và đưa vào mô hình dự báo khoản lợi nhuận dự kiến 2.000 tỷ đồng từ việc bán cổ phần tại Bình Duong Tower. Nếu không tính đến khoản mục không thường xuyên này, chúng tôi ước tính PDR ghi nhận lợi nhuận thuần điều chỉnh 194 tỷ đồng, so với khoản lỗ HĐKD cốt lõi 160 tỷ đồng trong năm 2024.

Chúng tôi giảm lần lượt 24,6% và 1,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026–2027 xuống 425 tỷ đồng (tăng trưởng 118,4%) và 686 tỷ đồng (tăng trưởng 61,7%) do tiến độ bán hàng tại Quy Nhơn Iconic chậm hơn dự báo và mức đóng góp thấp hơn từ dự án Bình Duong Tower. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 64,2%.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu PDR đã tăng 22% kể từ khuyến nghị Tăng tỷ trọng gần nhất của HSC (tháng 7) và hiện đang giao dịch ở mức cao hơn 0,9% so với RNAV dự phóng, so với mức chiết khấu bình quân 32,8% kể từ khi HSC khuyến nghị lần đầu (vào tháng 2/2024). Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 25 lần so với bình quân 3 năm ở mức 35,8 lần. Chúng tôi cho rằng các thông tin tích cực đã được phản ánh vào giá, do đó hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng.

Chúng tôi kỳ vọng việc thoái vốn tại dự án Bình Duong Tower sẽ giúp PDR thu hồi dòng tiền sớm hơn, mặc dù sẽ ít hơn so với phương án tự phân phối sản phẩm..

Tuy nhiên, sau khi bán 80% cổ phần tại cả dự án Bình Duong Tower và Quy Nhơn Q1, danh mục dự án còn lại của PDR tập trung chủ yếu ở dự án Quy Nhơn Iconic và một số dự án condotel, trong đó doanh số vẫn trì trệ do tâm lý thận trọng và nhu cầu chỉ tập trung tại các thành phố lớn. Ngoài ra, các dự án thuộc Nghị quyết 171/2024/QH15 vẫn đang chờ phê duyệt. Theo đó, chúng tôi cho rằng các yếu tố chính hỗ trợ giá cổ phiếu phần lớn đã không còn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	373	247	495 ▼	565 ▼	959 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	684	155	1,990 ▲	425 ▼	686
EPS ĐC (đồng)	854	188	1,940 ▲	406 ▼	662
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,887	12,599	13,979 ▲	14,412 ▲	15,113 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	53.4	103	45.3	43.8	24.5
P/E ĐC (lần)	27.4	124	12.1	57.7	35.3
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.82	1.86	1.67	1.62	1.55
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.3)	(78.0)	932	(79.1)	63.2
ROAE (%)	7.74	1.51	16.1	3.05	4.75

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Danh mục dự án tập trung vào các dự án condotel, khuyến nghị Giảm tỷ trọng

HSC giảm 2,3% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 20.900đ và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do giảm dự báo lợi nhuận cho các năm 2026–2027. Chúng tôi tăng gấp 7 lần dự báo lợi nhuận cho năm 2025 nhờ phản ánh việc bán cổ phần tại dự án Bình Dương Tower. Ngược lại, chúng tôi giảm lần lượt 24,6% và 1,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026–2027 do tiến độ bán hàng tại dự án Quy Nhơn Iconic chậm hơn kỳ vọng. Danh mục dự án hiện tại của PDR chủ yếu tập trung vào dự án Quy Nhơn Iconic và các dự án condotel, trong đó doanh số vẫn trì trệ do tâm lý thận trọng và nhu cầu yếu ngoài các thành phố lớn. Trong khi đó, các dự án thuộc Nghị quyết 171 vẫn đang chờ phê duyệt. Theo đó, chúng tôi cho rằng các yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu đã dần cạn kiệt.

Cập nhật các dự án chính: Doanh số tại Quy Nhơn Iconic thấp hơn kỳ vọng

HSC giảm 83% dự báo doanh số bán nhà năm 2025 xuống 1,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 78,1%) do 80% dự án Bình Dương Tower sẽ được ghi nhận vào doanh thu HĐ tài chính trong năm 2025, thay vì PDR trực tiếp phân phối như dự báo trước đó.

Chúng tôi giảm lần lượt 77,5% và 83,5% dự báo doanh số bán trước cho năm 2026–2027 xuống 3,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 182,9%) và 4,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29,4%) do loại trừ doanh số bán nhà của các dự án Quy Nhơn Q1 và mức đóng góp thấp hơn từ dự án Bình Dương Tower. Chúng tôi kỳ vọng PDR sẽ mở bán 20% còn lại của dự án Bình Dương Tower trong năm 2026.

Trong giai đoạn 2025–2027, doanh số bán nhà dự kiến chủ yếu đến từ doanh số của dự án Quy Nhơn Iconic và phần 20% còn lại của dự án Bình Dương Tower.

Thông tin chi tiết hơn về các dự án:

Q1 Tower (tên cũ: Cadia Quy Nhơn, Gia Lai – trước đây thuộc tỉnh Bình Định): PDR đã hoàn tất bán toàn bộ 94% cổ phần tại CTCP Đầu tư BĐS Ngõ Mây, đơn vị phát triển dự án Q1 Tower, và ghi nhận khoản lợi nhuận tài chính 179 tỷ đồng trong Q2/2025.

Quy Nhơn Iconic: Khoảng 125 lô đất đã được bán trong 9 tháng đầu năm 2025. Chúng tôi nhận thấy thị trường đất nền tại các tỉnh vẫn còn yếu, dẫn đến doanh số bán nhà từ dự án này trong năm 2025 thấp hơn kỳ vọng.

Bình Dương Tower: PDR đang thực hiện bán cổ phần tại dự án này thông qua việc thành lập Công ty TNHH Đầu tư BĐS Cao tầng Thuận An 1. Giao dịch dự kiến sẽ được triển khai trong tháng 10/2025.

Bảng 43: Tiến độ các dự án của PDR

Tên dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Lợi ích của PDR	Loại hình	Tiến độ
Cadia Quy Nhơn	Quy Nhơn	0.5	94.0%	Condotel	Hoàn thành bán cổ phần trong Q2/2025
Quy Nhơn Iconic	Quy Nhơn	43.2	100.0%	Đất nền	Đang mở bán
Bình Dương Tower	Bình Dương	4.5	99.5%	Cao tầng	Đang bán cổ phần, dự kiến trong T10-25
Han Riverside	Đà Nẵng	0.6	100.0%	Condotel	Đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ pháp lý.
Trần Phú	Đà Nẵng	0.3	99.0%	Hotel	Đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ pháp lý.
Serenity Phước Hải	Vũng Tàu	7.4	99.3%	Condotel	Nộp hồ sơ xin phê duyệt điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500
Paulo Condo	Vũng Tàu	12.0	100.0%	Condotel	Đã có quy hoạch chi tiết 1/500
Tropicana	Vũng Tàu	12.6	99.9%	Condotel	Nộp hồ sơ xin phê duyệt điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500
Hàm Ninh	Phước Quốc	78.6	99.0%	Phức hợp	Đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ pháp lý.

Nguồn: HSC

Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027

HSC tăng 7 lần dự báo lợi nhuận năm 2025 lên 1.990 tỷ đồng (tăng trưởng 13 lần) trên cơ sở điều chỉnh giảm 32,5% dự báo doanh thu xuống 1.232 tỷ đồng (tăng trưởng

50%). Đồng thời, chúng tôi phản ánh việc bán cổ phần tại dự án Bình Duong Tower với khoản lợi nhuận tài chính dự kiến 2.000 tỷ đồng trong năm 2025. Nếu không tính đến khoản mục không thường xuyên này, chúng tôi ước tính PDR ghi nhận lợi nhuận thuần điều chỉnh 194 tỷ đồng, so với khoản lỗ HĐKD cốt lõi 160 tỷ đồng trong năm 2024.

Chúng tôi giảm 24,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 xuống 425 tỷ đồng (tăng trưởng 118,4%) trên cơ sở điều chỉnh giảm 48,4% dự báo doanh thu xuống 1.398 tỷ đồng (tăng trưởng 13,8%), do tiến độ bán hàng tại dự án Quy Nhơn Iconic chậm hơn kỳ vọng.

Chúng tôi giảm 1,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống 686 tỷ đồng (tăng trưởng 61,7%) trên cơ sở điều chỉnh giảm 24,6% dự báo doanh thu xuống 2.220 tỷ đồng (tăng trưởng 58,8%) do mức đóng góp thấp hơn từ dự án Bình Duong Tower.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 64,2%. Chúng tôi trình bày chi tiết về dự báo trong Bảng 44.

Bảng 44: Dự báo lợi nhuận, PDR

(tỷ đồng)	2024A	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh	So với cùng kỳ	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	So với cùng kỳ	Dự báo mới 2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	822	1,232	-32.5%	50.0%	1,398	-48.4%	13.4%	2,220	-24.6%	58.8%
<i>Bán BĐS</i>	798	1,138	-34.3%	42.6%	1,299	-50.2%	14.1%	2,111	-25.6%	62.5%
<i>Doanh thu khác</i>	24	91	0.0%	281.6%	99	0.0%	9.5%	109	0.0%	10.0%
Lợi nhuận gộp	399	672	-22.1%	68.5%	766	-40.7%	13.9%	1,235	-15.0%	61.3%
LNST	155	1,991	598.7%	1182.7%	425	-24.6%	-78.7%	687	-1.4%	61.6%
Lợi nhuận thuần	155	1,990	599.0%	1183.4%	425	-24.6%	-78.7%	686	-1.4%	61.7%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	315*	1,796**	-	469.8%	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	(160)	194	-31.7%	N/m	425	-24.6%	118.4%	686	-1.4%	61.7%

Ghi chú: * Lợi nhuận liên quan đến việc bán cổ phần của công ty con Đầu tư BĐS (BICIDI); tư nhân/không niêm yết).

** Lợi nhuận liên quan đến việc bán cổ phần của công ty con Ngô May và Thuận An 1 tư nhân/không niêm yết)

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 2,3% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 20.900đ (rủi ro giảm giá 11%) và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do giảm dự báo lợi nhuận cho các năm 2026–2027.

Chúng tôi kỳ vọng việc bán cổ phần tại dự án Bình Duong Tower sẽ giúp PDR đẩy nhanh dòng tiền thu về; tuy nhiên, mức giá bán sẽ thấp hơn so với phương án PDR tự phân phối sản phẩm.

Trong khi đó, sau khi thoái vốn 80% tại các dự án Bình Duong Tower và Quy Nhơn Q1, danh mục dự án của PDR sẽ giới hạn ở dự án Quy Nhơn Iconic và một số dự án condotel, trong đó doanh số vẫn yếu do tâm lý thận trọng và nhu cầu chỉ tập trung chủ yếu tại các thành phố lớn. Ngoài ra, các dự án của PDR thuộc Nghị quyết 171/2024/QH15 vẫn đang chờ phê duyệt. Chúng tôi cho rằng các yếu tố chính hỗ trợ giá cổ phiếu phần lớn đã không còn.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để tính toán giá trị của các dự án BĐS nhà ở đang trong giai đoạn phát triển và LN thuần HĐKD/tỷ suất chiết khấu LN thuần của các dự án BĐS nghỉ dưỡng.
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh ở mức 10,25% (sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội so với phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn vừa nâng lên của HSC là 8,75%). Hệ số beta là 1 lần (từ 0,9 lần) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 12,5% (từ mức 11,3%).

- Chúng tôi tiếp tục áp dụng chiết khấu so với RNAV là 10%.

Bảng 45: Định giá, PDR

Dự án	% cổ phần PDR sở hữu	Định giá (giữa năm 2026)	Phương pháp
Quy Nhơn Iconic	100%	2,572	DCF
Bình Dương Tower	100%	2,139	DCF
Paulo Condo	100%	4,094	DCF
Tropicana	100%	4,124	DCF
Các dự án khác	100%	10,345	DCF, NOI/Cap rate
Tổng giá trị tài sản		23,273	
(-) Nợ thuần		(541)	
RNAV		22,732	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			
RNAV/cổ phiếu		23,200	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV		10%	
Giá mục tiêu		20,900	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 46: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định đầu vào (đồng), PDR

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	21,919	21,635	21,357	21,151	20,881
	3.5%	21,635	21,357	21,151	20,881	20,615
	4.0%	21,357	21,151	20,900	20,615	20,354
	4.5%	21,151	20,881	20,615	20,354	20,097
	5.0%	20,881	20,615	20,354	20,097	19,844

Nguồn: HSC

Bảng 47: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

Giả định tỷ lệ chiết khấu	-10%	0%	10%	20%	30%
Giá mục tiêu	25,500	23,200	20,900	18,600	16,200
Tiềm năng tăng/giảm	9.0%	-0.9%	-10.7%	-20.5%	-30.8%

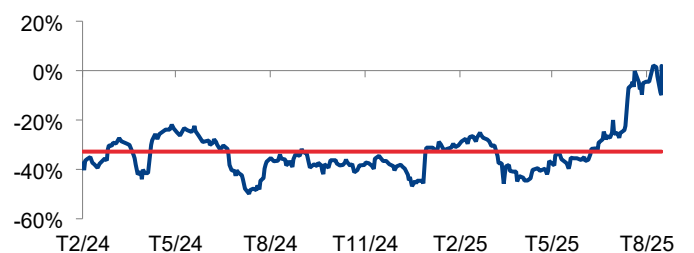
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu PDR đã tăng 22% kể từ khuyến nghị Tăng tỷ trọng gần nhất của HSC (tháng 7) và hiện đang giao dịch ở mức cao hơn 0,9% so với RNAV dự phóng, so với mức chiết khấu bình quân 32,8% kể từ khi HSC khuyến nghị lần đầu (vào tháng 2/2024). Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 25 lần so với bình quân 3 năm ở mức 35,8 lần. Chúng tôi cho rằng các thông tin tích cực đã được phản ánh vào giá, do đó hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng.

Biểu đồ 48: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

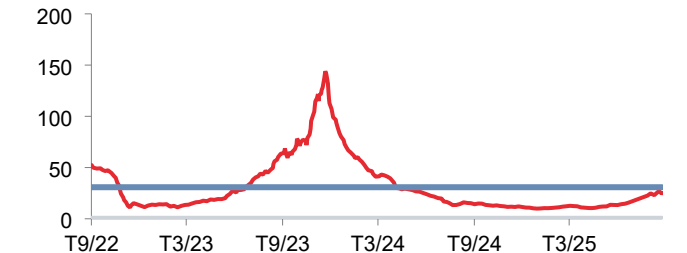
Giao dịch cao hơn 1,9% so với RNAV dự phóng, so với mức chiết khấu trung bình 32,8% từ báo cáo lần đầu của HSC



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 49: P/E trượt dự phóng 1 năm, PDR

PDR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 35,8 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	618	822	1,232	1,398	2,220
Lợi nhuận gộp	544	399	672	766	1,235
Chi phí BH&QL	(214)	(232)	(200)	(225)	(297)
Thu nhập khác	30.0	63.1	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	360	230	472	541	938
Lãi vay thuần	553	81.6	2,071	1.60	(61.1)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(23.2)	(49.8)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	889	262	2,542	543	877
Chi phí thuế TNDN	(207)	(107)	(552)	(118)	(190)
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.56	(0.10)	(0.11)	(0.12)	(0.13)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	684	155	1,990	425	686
Lợi nhuận thuần ĐC	684	139	1,901	398	649
EBITDA ĐC	373	247	495	565	959
EPS (đồng)	1,009	210	2,031	433	701
EPS ĐC (đồng)	854	188	1,940	406	662
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	678	739	980	980	980
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	739	873	980	980	980
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	873	873	980	980	980

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	505	344	5,493	2,815	2,810
Đầu tư ngắn hạn	15.4	115	115	115	115
Phải thu khách hàng	4,115	6,861	5,533	4,528	3,331
Hàng tồn kho	12,200	14,078	10,914	14,164	14,847
Các tài sản ngắn hạn khác	81.5	85.2	89.5	94.0	98.7
Tổng tài sản ngắn hạn	16,916	21,483	22,145	21,717	21,202
TSCĐ hữu hình	23.2	344	381	420	465
TSCĐ vô hình	3.87	401	431	464	498
Bất động sản đầu tư	64.8	63.2	61.6	59.9	58.2
Đầu tư dài hạn	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,199	35.2	35.2	35.2	35.2
Tài sản dài hạn khác	2,858	1,658	2,100	2,205	2,269
Tổng tài sản dài hạn	4,151	2,503	3,012	3,186	3,328
Tổng cộng tài sản	21,068	23,986	25,157	24,903	24,529
Nợ ngắn hạn	815	1,383	1,709	2,440	1,726
Phải trả người bán	243	348	462	521	812
Nợ ngắn hạn khác	7,917	6,230	5,712	5,263	4,322
Tổng nợ ngắn hạn	9,177	8,562	8,085	8,490	7,929
Nợ dài hạn	2,290	3,961	3,277	2,194	1,694
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	21.0	404	40.4	40.4	40.4
Tổng nợ dài hạn	2,311	4,365	3,317	2,234	1,734
Tổng nợ phải trả	11,488	12,927	11,402	10,724	9,663
Vốn chủ sở hữu	9,521	11,000	13,696	14,121	14,808
Lợi ích cổ đông thiểu số	58.2	58.2	58.2	58.3	58.5
Tổng vốn chủ sở hữu	9,579	11,059	13,755	14,179	14,866
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,068	23,986	25,157	24,903	24,529
BVPS (đ)	12,887	12,599	13,979	14,412	15,113
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,600	5,000	(507)	1,819	610

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	360	230	472	541	938
Khấu hao	(12.7)	(16.7)	(23.0)	(23.6)	(21.3)
Lãi vay thuần	553	81.6	2,071	1.60	(61.1)
Thuế TNDN đã nộp	(321)	(193)	(552)	(118)	(190)
Thay đổi vốn lưu động	791	(4,689)	1,910	(2,576)	664
Khác	(0.38)	424	15.9	(2.03)	(2.13)
LCT thuần từ HKKD	425	(4,616)	1,695	(2,322)	1,285
Đầu tư TS dài hạn	(105)	(76.7)	(205)	(196)	(161)
Góp vốn & đầu tư	(3.84)	(3.24)	4,000	0	0
Thanh lý	600	1,083	0	0	0
Khác	(1.78)	(92.9)	17.2	192	84.4
LCT thuần từ HĐĐT	490	910	3,812	(4.01)	(76.2)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	682	1,343	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,354)	2,202	(357)	(352)	(1,214)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(672)	3,545	(357)	(352)	(1,214)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	262	505	344	5,493	2,815
LCT thuần trong kỳ	243	(161)	5,149	(2,678)	(4.99)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	505	344	5,493	2,815	2,810
Dòng tiền tự do	320	(4,693)	1,490	(2,518)	1,125

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	88.0	48.5	54.5	54.8	55.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	60.3	30.0	40.1	40.4	43.2
Tỷ suất LNT (%)	111	18.9	162	30.4	30.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.3	40.7	21.7	21.7	21.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(59.0)	33.0	50.0	13.4	58.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(57.9)	(33.8)	101	14.1	69.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(36.8)	(79.7)	1,269	(79.1)	63.2
Tăng trưởng EPS (%)	(40.4)	(79.2)	868	(78.7)	61.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.3)	(78.0)	932	(79.1)	63.2
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	7.74	1.51	16.1	3.05	4.75
ROACE (%)	3.04	1.68	2.90	3.23	5.68
Vòng quay tài sản (lần)	0.03	0.04	0.05	0.06	0.09
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.18	(20.1)	3.59	(4.29)	1.37
Số ngày tồn kho	60,238	12,153	7,109	8,173	5,500
Số ngày phải thu	20,318	5,923	3,604	2,613	1,234
Số ngày phải trả	1,202	301	301	301	301
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	27.3	45.5	(3.70)	12.9	4.12
Nợ/tài sản (%)	14.8	22.3	19.8	18.6	13.9
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	15.4
Nợ/EBITDA (lần)	8.35	21.7	10.1	8.21	3.56
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.84	2.51	2.74	2.56	2.67
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	32.2	30.9	18.2	17.7	10.6
EV/EBITDA ĐC (lần)	53.4	103	45.3	43.8	24.5
P/E (lần)	23.2	111	11.5	54.0	33.4
P/E ĐC (lần)	27.4	124	12.1	57.7	35.3
P/B (lần)	1.82	1.86	1.67	1.62	1.55
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ99,500 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: -6.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/9/2025)	105,900
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,750-105,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	102,275
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	434,975
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	16,475
Slg CP lưu hành (tr.đv)	4,107
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,013
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,557
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	11.1%
Tỷ lệ freefloat	18.6%
Cổ đông lớn	Vingroup (69.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	13.3	46.9	146
So với chỉ số	6.35	11.3	71.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	8,338	8,307	0.4
2026F	8,975	8,995	(0.2)
2027F	9,015	9,270	(2.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Vinhomes, một công ty con của Vingroup, là công ty phát triển bất động sản nhà ở lớn nhất tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung, CFA

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản

trung.ph@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ do định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giữ nguyên giá mục tiêu 99.500đ do cho rằng triển vọng cải thiện đã được phản ánh phần lớn vào giá sau nhịp tăng mạnh gần đây.
- Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận với lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 34,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 7,4%), năm 2026 đạt 36,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 7,7%) và năm 2027 đạt 37 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 0,5%). Dự báo cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 5%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 14% & 47% trong 1 tháng & 4 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index 10% & 26%, VHM đang giao dịch với mức chiết khấu 15% so với RNAV, nhỏ hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 54%. VHM cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,9 lần.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

Kể từ báo cáo trước, HSC chưa ghi nhận thay đổi đáng kể nào so với kỳ vọng. Trong Q1/2025, VHM mở bán Vinhomes Wonder City (133 ha, Hà Nội); trong Q2/2025, mở bán Green City (197 ha, Tây Ninh, trước đây là Long An) và Golden City (241 ha, Hải Phòng). Tổng doanh số bán nhà đạt 68 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2025, tăng 32% so với cùng kỳ và bằng 55% dự báo cả năm 2025 của HSC. VHM cũng đã khởi công xây dựng một loạt dự án lớn: Vinhomes Long Beach (2.870 ha, TP.HCM) từ tháng 4, Làng Vân (1.000 ha, Đà Nẵng) từ tháng 6, và Phước Vĩnh Tây (1.089 ha, Tây Ninh, trước đây là Long An) từ tháng 8. Ngoài ra, trong 8 tháng đầu năm 2025, VHM đã thanh toán một phần tiền sử dụng đất cho dự án Hạ Long Green với tổng giá trị 7.000 tỷ đồng. Nhìn chung, tiến độ phát triển các dự án đúng với dự báo của HSC.

Chúng tôi duy trì dự báo doanh số bán nhà và dự báo lợi nhuận. Theo đó, doanh số bán nhà giai đoạn 2025-2027 dự báo đạt 124-136 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 9,4%. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 dự báo đạt 34,2-37 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 5%. Động lực lợi nhuận các năm 2025-2026 chủ yếu đến từ các dự án VOCP2,3, Vinhomes Wonder City, Green City, Golden Avenue, và Vinhomes Royal Island. Trong khi đó, đóng góp từ năm 2027 được kỳ vọng sẽ đến từ các dự án lớn gồm Phước Vĩnh Tây, Làng Vân, Hạ Long Green, và Long Beach.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 14% & 47% trong 1 tháng & 4 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index 10% & 26%, VHM đang giao dịch với mức chiết khấu 15% so với RNAV, nhỏ hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 54%. VHM cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 6,9 lần.

VHM đang được hỗ trợ bởi triển vọng ngành cải thiện và rủi ro dòng tiền liên quan đến VIC giảm, khi Công ty hưởng lợi từ sự gia tăng hỗ trợ của Chính phủ và những cải thiện ở các mảng kinh doanh khác. Lưu ý, VHM là nhà phát triển BĐS hàng đầu Việt Nam với lợi thế đến từ năng lực triển khai mạnh mẽ và quỹ đất trải rộng toàn quốc. Việc đẩy nhanh tiến độ mở bán dự án sẽ thúc đẩy dòng tiền và lợi nhuận trong thời gian tới. Tuy nhiên, sau khi giá cổ phiếu tăng gần đây, chúng tôi cho rằng triển vọng cải thiện này đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. HSC hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Nắm giữ từ Tăng tỷ trọng.

Vui lòng tham khảo thêm báo cáo gần đây: [Tiến độ phát triển dự án tăng tốc; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng](#), ngày 23/7/2025.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	42,052	44,236	40,576	43,878	48,557
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	33,371	31,801	34,247	36,862	37,030
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,743	8,338	8,975	9,015
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	41,177	49,334	57,672	66,647	75,662
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.0	11.0	12.0	10.5	8.66
P/E ĐC (lần)	13.0	13.7	12.7	11.8	11.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.57	2.15	1.84	1.59	1.40
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(4.73)	7.68	7.63	0.46
ROAE (%)	20.6	16.7	15.6	14.4	12.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	103,557	102,323	103,442	138,689	146,375
Lợi nhuận gộp	35,707	32,967	39,196	53,444	62,539
Chi phí BH&QL	(7,756)	(8,384)	(8,656)	(10,155)	(10,640)
Thu nhập khác	13,472	20,748	14,122	6,148	1,412
Chi phí khác	(817)	(2,898)	(7,425)	(8,448)	(7,976)
EBIT	40,605	42,432	37,237	40,990	45,335
Lãi vay thuần	3,429	(1,493)	6,097	6,097	6,097
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	10.7	3.21	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(735)	(95.0)	0	0	0
LN TT	43,310	40,848	43,334	47,087	51,432
Chi phí thuế TNDN	(9,777)	(5,775)	(7,800)	(8,240)	(9,001)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(161)	(3,271)	(1,287)	(1,985)	(5,401)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	33,371	31,801	34,247	36,862	37,030
Lợi nhuận thuần ĐC	33,382	31,804	34,247	36,862	37,030
EBITDA ĐC	42,052	44,236	40,576	43,878	48,557
EPS (đồng)	8,125	7,742	8,338	8,975	9,015
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,743	8,338	8,975	9,015
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	4,107	4,107	4,107	4,107	4,107
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	4,354	4,107	4,107	4,107	4,107
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	4,354	4,107	4,107	4,107	4,107

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	14,103	28,780	41,358	67,493	97,971
Đầu tư ngắn hạn	3,834	5,392	5,392	5,392	5,392
Phải thu khách hàng	132,871	168,406	167,404	187,546	188,990
Hàng tồn kho	55,318	54,696	93,561	97,749	125,598
Các tài sản ngắn hạn khác	36,215	28,205	28,236	33,042	34,714
Tổng tài sản ngắn hạn	242,341	285,479	335,950	391,222	452,665
TSCĐ hữu hình	10,619	13,573	13,136	14,158	15,034
TSCĐ vô hình	1,052	997	1,107	1,126	1,153
Bất động sản đầu tư	17,037	16,916	22,906	25,304	28,004
Đầu tư dài hạn	7,573	12,328	12,328	12,328	12,328
Đầu tư vào Cty LD,LK	187	191	191	191	191
Tài sản dài hạn khác	165,822	234,724	245,101	248,620	261,567
Tổng tài sản dài hạn	202,290	278,730	294,770	301,728	318,277
Tổng cộng tài sản	444,631	564,209	630,720	692,950	770,942
Nợ ngắn hạn	18,290	34,276	45,003	46,416	45,165
Phả trả người bán	20,452	19,960	29,943	25,971	32,433
Nợ ngắn hạn khác	121,494	168,735	169,167	195,604	212,690
Tổng nợ ngắn hạn	211,073	278,532	306,940	333,931	377,369
Nợ dài hạn	38,394	47,016	49,585	45,977	38,101
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,169	1,464	1,464	1,464	1,464
Nợ dài hạn khác	8,981	14,183	14,183	14,183	14,183
Tổng nợ dài hạn	48,544	62,663	65,233	61,624	53,748
Tổng nợ phải trả	261,994	343,465	374,442	397,825	433,387
Vốn chủ sở hữu	179,302	202,636	236,883	273,745	310,775
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,335	18,108	19,395	21,380	26,781
Tổng vốn chủ sở hữu	182,636	220,744	256,278	295,125	337,556
Tổng nợ phải trả và VCSH	444,631	564,209	630,720	692,950	770,942
BVPS (đ)	41,177	49,334	57,672	66,647	75,662
Nợ thuần*/(tiền mặt)	42,580	52,512	53,230	24,899	(14,705)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	40,605	42,432	37,237	40,990	45,335
Khấu hao	(1,436)	(1,800)	(3,339)	(2,887)	(3,222)
Lãi vay thuần	3,429	(1,493)	6,097	6,097	6,097
Thuế TNDN đã nộp	(5,812)	(6,977)	(7,800)	(8,240)	(9,001)
Thay đổi vốn lưu động	(21,951)	(29,146)	(20,212)	(3,558)	13,723
Khác	(15,815)	(38,099)	(11,708)	(5,872)	(14,829)
LCT thuần từ HKKD	1,517	(22,400)	8,281	34,655	46,426
Đầu tư TS dài hạn	(9,988)	(10,645)	(8,999)	(6,324)	(6,822)
Góp vốn & đầu tư	(46,176)	(38,423)	0	0	0
Thanh lý	28,711	68,340	0	0	0
Khác	8,821	6,112	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(18,632)	25,385	(8,999)	(6,324)	(6,822)
Cổ tức trả cho CSH	0	(605)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	5.70	(10,463)	0	0	0
Tăng/giảm nợ	20,396	22,760	13,296	(2,195)	(9,127)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	20,401	11,692	13,296	(2,195)	(9,127)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,817	14,103	28,780	41,358	67,493
LCT thuần trong kỳ	3,286	14,677	12,578	26,135	30,477
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,103	28,780	41,358	67,493	97,971
Dòng tiền tự do	(8,471)	(33,045)	(718)	28,331	39,604

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	34.5	32.2	37.9	38.5	42.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	40.6	43.2	39.2	31.6	33.2
Tỷ suất LNT (%)	32.2	31.1	33.1	26.6	25.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.6	14.1	18.0	17.5	17.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	66.0	(1.19)	1.09	34.1	5.54
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.56	5.19	(8.27)	8.14	10.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.6	(4.73)	7.68	7.63	0.46
Tăng trưởng EPS (%)	15.7	(4.71)	7.69	7.63	0.46
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(4.73)	7.68	7.63	0.46
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	20.6	16.7	15.6	14.4	12.7
ROACE (%)	19.9	16.3	12.2	12.0	12.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.20	0.17	0.21	0.20
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.04	(0.53)	0.22	0.85	1.02
Số ngày tồn kho	298	288	532	419	547
Số ngày phải thu	715	886	951	803	823
Số ngày phải trả	110	105	170	111	141
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.3	45.8	42.2	26.8	17.1
Nợ/tài sản (%)	20.7	21.5	22.4	20.3	19.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	28.4	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.18	2.75	3.48	3.21	3.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	1.02	1.09	1.17	1.20
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.86	4.76	4.72	3.32	2.87
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.0	11.0	12.0	10.5	8.66
P/E (lần)	13.0	13.7	12.7	11.8	11.7
P/E ĐC (lần)	13.0	13.7	12.7	11.8	11.7
P/B (lần)	2.57	2.15	1.84	1.59	1.40
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn