

Vượt qua giông bão: Chỉ đạo tín dụng của NHNN tạo ra nhiều thách thức

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

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

- Gần đây, NHNN ban hành chỉ đạo về hạn mức tín dụng cho năm 2026, đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống thấp hơn năm 2025 và áp trần tăng trưởng tín dụng BĐS không được cao hơn mức tăng trưởng tín dụng chung của tổ chức tín dụng đó. Điều này, cùng với lãi suất đang tăng cao và nguồn cung tăng mạnh, có thể sẽ kìm hãm nhu cầu BĐS trong ngắn hạn.
- Để phản ánh điều này, HSC giảm lần lượt 23% và 19% dự báo tổng doanh số bán nhà năm 2026 và 2027 của sáu nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị, dẫn đến việc giảm 7,5% và 13,8% dự báo lợi nhuận trong cùng giai đoạn. Tổng lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 16,8% (trước đó: 22,7%).
- Chúng tôi đánh giá NLG và KDH – hiện là hai cổ phiếu lựa chọn hàng đầu trong nhóm các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị – có khả năng phục hồi tốt nhờ tập trung vào phân khúc căn hộ bình dân đến trung cấp với nhu cầu ở thực lớn.

Siết chặt tín dụng bất động sản

Trong chỉ đạo về hạn mức tín dụng năm 2026, NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cho các NHTM khoảng 9-13%, tùy thuộc vào điểm xếp hạng nội bộ của từng ngân hàng, và áp trần tăng trưởng tín dụng BĐS không được cao hơn mức tăng trưởng tín dụng chung. Hạn mức tín dụng này thực tế thấp hơn so với mức của năm 2025 và thấp hơn kỳ vọng của nhóm nghiên cứu ngân hàng của HSC. Việc đưa ra mức trần cụ thể trong hoạt động cho vay BĐS phản ánh chính sách thận trọng hơn của Chính phủ khi tăng trưởng tín dụng BĐS liên tục vượt xa tăng trưởng tín dụng chung của toàn hệ thống trong những năm gần đây.

Với việc lãi suất tăng cùng với nguồn cung căn hộ cải thiện, các biện pháp này dự kiến sẽ gây áp lực lên nhu cầu trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về lâu dài, chúng tôi tin rằng sự can thiệp của NHNN là kịp thời và cần thiết để thúc đẩy ngành phát triển lành mạnh hơn và giảm thiểu rủi ro mang tính cấu trúc cho hệ thống tài chính.

Giảm dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận

Dựa trên dự báo nhu cầu suy yếu, HSC giảm lần lượt 23% và 19% dự báo tổng doanh số bán nhà năm 2026 và 2027 của sáu nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị sau khi dự báo tỷ lệ hấp thụ của thị trường thấp hơn và các đợt mở bán bị trì hoãn chờ điều kiện thị trường cải thiện. Chúng tôi cũng giảm lần lượt 7,5% và 13,8% dự báo tổng lợi nhuận của ngành cho năm 2026 và 2027.

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy tổng lợi nhuận của ngành tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 16,8% (dự báo trước đó là 22,7%).

Định giá và khuyến nghị

Trước những thay đổi mang tính cấu trúc của dòng tín dụng vào ngành, HSC cho rằng các cổ phiếu BĐS sẽ chịu áp lực trong ngắn hạn. Đối với các ý tưởng đầu tư dài hạn, chúng tôi gợi ý tập trung vào các nhà phát triển có nền tảng cơ bản vững chắc và hoạt động trong phân khúc bình dân đến trung cấp, vì nhu cầu mua ở thực tại các phân khúc này khá vững chắc. Do đó, các nhà phát triển này có khả năng phục hồi tốt hơn trước những khó khăn chung của thị trường. Chúng tôi lưu ý NLG và KDH – hiện là hai cổ phiếu lựa chọn hàng đầu – là những cái tên phù hợp với các tiêu chí này.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 19/1.

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	15,950	Tăng tỷ trọng	Mua vào	18,400	(26.7)	15.4	52.1	61.2	1.29	1.27	-	-
KDH	30,100	Mua vào	-	37,000	(16.1)	22.9	33.8	39.3	1.83	1.76	0	0
NLG	31,200	Mua vào	-	38,700	(16.2)	24.0	21.9	23.1	1.19	1.16	1.60	1.60
NVL	12,800	Tăng tỷ trọng	-	14,000	(17.6)	9.38	N/a	69.6	0.79	0.78	-	-
PDR	17,850	Nắm giữ	-	18,500	(15.9)	3.64	68.4	11.3	1.46	1.30	0	0
VHM	120,000	Nắm giữ	Tăng tỷ trọng	123,300	15.7	2.75	14.2	13.4	2.08	1.80	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 15/1/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Thách thức đến từ những thay đổi mang tính cấu trúc	3
Chỉ đạo của NHNN nhằm kiểm soát tín dụng vào BĐS năm 2026	3
Lãi suất cho vay mua nhà tăng cao	4
Lợi nhuận mới: Doanh số bán nhà giảm, dẫn đến việc giảm dự báo	6
Định giá và khuyến nghị	6

Báo cáo thành phần

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)	9
CTCP Đầu tư Kinh doanh nhà Khang Điền (KDH)	14
CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)	19
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)	24
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt (PDR)	30
CTCP Vinhomes (VHM)	36

Thách thức đến từ những thay đổi mang tính cấu trúc

Quy định mới về hạn mức tín dụng cho thấy quan điểm thận trọng hơn của NHNN đối với lĩnh vực BĐS. Việc lãi suất tăng cùng với nguồn cung cải thiện, các biện pháp mới này dự kiến sẽ làm suy yếu nhu cầu BĐS. Trong bối cảnh đó, HSC giảm lần lượt 23% và 19% dự báo tổng doanh số bán nhà năm 2026 và 2027 của sáu nhà phát triển trong danh sách khuyến nghị và giảm 7,5% và 13,8% dự báo tổng lợi nhuận của ngành trong cùng giai đoạn. Trong bối cảnh này, KQKD của ngành có khả năng sẽ tiếp tục chịu áp lực trong ngắn hạn. Chúng tôi khuyến nghị đầu tư dài hạn vào các nhà phát triển BĐS tập trung vào phân khúc bình dân đến trung cấp như NLG và KDH – hai cổ phiếu lựa chọn hàng đầu.

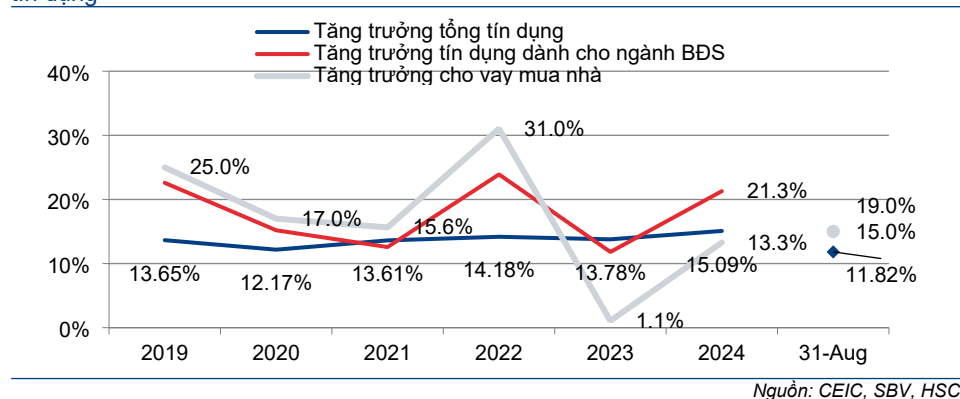
Chỉ đạo của NHNN nhằm kiểm soát tín dụng vào BĐS năm 2026

Các nội dung chính trong chỉ đạo của NHNN bao gồm:

- **Trần tăng trưởng tín dụng (công thức tăng trưởng tín dụng):** *Tăng trưởng tín dụng tối đa năm 2026 = Điểm xếp hạng năm 2024 × 2,6%*. Theo nhóm nghiên cứu ngân hàng của HSC, với điểm xếp hạng từ **1 (thấp nhất)** đến **5 (cao nhất)**, trần tăng trưởng tín dụng tối đa sẽ là **13%** và hầu hết các ngân hàng có khả năng có mức trần tăng trưởng tín dụng khoảng **9-12%**.
- **Kiểm soát liên tục:** Dư nợ tín dụng không được vượt quá hạn mức được giao tại bất kỳ thời điểm nào trong năm 2026.
- **Trần theo quý:** Mức tăng trưởng tín dụng trong **Q1/2026 không được vượt quá 25%** mục tiêu cả năm nhằm đảm bảo thanh khoản và cân đối nguồn vốn.
- **Tín dụng bất động sản:** Tăng trưởng tín dụng BĐS năm 2026 không được cao hơn mức tăng trưởng tín dụng chung (so với cuối năm 2025) của từng tổ chức tín dụng.
- **Giám sát và xử phạt:** NHNN sẽ giám sát mức tăng trưởng tín dụng chung và tăng trưởng tín dụng BĐS, đồng thời có thể cắt giảm hạn mức tín dụng nếu ngân hàng không tuân thủ.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng, tổng dư nợ và tín dụng dành cho ngành BĐS

Tín dụng dành cho ngành BĐS tăng trưởng nhanh hơn nhiều mức tăng trưởng của tổng tín dụng



Từ năm 2018 đến tháng 8/2025, ngoại trừ các giai đoạn gián đoạn nghiêm trọng như COVID-19 và khủng hoảng trái phiếu, tăng trưởng tín dụng BĐS – dựa trên các báo cáo và biên bản họp của NHNN – liên tục vượt xa mức tăng trưởng tín dụng chung của nền kinh tế (Biểu đồ 1). Điều này cho thấy tín dụng chảy mạnh (mang tính cấu trúc) vào lĩnh vực BĐS hơn so với các lĩnh vực khác.

Trong khi đó, mặc dù dư nợ cho vay mua nhà tăng chậm hơn tổng tăng trưởng tín dụng, HSC cho rằng hoạt động cho vay mua nhà tập trung tại một số ngân hàng và

phục vụ một số phân khúc cụ thể. Trao đổi với chúng tôi, đại diện của các nhà phát triển BĐS cho biết, tỷ lệ khách hàng vay tiền để mua BĐS mặt đất tăng mạnh trong những năm gần đây, từ mức 40-50% tổng số người mua lên đến 80-90%. Đây là điều đáng lo ngại, vì phân khúc này tại Việt Nam thường thu hút các nhà đầu tư và người mua đầu cơ. Chúng tôi cũng nhận thấy điều tương tự đối với phân khúc căn hộ cao tầng hạng sang.

Trong năm 2026, mức trần tăng trưởng tín dụng 9-12% – như đã lưu ý ở phần trên, không bao gồm bốn ngân hàng nhận chuyển giao các ngân hàng "0 đồng" (VCB (Mua vào, giá mục tiêu: 72.900đ), MBB (Mua vào, giá mục tiêu: 30.400đ), HDB (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu: 28.915đ), và VPB (Mua vào, giá mục tiêu: 35.200đ)), vốn được giao hạn mức cao hơn – cho thấy khoản tín dụng được phân bổ thấp hơn nhiều so với năm 2025. Năm ngoái, chính phủ đã ưu tiên mục tiêu tăng trưởng kinh tế và chỉ đạo NHNN hỗ trợ nền kinh tế thông qua việc mở rộng tín dụng dồi dào, dẫn đến tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt khoảng 19,1%.

Quan trọng hơn hết, trong năm nay, NHNN đã đưa ra mức trần cụ thể cho tăng trưởng tín dụng BĐS, yêu cầu không được vượt quá tổng tăng trưởng tín dụng của tổ chức tín dụng đó. Điều này cho thấy tăng trưởng tín dụng BĐS không quá 9-10% đối với hầu hết các ngân hàng, so với mức tăng trưởng tín dụng BĐS là 21,3% trong năm 2024 (vượt xa mức tăng trưởng tín dụng tổng thể 15,1%) và 19% trong 8 tháng đầu năm 2025 (cao hơn so với tăng trưởng tín dụng chung khoảng 15%). Mặc dù chưa có dữ liệu đầy đủ cho cả năm 2025, chúng tôi dự kiến tăng trưởng tín dụng BĐS sẽ nằm trong khoảng 20-30% so với mức tăng trưởng tín dụng chung là 19%.

Theo quan điểm của HSC, chính sách siết chặt tín dụng này có nhiều ý nghĩa, đặc biệt là khi một số nhà phát triển lớn phụ thuộc nhiều vào nợ vay và xu hướng nhà đầu tư và người đầu cơ sử dụng đòn bẩy để mua sản phẩm thuộc phân khúc mặt đất và nhà cao tầng hạng sang ngày càng tăng, như đã thảo luận ở phần trên. Do đó, việc siết chặt tín dụng có khả năng sẽ tạo áp lực lớn lên nhu cầu trong ngắn hạn.

Tuy nhiên, nếu không có các quy định để ràng buộc, các ngân hàng Việt Nam về mặt cấu trúc vẫn ưu tiên cho vay BĐS do có mức tăng trưởng cao, tài sản thế chấp rõ ràng và tỷ lệ NIM hấp dẫn. Điều này đã thúc đẩy sự mở rộng nhanh chóng của các sản phẩm đầu cơ và đòn bẩy cao, mang lại rủi ro cho tính bền vững lâu dài của ngành. Trong bối cảnh đó, HSC đánh giá sự can thiệp của NHNN là kịp thời và cần thiết, hỗ trợ cho ngành phát triển lành mạnh hơn, giảm tình trạng tập trung nguồn lực quá mức vào các nhà phát triển lớn (thường tập trung vào các sản phẩm đầu cơ) và tái phân bổ tín dụng sang các nhà phát triển BĐS nhỏ hơn, vốn tập trung nhiều hơn vào nhà ở có giá trị gia tăng và phục vụ nhu cầu ở thực.

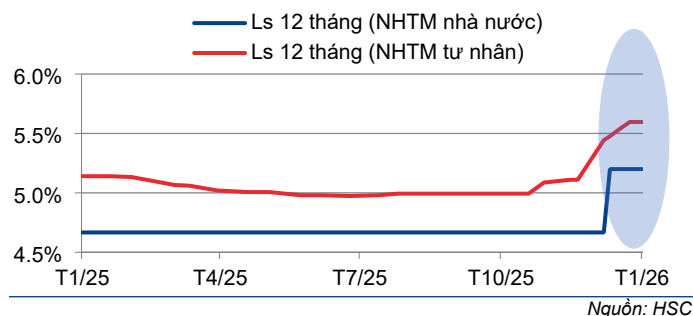
Nhìn chung, trong năm 2026, chúng tôi dự báo điều kiện tín dụng được siết chặt hơn, cùng với lãi suất tăng sẽ làm suy yếu nhu cầu bất động sản.

Lãi suất cho vay mua nhà tăng cao

Kể từ tháng 10/2025, lãi suất cho vay mua nhà đã tăng đáng kể, trung bình khoảng 100-300 điểm cơ bản. Các ngân hàng không còn đưa ra các khoản vay với lãi suất cố định dài hạn từ 2-3 năm. Thay vào đó, kỳ hạn lãi suất cố định được rút ngắn xuống còn 12-18 tháng, với mức lãi suất tăng từ 5,5-7% lên khoảng 7-9%. Lãi suất thả nổi cũng đã tăng cao hơn, theo sát đà tăng của lãi suất huy động. Nhóm nghiên cứu ngân hàng của chúng tôi ước tính tăng từ 100 đến 300 điểm cơ bản.

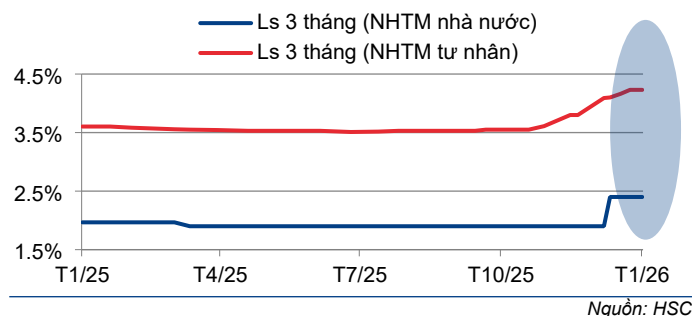
Biểu đồ 2: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, các ngân hàng HSC khuyến nghị

Lãi suất tiền gửi bình quân đã tăng đáng kể từ tháng 10/2025



Biểu đồ 3: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng, các ngân hàng HSC khuyến nghị

Lãi suất tiền gửi bình quân đã tăng đáng kể từ tháng 10/2025



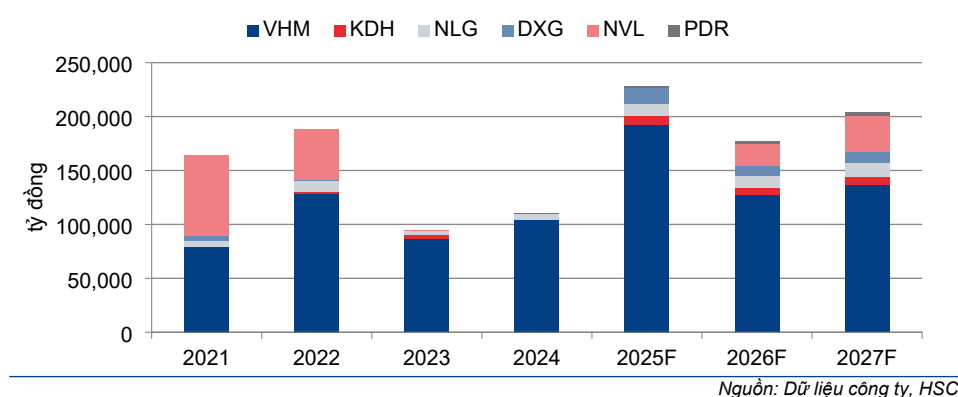
Với dự địa cho việc nới lỏng chính sách tiền tệ trong năm 2026 còn rất ít, chúng tôi cho rằng lãi suất khó có thể giảm mạnh. Chi phí vay cao hơn, cùng với việc kiểm soát tăng trưởng tín dụng chặt chẽ hơn, dự kiến sẽ tạo áp lực lên nhu cầu mua nhà trong năm 2026. Theo quan điểm của chúng tôi, nhu cầu đầu cơ – vốn nhạy cảm hơn với các biến động lãi suất – sẽ bị ảnh hưởng nặng nề. Do đó, các nhà phát triển BĐS tập trung vào phân khúc nhà ở mặt đất và căn hộ cao tầng hạng sang có khả năng sẽ chịu áp lực lớn hơn so với những đơn vị tập trung vào phân khúc nhà ở bình dân và trung cấp, vốn được hỗ trợ bởi nhu cầu mua ở thực.

Doanh số bán nhà: Giảm 23%/19% dự báo tổng doanh số bán nhà năm 2026/2027

HSC giảm lần lượt là 23%/19% dự báo tổng doanh số bán nhà năm 2026/2027 của sáu nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị, xuống còn 177 nghìn tỷ đồng/203,9 nghìn tỷ đồng. Dự báo mới cho thấy tổng doanh số bán nhà trong năm 2026 giảm 22,2% so với cùng kỳ (từ mức kỳ vọng 227,5 nghìn tỷ đồng cho năm 2025), nhưng sẽ hồi phục 15,2% so với cùng kỳ trong năm 2027. Vinhomes là đơn vị đóng góp lớn nhất, trong khi chúng tôi dự báo doanh số bán nhà của NVL sẽ hồi phục mạnh nhất nhờ việc tháo gỡ các nút thắt pháp lý từ Chính phủ, cho phép công ty tiếp tục ghi nhận doanh số bán nhà từ mức gần như bằng không ở thời điểm hiện tại.

Biểu đồ 4: Doanh số bán nhà, các công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Chúng tôi dự báo doanh số sẽ giảm 22,2% trong năm 2026 nhưng sẽ tăng 15,2% trong năm 2027



Bảng 5: Lợi nhuận thực tế và dự báo, công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
VHM	28,831	33,371	31,801	34,721	36,658	36,919
KDH	1,102	716	810	1,000	859	2,008
NLG	556	484	518	692	656	756
DXG	215	176	253	312	266	2,246
NVL	2,162	606	-6,412	-1,515	411	1,185
PDR	1,137	684	155	256	1,544	127
Tổng	34,003	36,037	27,125	35,466	40,394	43,241
<i>Tổng trừ NVL</i>	<i>31,841</i>	<i>35,431</i>	<i>33,537</i>	<i>36,981</i>	<i>39,983</i>	<i>42,056</i>
Tăng trưởng						
VHM	-25.7%	15.7%	-4.7%	9.2%	5.6%	0.7%
KDH	-8.3%	-35.0%	13.1%	23.5%	-14.1%	133.8%
NLG	-48.1%	-12.9%	7.0%	33.6%	-5.2%	15.2%
DXG	-81.4%	-18.1%	43.8%	23.3%	-14.7%	744.4%
NVL	-32.9%	-72.0%	-1158.1%	-76.4%	N/m	188.3%
PDR	-39.0%	-39.8%	-77.3%	65.2%	503.1%	-91.8%
Tổng	-28.2%	6.0%	-24.7%	30.8%	13.9%	7.0%
<i>Tổng trừ NVL</i>	<i>-27.8%</i>	<i>11.3%</i>	<i>-5.3%</i>	<i>10.3%</i>	<i>8.1%</i>	<i>5.2%</i>

Nguồn: HSC

Lợi nhuận mới: Doanh số bán nhà giảm, dẫn đến việc giảm dự báo

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị, nhưng giảm dự báo cho 2026/2027. Theo đó, chúng tôi giảm lần lượt là 7,5%/13,8% dự báo tổng lợi nhuận thuần cho năm 2026/2027 xuống còn 40,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13,9%, hoặc tăng 8,1% sau khi loại trừ NVL – đơn vị dự kiến sẽ ghi nhận lỗ thuần trong năm 2025) và 43,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 7% so với cùng kỳ, hoặc 5,2% nếu loại trừ NVL). Cho năm 2026, chúng tôi dành mức cắt giảm dự báo lợi nhuận lớn nhất cho NVL (giảm 52,7%), kể đến là KDH (giảm 40,6%), trong khi mức cắt giảm ít nhất dành cho VHM (giảm 8,3%). Trái lại, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận với DXG, trong khi tăng dự báo lợi nhuận cho PDR do lùi thời điểm ghi nhận lợi nhuận bán buôn từ năm 2025 sang năm 2026.

Dự báo mới cho thấy tổng lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 16,8% (dự báo trước đó là 22,7%), với DXG hồi phục mạnh nhất trong năm 2027 và NVL có lãi trở lại, trong khi KDH và NLG có mức đóng góp doanh thu cao nhất từ hoạt động bán nhà cho khách có nhu cầu ở thực.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để định giá các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị, với giá mục tiêu trượt dự phóng 1 năm dựa trên mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV.

Với triển vọng có nhiều thách thức hơn do chính sách siết chặt tín dụng và lãi suất tăng cao, chúng tôi tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV cho tất cả các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị, với thông tin chi tiết được trình bày trong Bảng 6. Một ngoại lệ dành cho Vinhomes, chúng tôi giảm mức chiết khấu giả định xuống còn 10% (từ 20%) nhằm phản ánh tiềm năng tăng trưởng đến từ khu phức hợp Olympic tại Hà Nội (tổng diện tích 9.171 ha). Dự án đã được Chính phủ phê duyệt và đã được khởi công, nhưng do chưa có thông tin chi tiết, chúng tôi chưa phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận – do đó dự án này chưa được tính vào ước tính RNAV.

Đáng chú ý, mặc dù chúng tôi đã tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV do kém lạc quan về ngành hơn so với trước đây, các mức chiết khấu mới vẫn nhỏ hơn một chút so với bình quân ba năm trong nhiều trường hợp. Chúng tôi vẫn lạc quan nhờ có quan điểm rằng Chính phủ sẽ tiếp tục tháo gỡ các nút thắt pháp lý, dẫn đến quy trình phê duyệt dự án trôi chảy hơn so với các giai đoạn trước. Ngoài ra, doanh số bán nhà vững chắc trong giai đoạn 2024-2025 dự kiến sẽ làm nền tảng cho lợi nhuận của các nhà phát triển trong năm 2026. Mặc dù việc thắt chặt tín dụng có

thể ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu trong ngắn hạn, HSC vẫn tin rằng chính sách này thúc đẩy ngành phát triển lành mạnh hơn trong trung và dài hạn bằng cách kìm hãm nhu cầu đầu cơ, trong khi người mua nhà để ở với hồ sơ tín dụng tốt sẽ tiếp tục được hỗ trợ thông qua các khoản vay mua nhà.

Bảng 6: Các giả định định giá chính, công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH	WACC	Chiết khấu RNAV – dự báo cũ	Chiết khấu RNAV – dự báo mới
VHM	4.0%	10.25%	12.8%	20%	10%
KDH	4.0%	10.25%	13.9%	10%	20%
NLG	4.0%	10.25%	13.2%	20%	30%
DXG	4.0%	10.25%	15.3%	30%	40%
NVL	4.0%	10.25%	12.5%	30%	40%
PDR	4.0%	10.25%	13.2%	10%	30%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Diễn biến giá cổ phiếu, công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Lợi nhuận	1 tháng	3 tháng	12 tháng
VHM	29.7%	-3.2%	200.0%
KDH	1.7%	-11.7%	-3.2%
NLG	0.0%	-13.4%	7.2%
DXG	-2.2%	-24.0%	28.7%
NVL	-3.8%	-17.9%	39.1%
PDR	-6.1%	-30.0%	2.6%
Trung bình	3.2%	-16.7%	45.7%
<i>Trung bình trừ VHM</i>	<i>-2.1%</i>	<i>-19.4%</i>	<i>14.9%</i>
VN Index	7.8%	6.1%	50.8%

Nguồn: HSC ước tính

Hiệu suất giá cổ phiếu gần đây và định giá thị trường

Tính đến ngày 15/1/2026, hiệu suất cổ phiếu ngành BĐS đã thể hiện sự phân hóa cực kỳ lớn. Trong khi chỉ số VN-Index tăng mạnh 50,8% trong 12 tháng qua, mức tăng trưởng 45,7% của ngành gần như hoàn toàn dựa vào VHM (tăng 200%), vốn đã tách biệt khỏi các cổ phiếu cùng ngành dựa trên sự thúc đẩy chính sách của Nghị quyết 68 (vốn nâng cao vị thế và cung cấp các ưu đãi đáng kể cho các doanh nghiệp tư nhân lớn, chẳng hạn như công ty mẹ của VHM là VIC). Nếu loại trừ VHM, nhóm cổ phiếu ngành BĐS ghi nhận hiệu suất kém hiệu quả hơn nhiều so với thị trường chung như được trình bày hiển trong Bảng 7.

Các giai đoạn 1 tháng và 3 tháng qua đặc biệt khắc nghiệt khi xuất hiện thông tin NHNN siết chặt tín dụng cho vay BĐS, kéo toàn bộ ngành đi xuống. Việc siết chặt thanh khoản này đã làm giá những cổ phiếu yêu thích của nhà đầu tư cá nhân có beta cao như PDR (-30%) và DXG (-24%) giảm mạnh. Ngay cả những lựa chọn "an toàn" như KDH (-11,7%) và NLG (-13,4%) cũng không tránh khỏi áp lực bán trên toàn ngành. Mặc dù chỉ số VN-Index tăng điểm, ngành BĐS đã không còn được nhà đầu tư ưa chuộng, chuyển sang ưu tiên những công ty có quy mô lớn, được hỗ trợ chính sách và có thanh khoản tốt.

Dựa trên diễn biến này, sáu công ty trong danh sách khuyến nghị đang giao dịch ở mức chiết khấu 36,1% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn một chút so với mức bình quân quá khứ ở mức 37,2%. NLG, một trong những lựa chọn Mua vào hàng đầu của chúng tôi, nổi trội khi giao dịch ở mức chiết khấu lớn hơn 0,4 điểm phần trăm so với bình quân quá khứ, trong khi NVL (Tăng tỷ trọng) cũng có định giá rẻ, trong khi định giá của VHM có vẻ khá đắt.

Cổ phiếu của các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị (ngoại trừ NVL) đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 28,8 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 30,1 lần. NLG nổi trội khi giao dịch với P/E thấp hơn 4,1 điểm phần trăm, trong khi PDR (Nắm giữ) cũng có vẻ rẻ dựa trên cơ sở này; VHM cũng có vẻ rất đắt đỏ dựa trên phương pháp tính này.

Bảng 8: Các chỉ tiêu định giá chính, công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Mã CK	RNAVPS	Chiết khấu RNAV	Bình quân 3 năm	P/E (2026)	P/E (trượt dự phóng 1 năm)	P/E bình quân 3 năm (trượt dự phóng 1 năm)
VHM	136,900	12.3%	48.0%	13.4	11.2	7.5
KDH	46,233	34.9%	35.3%	39.3	28.7	26.7
NLG	55,200	43.5%	35.0%	24.0	22.9	27.0
DXG	30,700	48.0%	44.9%	61.2	53.2	54.5
NVL	23,310	45.1%	32.2%	73.6	70.7	N/m
PDR	26,500	32.6%	27.8%	11.3	26.3	34.8
Trung bình		36.1%	37.2%	37.1	28.5	30.1*

Ghi chú: Dựa trên giá đóng cửa ngày 15/1; * trừ NVL.
Nguồn: HSC ước tính

Kết luận

Trong số các công ty trong danh sách khuyến nghị, HSC ưa thích cổ phiếu KDH và NLG, xem đây là những ý tưởng đầu tư dài hạn nhờ có nền tảng cơ bản vững chắc và có sản phẩm thuộc phân khúc trung cấp, vốn được thúc đẩy bởi nhu cầu mua để ở. Với vị thế này, các công ty đủ khả năng vượt qua những khó khăn của thị trường do sự mất cân đối giữa cung và cầu và lãi suất tăng cao. Chúng tôi cũng kỳ vọng cả hai nhà phát triển này sẽ hưởng lợi từ những nỗ lực đẩy nhanh quy trình phê duyệt pháp lý của Chính phủ – đặc biệt là KDH, công ty sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM và cũng đang đẩy nhanh tiến độ phát triển dự án quan trọng Tân Tạo (đang ở giai đoạn cuối của quá trình giải phóng mặt bằng).

KDH và NLG hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 34,9% và 43,5% so với ước tính RNAV, không đắt hơn so với bình quân 3 năm ở mức 35% (thực tế, như đã đề cập ở phần trên, NLG đang giao dịch với định giá rẻ dựa trên phương pháp tính này). Trong khi đó, NLG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22,9 lần, rẻ hơn so bình quân ba năm ở mức 27 lần và rẻ hơn bình quân của các nhà phát triển trong danh sách khuyến nghị (trừ NVL) ở mức 30,1 lần, mức định giá hấp dẫn. Trong khi đó, KDH đang giao dịch với P/E là 28,7 lần, chỉ cao hơn một chút so với bình quân ba năm, mặc dù chúng tôi nhận thấy rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo khi công ty có khả năng bán cổ phần tại một số dự án cho các đối tác chiến lược, dẫn đến việc ghi nhận lợi nhuận sớm hơn dự kiến.

Bảng 9: Tổng hợp định giá, công ty phát triển BĐS HSC khuyến nghị

Mã CK	Giá CP	Khuyến nghị mới	Khuyến nghị cũ	Giá mục tiêu mới	Giá mục tiêu cũ	Tiềm năng tăng giá
VHM	120,000	Nắm giữ	Tăng tỷ trọng	123,300	106,600	2.8%
KDH	30,100	Mua vào	Mua vào	37,000	44,100	22.9%
NLG	31,200	Mua vào	Mua vào	38,700	46,200	24.0%
DXG	15,950	Tăng tỷ trọng	Mua vào	18,400	25,100	15.4%
NVL	12,800	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	14,000	17,000	9.4%
PDR	17,850	Nắm giữ	Nắm giữ	18,500	22,000	3.6%
Trung bình						13.0%

Ghi chú: Dựa trên giá đóng cửa ngày 15/1
Nguồn: HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

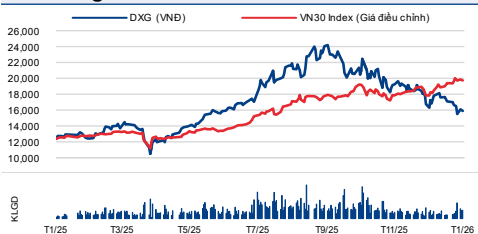
Giá mục tiêu: VNĐ18,400 (từ VNĐ25,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/1/2026)	15,950
Mã Bloomberg	DXG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,513-24,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,038
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	16,279
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	620
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	(2.15)	(24.0)	28.7
So với chỉ số	(10.6)	(25.5)	(18.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	297	284	4.5
2026F	253	1,110	(77.2)
2027F	2,134	2,680	(20.4)

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.

Lùi thời điểm mở bán dự án Gem Sky World; hạ k/n xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với DXG xuống Tăng tỷ trọng và giảm 27% giá mục tiêu xuống 18.400đ nhằm phản ánh tác động trái chiều từ việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2027 và thay đổi các giả định định giá. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 15%.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 lần lượt ở mức 312 tỷ đồng (tăng trưởng 23,7%) và 266 tỷ đồng (giảm 14,9% so với cùng kỳ), nhưng giảm 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn 2.246 tỷ đồng (tăng trưởng 7,4 lần) do chậm ghi nhận doanh thu từ dự án Gem Sky World và The Privé.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN Index, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 48%, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 44,9%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 53,2 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 54,5 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu triển vọng ngành

HSC xem xét lại các dự báo lợi nhuận và định giá đối với DXG sau khi cập nhật đánh giá triển vọng ngành BĐS và danh mục dự án của công ty. Lãi suất tăng và lo ngại về khả năng siết chặt tín dụng bất động sản đã đè nặng lên tâm lý nhà đầu tư, điều mà chúng tôi cho rằng sẽ tác động tiêu cực đến tỷ lệ hấp thụ của các đợt mở bán trong các giai đoạn tiếp theo của dự án The Privé.

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

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 lần lượt ở mức 312 tỷ đồng (tăng trưởng 23,7%) và 266 tỷ đồng (giảm 14,9% so với cùng kỳ) trên doanh thu 5.409 tỷ đồng (tăng trưởng 14,3%) và 5.052 tỷ đồng (giảm 6,6% so với cùng kỳ), nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án Gem Sky World. Chúng tôi giảm 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn 2.246 tỷ đồng (vẫn tăng trưởng 744,7%) do chậm ghi nhận doanh thu tại dự án The Privé.

Chúng tôi dự báo không có các khoản mục không thường xuyên đáng kể nào trong giai đoạn 2025-2027. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 107,2% (so với 117,1% trước đó).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN Index, DXG đang giao dịch ở mức chiết khấu 48%, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 44,9%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 53,2 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 54,5 lần.

HSC giảm 27% giá mục tiêu xuống 18.400đ, dựa trên tác động hỗn hợp của việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2027 và tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV (lên 40% từ 30%) để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân 3 năm là 44,9%, đồng thời phản ánh tác động tiêu cực từ những khó khăn chung của ngành đối với doanh số bán nhà và lợi nhuận của DXG. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào, với tiềm năng tăng giá là 15% tại giá mục tiêu mới.

Dự án The Privé và Gem Sky World tiếp tục là những động lực tăng trưởng chính cho triển vọng lợi nhuận của DXG trong giai đoạn 2025-2027. Tuy nhiên, lãi suất tăng và những lo ngại về khả năng siết chặt tín dụng BĐS đã làm suy giảm tâm lý nhà đầu tư, nên chúng tôi lo ngại hơn về tỷ lệ hấp thụ tại các đợt mở bán của DXG.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	768	1,150	1,483	1,301	4,142 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	167	213	312	266	2,246 ▼
EPS ĐC (đồng)	(66.8)	14.9	297	253	2,134 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	15,377	14,484	12,320	12,572	14,707
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.2	14.6	15.3	16.8	5.01
P/E ĐC (lần)	N/a	1,067	53.7	63.1	7.47
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.04	1.10	1.29	1.27	1.08
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(322)	122	1,886	(14.9)	745
ROAE (%)	1.79	2.14	2.71	2.09	16.1

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

Giảm 27% giá mục tiêu; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

HSC hạ khuyến nghị đối với DXG xuống Tăng tỷ trọng và giảm 27% giá mục tiêu xuống 18.400đ nhằm phản ánh tác động trái chiều từ việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2027 và thay đổi các giả định định giá. Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, nhưng giảm 13% dự báo cho năm 2027 xuống còn 2.246 tỷ đồng (vẫn tăng trưởng 7,5 lần) do chậm ghi nhận doanh thu tại dự án The Privé. Chúng tôi tin rằng lãi suất tăng và chính sách siết chặt tín dụng BĐS sẽ tạo áp lực lên tỷ lệ hấp thụ và kéo dài thời gian thu tiền mặt, từ đó làm chậm quá trình ghi nhận doanh thu và lợi nhuận của DXG.

Cập nhật các dự án đang triển khai

HSC giữ nguyên dự báo doanh số bán nhà năm 2025 ở mức 14,4 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng 1.300 căn hộ của dự án The Privé (với giá bán bình quân 135 triệu đồng/m²) sẽ đóng góp vào doanh số bán nhà trong năm nay. Trong khi đó, chúng tôi thận trọng giảm lần lượt 35% và 29,8% dự báo doanh số bán nhà năm 2026-2027 xuống còn 8,5 nghìn tỷ đồng (giảm 40,7% so với cùng kỳ) và 10,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18,9%) do doanh số bán nhà tại dự án The Privé giảm và việc lùi thời gian mở bán dự án Gem Sky World sang năm 2027.

Chúng tôi tin rằng các luồng thông tin tiêu cực xung quanh việc lãi suất tăng và điều kiện tín dụng thắt chặt đối với ngành sẽ đè nặng lên tâm lý người mua nhà, đặc biệt là nhóm nhà đầu tư sử dụng đòn bẩy, làm tỷ lệ hấp thụ giảm và thời gian bán hàng kéo dài hơn, đặc biệt là đối với phân khúc đất nền tại thị trường các tỉnh. Theo đó, chúng tôi giảm 5% giả định tỷ lệ hấp thụ của dự án The Privé trong năm 2026-2027 xuống còn 25% trong năm 2026 và 22% trong năm 2027. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ mở bán trở lại dự án Gem Sky World trong năm 2027 thay vì năm 2026.

Thông tin chi tiết về dự án:

The Privé (TP.HCM): DXG đã mở bán khoảng 1.500 căn hộ tại dự án The Privé, tất cả đều đã được bán với giá bán bình quân 135 triệu đồng/m². HSC ước tính 43% (khoảng 1.400 căn) trên tổng số căn hộ được bán trong năm 2025, đạt tổng doanh số bán nhà là 14,3 nghìn tỷ đồng.

Gem Sky World (Đồng Nai): Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được mở bán trở lại vào năm 2027 với khoảng 1.700 căn còn 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.

Các dự án đang trong giai đoạn triển khai như Opal Parkview, Opal Park City, Opal City View và Opal Luxury (Bảng 1) 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 10: Tiến độ các dự án trọng điểm, DXG

No.	Stt	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	Tổng sp	Số sp chưa bán	Loại hình	Tiến độ
1	Gem Sky World	100%	Dong 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%	HCMC	67,143	3,175	3,175	Cao tầng	Mở bán ~1.500 căn, tỷ lệ hấp thụ ~90%
3	Opal Parkview	100%	Binh Duong	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%	Binh Duong	100,000	7,400	7,400	Cao tầng	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
5	Opal City View	100%	Binh Duong	9,700	1,500	1,500	Cao tầng	Đang nộp hồ sơ xin cấp quy hoạch 1/500
6	Opal Luxury	100%	Binh Duong	86,834	3,400	3,400	Cao tầng	Đã có quy hoạch 1/500. Đang chờ tính toán chi phí sử dụng đất, dự kiến tháng 6-26

Nguồn: DXG, HSC

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, nhưng giảm năm 2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 lần lượt ở mức 312 tỷ đồng (tăng trưởng 23,7%) và 266 tỷ đồng (giảm 14,9% so với cùng kỳ) trên doanh thu 5.409 tỷ đồng (tăng trưởng 14,3%) và 5.052 tỷ đồng (giảm 6,6% so với cùng kỳ), nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án Gem Sky World. Đối với mảng kinh doanh BĐS cốt lõi, chúng tôi kỳ vọng DXG sẽ ghi nhận doanh thu cho toàn bộ 600 căn hộ còn lại (trong tổng số khoảng 2.400 căn đã được bán) tại dự án Gem Sky World (Đồng Nai) trong năm 2025.

Chúng tôi giảm 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn 2.246 tỷ đồng (vẫn tăng trưởng 744,7%) sau khi điều chỉnh giảm 10,7% dự báo doanh thu xuống còn 11.825 tỷ đồng (tăng trưởng 134,1%), do chậm ghi nhận doanh thu tại dự án The Privé.

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 ở mức 107,2% (so với 117,1% trước đó).

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 11.

Bảng 11: Dự báo lợi nhuận, DXG

Tỷ đồng	2024A	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	Dự báo mới 2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	4,733	27.7%	5,409	14.3%	5,052	-6.6%	11,825	-10.7%	134.1%
Phát triển dự án	3,257	16.3%	3,414	4.8%	2,521	-26.1%	9,009	-13.6%	257.3%
DXS	1,191	98.1%	1,597	34.2%	2,143	34.1%	2,407	0.0%	12.3%
Doanh thu khác	250	-17.9%	398	58.8%	387	-2.6%	409	0.0%	5.5%
Lợi nhuận gộp	2,285	35.0%	2,742	20.0%	2,383	-13.1%	6,391	-18.3%	168.2%
LNST	454	193.9%	784	72.7%	630	-19.7%	2,937	-10.3%	366.3%
Lợi nhuận thuần	253	43.2%	312	23.7%	266	-14.9%	2,246	-13.0%	744.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Định giá SOTP, DXG

Tỷ đồng	RNAV (giữa năm-2026)	Phương pháp
Mảng phát triển dự án	28,309	
Mảng dịch vụ môi giới (DXS, @60,3%)	8,055	At VND14,000 Nov 2025 TP
Tổng giá trị tài sản thuần	36,365	
Nợ/tiền thuần	(5,454)	
Điều chỉnh đối với DXS	668	
Nợ/tiền thuần, điều chỉnh	(5,007)	
RNAV	31,358	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,020.6	
RNAV/cổ phiếu (đồng)	30,700	
Chiết khấu	40%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	18,400	

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với DXG xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 27% giá mục tiêu xuống 18.400đ (tiềm năng tăng giá 15%) nhằm phản ánh tác động trái chiều từ việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2027 và thay đổi các giả định định giá. Dự án The Privé và Gem Sky World tiếp tục là những động lực tăng trưởng chính cho triển vọng lợi nhuận của DXG trong giai đoạn 2025-2027. Tuy nhiên, lãi suất tăng và những lo ngại về khả năng siết chặt tín dụng BĐS đã làm suy giảm tâm lý nhà đầu tư, nên chúng tôi lo ngại hơn về tỷ lệ hấp thụ tại các đợt mở bán của DXG.

Liên quan đến phương pháp định giá, HSC tiếp tục áp dụng phương pháp SoTP để xác định RNAV/cp ở mức 30.700đ (giảm từ mức 35.800đ). Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

- HSC tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 40% (từ 30%) để phù hợp hơn với mức bình quân 3 năm là 44,9% và nhằm phản ánh tác động tiêu cực của những khó khăn chung của ngành đối với doanh số bán nhà và lợi nhuận của DXG.
- Chúng tôi phản ánh DXS (với giá mục tiêu mới) vào mô hình định giá. DXS hiện đóng góp 22,2% 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 1,5 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 16,5% (không đổi).

Bảng 13: 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				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	19,900	19,500	19,000	18,500	18,100
	3.5%	19,700	19,100	18,700	18,300	17,900
	4.0%	19,300	18,900	18,400	17,900	17,600
	4.5%	19,100	18,600	18,100	17,800	17,300
	5.0%	18,800	18,300	17,900	17,500	17,100

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định RNAV, DXG

Giả định chiết khấu	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	24,600	21,500	18,400	15,400	12,300
Tiềm năng tăng/giảm giá	54.2%	34.8%	15.4%	-3.4%	-22.9%

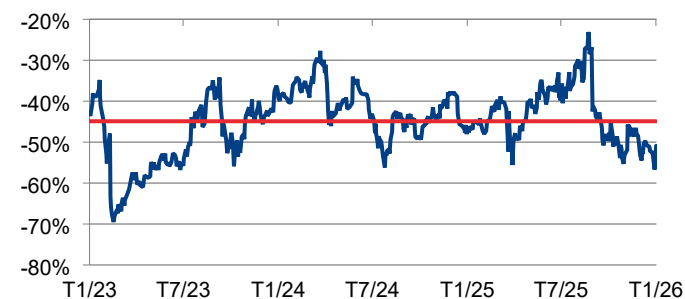
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN-Index, có khả năng do tâm lý tiêu cực về triển vọng ngành và những lo ngại về vấn đề ngập lụt tại dự án The Privé, DXG hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 48% so với ước tính RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 44,9%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 53,2 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 54,5 lần. Chúng tôi tin rằng việc ghi nhận doanh thu từ dự án The Privé sẽ thúc đẩy triển vọng lợi nhuận của DXG, đặc biệt từ năm 2027 trở đi. Dựa trên yếu tố này, cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Biểu đồ 15: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, DXG

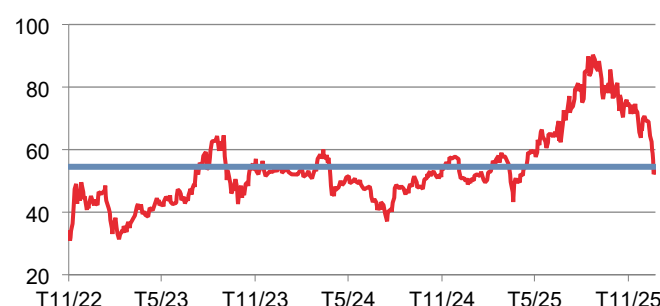
DXG hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 48% so với ước tính RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 44,9%.



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 16: P/E trượt dự phóng 1 năm, DXG

P/E trượt dự phóng 1 năm là 53,2 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 54,5 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	5,052	11,825
Lợi nhuận gộp	1,693	2,285	2,742	2,383	6,391
Chi phí BH&QL	(955)	(1,132)	(1,283)	(1,117)	(2,296)
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	1,403	1,209	4,037
Lãi vay thuần	(457)	(401)	(423)	(422)	(310)
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	980	787	3,727
Chi phí thuế TNDN	(303)	(273)	(196)	(157)	(790)
Lợi ích cổ đông thiểu số	21.8	(202)	(472)	(364)	(692)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	167	213	312	266	2,246
Lợi nhuận thuần ĐC	(40.9)	9.21	303	258	2,179
EBITDA ĐC	768	1,150	1,483	1,301	4,142
EPS (đồng)	273	345	306	260	2,200
EPS ĐC (đồng)	(66.8)	14.9	297	253	2,134
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	888	1,193	453
Đầu tư ngắn hạn	97.2	77.9	77.9	77.9	77.9
Phải thu khách hàng	11,428	11,006	11,725	11,596	10,822
Hàng tồn kho	14,139	13,440	16,451	23,699	28,296
Các tài sản ngắn hạn khác	294	315	315	315	315
Tổng tài sản ngắn hạn	26,234	26,087	29,457	36,880	39,964
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	2,316	2,372
Tổng tài sản dài hạn	2,561	3,050	3,216	3,402	3,538
Tổng cộng tài sản	28,795	29,137	32,672	40,283	43,501
Nợ ngắn hạn	2,591	3,159	3,951	3,763	3,719
Phải trả người bán	767	626	659	519	492
Nợ ngắn hạn khác	5,718	4,910	4,005	3,625	3,768
Tổng nợ ngắn hạn	11,628	10,348	11,346	18,724	20,847
Nợ dài hạn	2,699	3,396	3,352	2,962	1,187
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	3,151	1,377
Tổng nợ phải trả	14,604	13,934	14,887	21,876	22,224
Vốn chủ sở hữu	9,408	10,464	12,574	12,832	15,010
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,783	4,739	5,211	5,575	6,267
Tổng vốn chủ sở hữu	14,191	15,203	17,785	18,407	21,277
Tổng nợ phải trả và VCSH	28,795	29,137	32,672	40,283	43,501
BVPS (đ)	15,377	14,484	12,320	12,572	14,707
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,013	5,307	6,415	5,532	4,454

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	686	1,091	1,403	1,209	4,037
Khấu hao	(81.8)	(58.3)	(79.5)	(91.3)	(105)
Lãi vay thuần	(457)	(401)	(423)	(422)	(310)
Thuế TNDN đã nộp	(184)	(458)	(196)	(157)	(790)
Thay đổi vốn lưu động	(1,206)	(1,704)	(3,560)	445	(1,696)
Khác	46.8	84.4	114	57.4	31.5
LCT thuần từ HKKD	(1,131)	(1,322)	(2,775)	1,040	1,262
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	(578)	(1,818)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(61.4)	2,476	2,549	(578)	(1,818)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	919	276	1,249	888	1,193
LCT thuần trong kỳ	(643)	973	(361)	306	(741)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	276	1,249	888	1,193	453
Dòng tiền tự do	(1,261)	(1,384)	(2,910)	883	1,078

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	50.7	47.2	54.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.7	24.3	27.4	25.7	35.0
Tỷ suất LNT (%)	4.51	4.49	5.77	5.26	19.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	67.6	39.8	20.0	20.0	21.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(32.8)	27.7	14.3	(6.60)	134
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(12.1)	49.7	29.0	(12.3)	218
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(327)	123	3,190	(14.9)	745
Tăng trưởng EPS (%)	(25.0)	26.5	(11.3)	(14.9)	745
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(322)	122	1,886	(14.9)	745
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.79	2.14	2.71	2.09	16.1
ROACE (%)	3.89	6.07	7.00	5.64	18.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.13	0.16	0.18	0.14	0.28
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(1.65)	(1.21)	(1.98)	0.86	0.31
Số ngày tồn kho	2,564	2,004	2,252	3,241	1,901
Số ngày phải thu	2,072	1,641	1,605	1,586	727
Số ngày phải trả	139	93.3	90.2	71.0	33.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	71.9	61.6	68.2	123	111
Nợ/tài sản (%)	24.5	26.4	29.0	42.1	39.4
EBIT/lãi vay (lần)	1.50	2.72	3.32	2.87	13.0
Nợ/EBITDA (lần)	9.17	6.69	6.38	13.0	4.14
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.26	2.52	2.60	1.97	1.92
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.99	3.56	4.20	4.32	1.75
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.2	14.6	15.3	16.8	5.01
P/E (lần)	58.4	46.2	52.1	61.2	7.25
P/E ĐC (lần)	N/a	1,067	53.7	63.1	7.47
P/B (lần)	1.04	1.10	1.29	1.27	1.08
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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

Mua vào (giữ nguyên)

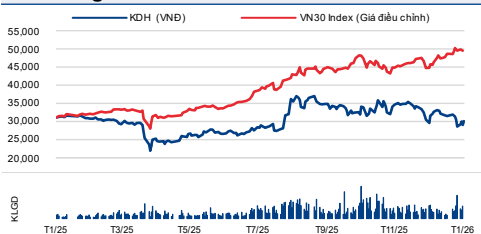
Giá mục tiêu: VNĐ37,000 (từ VNĐ44,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 22.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/1/2026)	30,100
Mã Bloomberg	KDH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,046-37,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	29,588
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	33,779
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,286
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	1.69	(11.7)	(3.19)
So với chỉ số	(7.13)	(13.4)	(38.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	816	858	(4.9)
2026F	679	1,001	(32.2)
2027F	1,701	1,662	2.4

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

Giảm giá mục tiêu, nhưng duy trì k/n Mua vào dựa trên định giá

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH nhưng giảm 16% giá mục tiêu xuống 37.000đ, dựa trên tác động trái chiều của việc đưa ra các giả định định giá mới và điều chỉnh dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 23%.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,5%), nhưng giảm mạnh dự báo cho năm 2026 và tăng nhẹ dự báo cho năm 2027 nhằm phản ánh việc lùi thời gian mở bán các căn hộ thấp tầng tại dự án 11A sang năm 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, KDH đang giao dịch với mức chiết khấu 34,9% so với RNAV, sát với bình quân 3 năm ở mức 35,3%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 28,7 lần, cao hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 26,7 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu triển vọng ngành

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với KDH sau khi đánh giá triển vọng ngành BĐS và cập nhật các dự án đang triển khai. Lãi suất tăng và những lo ngại về khả năng siết chặt tín dụng BĐS đã làm suy yếu tâm lý nhà đầu tư. Điều này sẽ tác động tiêu cực đến tỷ lệ hấp thụ của các đợt mở bán mới.

Tác động: Giữ nguyên dự báo năm 2025, giảm dự báo năm 2026

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,5%), nhờ các căn hộ thấp tầng tại dự án The Gladia. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 40,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 xuống còn 859 tỷ đồng (giảm 14,1% so với cùng kỳ) do lùi thời gian mở bán dự án 11A sang năm 2027 (thay vì năm 2026), và tăng 8,5% dự báo lợi nhuận năm 2027 lên 2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 133,8%) khi công ty bắt đầu ghi nhận doanh thu các căn hộ thấp tầng tại dự án 11A. Lợi nhuận thuần năm 2027 được hỗ trợ bởi việc ghi nhận doanh thu từ các căn hộ cao tầng 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 35,3% trong giai đoạn 2024-2027 (trước đó: 31,7%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 34,9% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 35,3%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 28,7 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 26,7 lần. HSC giảm 16,1% giá mục tiêu xuống 37.000đ, dựa trên tác động trái chiều của việc đưa ra các giả định định giá mới và điều chỉnh dự báo lợi nhuận.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 23% tại giá mục tiêu mới. Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ có khả năng phục hồi tốt hơn so với toàn ngành nhờ có thành tích phát triển dự án đã được kiểm chứng và bảng CĐKT thận trọng. Doanh số bán nhà dự kiến sẽ vững chắc nhờ có danh mục dự án có pháp lý sạch tại các vị trí đắc địa của TP.HCM. Ngoài ra, việc hợp tác với các nhà phát triển ngoại có tiềm lực tài chính mạnh như Keppel Land giúp công ty đa dạng hóa nguồn vốn để triển khai dự án.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,205	1,301	2,397	2,568 ▼	3,432 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	716	810	1,000	859 ▼	2,007 ▲
EPS ĐC (đồng)	747	723	816	679 ▼	1,701 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	16,828	17,202	16,431	17,110	18,811
EV/EBITDA ĐC (lần)	22.1	26.5	15.9	16.9	12.1
P/E ĐC (lần)	40.3	41.6	36.9	44.3	17.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.79	1.75	1.83	1.76	1.60
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(47.2)	(3.18)	12.9	(16.8)	150
ROAE (%)	5.72	5.25	5.58	4.56	9.96

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

Lùi thời gian mở bán dự án 11A (Solina) và Tân Tạo

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH nhưng giảm 16,1% giá mục tiêu xuống 37.000đ (tiềm năng tăng giá 23%) dựa trên tác động trái chiều của việc thay đổi các giả định định giá và điều chỉnh dự báo lợi nhuận. Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,5%), nhưng giảm mạnh dự báo cho năm 2026 và tăng nhẹ dự báo cho năm 2027 nhằm phản ánh việc lùi thời gian mở bán các căn hộ thấp tầng tại dự án 11A sang năm 2027. Mặc dù định giá của cổ phiếu KDH trên thị trường không quá rẻ, chúng tôi kỳ vọng uy tín của công ty, các dự án có pháp lý sạch tại vị trí đắc địa ở TP.HCM và sự hợp tác với các đối tác lớn như Keppel Land sẽ hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ tốt tại các đợt mở bán dự án Gladia và 11A sắp tới.

Cập nhật các dự án đang triển khai

HSC gần như giữ nguyên dự báo doanh số bán nhà năm 2025 ở mức 7,4 nghìn tỷ đồng (tăng mạnh so với mức 571 tỷ đồng trong năm 2024), trong khi giảm lần lượt 41,6% và 35,8% dự báo cho năm 2026-2027 xuống 5,8 nghìn tỷ đồng và 7,7 nghìn tỷ đồng do lùi thời gian mở bán dự án 11A (Solina) và dự án Tân Tạo.

Doanh số bán nhà năm 2025 đến từ việc mở bán 226 căn hộ thấp tầng của dự án The Gladia, với tỷ lệ hấp thụ ước đạt 80%. Đồng thời, công tác xây dựng 600 căn hộ cao tầng sẽ được tiến hành vào Q1/2026 và dự kiến bàn giao trong Q4/2027.

Chúng tôi lùi thời điểm mở bán dự án 11A (Solina) sang năm 2027 (từ năm 2026), theo KHKD của công ty. KDH đã thanh toán tiền sử dụng đất cho dự án này và sẽ tiếp tục hoàn thiện các thủ tục pháp lý còn lại để khởi công xây dựng trong năm 2026. Do đó, năm 2026 dự kiến sẽ là thời điểm mở bán các căn hộ cao tầng của dự án The Gladia.

HSC dự báo doanh số bán nhà năm 2027 sẽ đến từ hoạt động mở bán dự án 11A (Solina) và tiếp tục bán các căn hộ cao tầng tại dự án The Gladia. Chúng tôi cũng kỳ vọng công ty sẽ mở bán dự án Lê Minh Xuân – Xã Bình Lợi vào năm 2027, trong khi lùi thời gian mở bán dự án KCN Tân Tạo (Phường Tân Tạo) và Lộc Minh (Phường Bình Trưng), TP.HCM sang năm 2028.

Bảng 17: Các dự án của KDH

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích (m2)	Tiến độ
Danh mục dự án trong ngắn hạn					
Privia	100%	Quận Bình Tân, TP.HCM	Chung cư	18,000	Đã bàn giao trong Q4/2024 và hoàn thành vào Q1/2025
Gladia (hợp tác với Keppel)	51%	Bình Trưng Đông, TP.Thủ Đức, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	117,700	Sắp triển khai
KCN Lê Minh Xuân	100%	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	KCN	1,099,138	Đã hoàn thành thanh toán tiền sử dụng đất trong Q3/2025, mở bán năm 2027
11A (Solina)	100%	11A (Solina)	Biệt thự, nhà phố, chung cư	164,000	Thanh toán tiền phí sử dụng đất 100%, đang triển khai xây dựng
Bình Trưng mở rộng	100%	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	200,000	Hoàn thành thanh toán tiền đền bù, dự kiến mở bán năm 2027
Danh mục dự án trong trung và dài hạn					
Phong Phú 2	100%	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố	266,200	Hoàn thành thanh toán tiền đền bù, dự kiến mở bán năm 2027
Tân Tạo	100%	Quận Bình Tân, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	3,299,670	~90% tiền bồi thường đất đã được thanh toán, chờ cấp phép xây dựng

Nguồn: KDH, HSC

Dự báo lợi nhuận mới

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,5%) trên doanh thu 5,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 66,7%), nhờ mở bán các căn hộ thấp tầng tại dự án The Gladia.

Do lùi thời điểm mở bán các căn hộ thấp tầng tại dự án 11A sang năm 2027 thay vì năm 2026, chúng tôi giảm 40,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 xuống còn 859 tỷ đồng (giảm 14,1% so với cùng kỳ) sau khi giảm 28,9% dự báo doanh thu xuống còn

5,3 nghìn tỷ đồng (giảm 2,6% so với cùng kỳ). Doanh thu năm 2026 dự kiến đến từ việc mở bán các căn hộ thấp tầng còn lại tại dự án Gladia.

Chúng tôi tăng 8,5% dự báo lợi nhuận năm 2027 lên 2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 133,8%) nhờ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ các căn hộ thấp tầng tại dự án 11A. Lợi nhuận năm 2027 dự kiến đến từ việc ghi nhận doanh thu từ các căn hộ cao tầng 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 35,3% trong giai đoạn 2024-2027 (trước đó: 31,7%).

Bảng 18: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, KDH

Tỷ đồng	2024A	2025F	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Doanh thu	3,279	5,465	66.7%	5,321	-28.9%	-2.6%	9,766	83.5%
Lợi nhuận gộp	1,740	2,842	63.3%	2,901	-26.2%	2.1%	5,003	72.4%
LNTT	1,051	2,335	122.2%	2,431	-24.9%	4.1%	3,959	62.9%
Lợi nhuận thuần	810	1,000	23.5%	859	-40.6%	-14.1%	2,507	192.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 19: Định giá, KDH

Tỷ đồng	Tỷ lệ sở hữu của KDH	HSC định giá lại (giữa năm-2026)	Phương pháp
Gladia (dự án hợp tác với Keppel)	50%	1,854	DCF
11A	100%	3,698	DCF
Phong Phú 2	100%	15,491	DCF
Khu dân cư Tân Tạo	100%	30,076	DCF
Các dự án khác	Various	9,601	Giá trị sổ sách
Tổng giá trị tài sản		61,247	
Nợ/(tiền) thuần		(9,364)	
RNAV		51,883	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		1,122.2	
RNAV/cp (đồng)		46,233	
Chiết khấu		20%	
Giá mục tiêu (đồng)		37,000	

Nguồn: KDH, HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH nhưng giảm 16,1% giá mục tiêu xuống 37.000đ dựa trên tác động trái chiều của việc thay đổi các giả định định giá và điều chỉnh dự báo lợi nhuận. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 23%.

Mặc dù định giá của cổ phiếu KDH trên thị trường không quá rẻ (như được trình bày bên dưới), chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ít chịu tác động tiêu cực hơn so với toàn ngành nhờ có thành tích phát triển dự án đã được kiểm chứng và ít phụ thuộc vào nợ vay. Các dự án có pháp lý sạch tại vị trí đắc địa ở TP.HCM cũng giúp đảm bảo doanh số bán nhà vững chắc. Ngoài ra, năng lực hợp tác với các đối tác nước ngoài có tiềm lực tài chính vững chắc như Keppel Land giúp KDH đa dạng hóa nguồn vốn phát triển. Các dự án đang được triển khai của KDH cũng đang có tiến độ khả quan, đặc biệt là dự án được chờ đợi từ lâu - Tân Tạo có thể sẽ đóng vai trò là động lực tăng trưởng tích cực trong những năm tới.

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:

- Chúng tôi tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 20% từ mức 10% – mức này vẫn thấp hơn bình quân 3 năm là 35,3%, và sát với giá cổ phiếu giao dịch trong tháng 7/2025 – do tin rằng các điều kiện thị trường không thuận lợi, dù ít nghiêm trọng đối với KDH hơn các đối thủ, vẫn có khả năng đè nặng lên tâm lý nhà đầu tư. Tuy nhiên, vì tin rằng KDH vẫn là một trong số ít nhà phát triển BĐS

có vị thế tốt nhất để vượt qua môi trường đầy thách thức và đảm bảo tỷ lệ hấp thụ tốt, chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này sẽ thu hẹp trở lại.

- 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).

Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu trong Bảng 20-21.

Bảng 20: 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%	41,100	40,000	39,100	38,000	37,000
	3.5%	40,000	38,900	38,000	37,000	36,000
	4.0%	38,900	37,800	37,000	36,000	35,000
	4.5%	37,800	36,800	36,000	35,000	34,000
	5.0%	36,800	35,800	35,000	34,000	33,100

Nguồn: HSC

Bảng 21: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

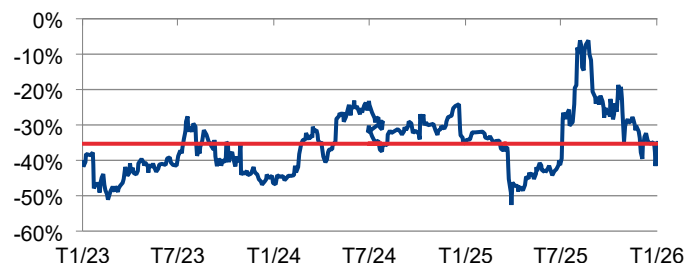
Kịch bản cơ sở giả định tỷ lệ chiết khấu là 20%, thấp hơn so với mức bình quân 3 năm của KDH là 37,3%

Giả định chiết khấu RNAV	0%	10%	20%	30%	40%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	46,200	41,600	37,000	32,400	27,700
Tiềm năng tăng giá	53.5%	38.2%	22.9%	7.6%	-8.0%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 22: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

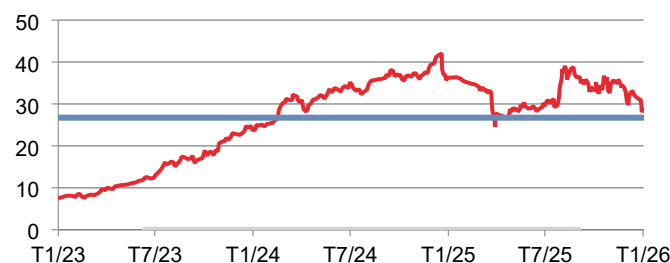
KDH đang giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 34,9% so với bình quân 3 năm ở mức 35,3%.



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 23: P/E trượt dự phóng 1 năm, KDH

KDH đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 28,7 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 26,7 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, KDH đang giao dịch với mức chiết khấu 35% so với RNAV, sát với bình quân 3 năm ở mức 34,9%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 28,7 lần, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 26,7 lần.

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	5,465	5,321	8,063
Lợi nhuận gộp	1,587	1,740	2,842	2,901	4,151
Chi phí BH&QL	(367)	(431)	(428)	(315)	(701)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	1,220	1,309	2,414	2,586	3,450
Lãi vay thuần	(97.9)	(179)	(79.1)	(155)	(170)
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
LNTT	1,069	1,051	2,335	2,431	3,279
Chi phí thuế TNDN	(340)	(248)	(612)	(661)	(869)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(13.8)	6.68	(724)	(911)	(403)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	716	810	1,000	859	2,007
Lợi nhuận thuần ĐC	650	731	916	762	1,909
EBITDA ĐC	1,205	1,301	2,397	2,568	3,432
EPS (đồng)	905	801	891	765	1,789
EPS ĐC (đồng)	747	723	816	679	1,701
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	791	1,011	1,122	1,122	1,122
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	799	1,011	1,122	1,122	1,122
Sig 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	4,500	836	912
Đầu tư ngắn hạn	8.52	277	277	277	277
Phải thu khách hàng	1,831	3,013	2,066	3,039	1,959
Hàng tồn kho	18,787	22,180	24,345	32,301	31,410
Các tài sản ngắn hạn khác	381	276	275	309	334
Tổng tài sản ngắn hạn	24,737	28,840	31,463	36,762	34,892
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	33,611	39,099	37,210
Nợ ngắn hạn	1,444	1,100	2,181	2,151	2,698
Phải trả người bán	92.1	288	124	114	184
Nợ ngắn hạn khác	924	612	785	894	1,037
Tổng nợ ngắn hạn	5,346	4,179	4,674	6,755	4,806
Nợ dài hạn	4,901	5,998	6,592	8,326	6,074
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	7,715	9,449	7,197
Tổng nợ phải trả	10,958	11,302	12,391	16,205	12,005
Vốn chủ sở hữu	13,451	17,394	18,439	19,201	21,110
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,072	2,057	2,781	3,692	4,095
Tổng vốn chủ sở hữu	15,523	19,450	21,220	22,893	25,206
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,481	30,753	33,611	39,099	37,210
BVPS (đ)	16,828	17,202	16,431	17,110	18,811
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,616	4,002	4,272	9,641	7,860

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,220	1,309	2,414	2,586	3,450
Khấu hao	15.0	8.14	17.6	17.6	17.6
Lãi vay thuần	(97.9)	(179)	(79.1)	(155)	(170)
Thuế TNDN đã nộp	(807)	(378)	(612)	(661)	(869)
Thay đổi vốn lưu động	(996)	(4,052)	(1,118)	(6,020)	326
Khác	(218)	(357)	14.1	(75.8)	(70.8)
LCT thuần từ HKKD	(1,556)	(4,252)	(146)	(5,162)	1,780
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	1,675	1,704	(1,704)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(293)	3,932	1,804	1,704	(1,704)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,753	3,730	3,096	4,500	836
LCT thuần trong kỳ	977	(634)	1,405	(3,665)	76.5
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,730	3,096	4,500	836	912
Dòng tiền tự do	(1,740)	(4,346)	(399)	(5,368)	1,781

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	52.0	54.5	51.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	57.7	39.7	43.9	48.3	42.6
Tỷ suất LNT (%)	34.3	24.7	18.3	16.1	24.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	31.8	23.6	26.2	27.2	26.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	(28.3)	57.0	66.7	(2.64)	51.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.41)	8.00	84.2	7.16	33.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(44.2)	12.6	25.3	(16.8)	150
Tăng trưởng EPS (%)	(44.1)	(11.5)	11.2	(14.1)	134
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(47.2)	(3.18)	12.9	(16.8)	150
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	5.58	4.56	9.96
ROACE (%)	6.20	5.49	8.70	8.44	10.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.09	0.11	0.17	0.15	0.21
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(1.28)	(3.25)	(0.06)	(2.00)	0.52
Số ngày tồn kho	13,683	5,263	3,387	4,872	2,931
Số ngày phải thu	1,333	715	287	458	183
Số ngày phải trả	67.1	68.4	17.2	17.2	17.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	37.2	34.0	30.3	67.5	40.1
Nợ/tài sản (%)	33.0	29.3	30.0	35.3	25.2
EBIT/lãi vay (lần)	12.5	7.33	30.5	16.6	20.3
Nợ/EBITDA (lần)	7.25	6.92	4.21	5.37	2.73
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.63	6.90	6.73	5.44	7.26
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	12.8	10.5	6.96	8.16	5.16
EV/EBITDA ĐC (lần)	22.1	26.5	15.9	16.9	12.1
P/E (lần)	33.3	37.6	33.8	39.3	16.8
P/E ĐC (lần)	40.3	41.6	36.9	44.3	17.7
P/B (lần)	1.79	1.75	1.83	1.76	1.60
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 (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ38,700 (từ VNĐ46,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 24.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/1/2026)	31,200
Mã Bloomberg	NLG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	23,466-43,066
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	30,788
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,138
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	576
Slg CP lưu hành (tr.đv)	485
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	243
Slg CP NN được mua (tr.đv)	21.4
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	45.6%
Tỷ lệ freefloat	44.8%
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	0	(13.4)	7.15
So với chỉ số	(8.68)	(15.0)	(32.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	1,345	1,374	(2.2)
2026F	1,275	1,543	(17.4)
2027F	1,468	1,836	(20.0)

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.

Lợi nhuận giảm được phản ánh vào giá cổ phiếu; duy trì k/n Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với NLG – một trong hai cổ phiếu BĐS lựa chọn hàng đầu của chúng tôi – nhưng giảm 16% giá mục tiêu xuống còn 38.700đ. Chúng tôi đánh giá cao quỹ đất lớn của NLG, vốn được kỳ vọng sẽ tạo ra dòng tiền và lợi nhuận ổn định trong vài năm tới. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 24%.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025, nhưng giảm 9-20% dự báo cho năm 2026-2027 sau khi giảm dự báo doanh số bán nhà năm 2026-2027. Dự báo mới 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 13%/31% (trước đó: 22%/41%).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 3 tháng qua, NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 45% so với ước tính RNAV, lớn hơn 10 điểm phần trăm so với bình quân 3 năm ở mức 35%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 27 lần – mức định giá rất rẻ.

Sự kiện: Đánh giá lại triển vọng

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và quan điểm đối với NLG sau khi đánh giá toàn diện triển vọng ở cấp độ ngành và công ty. Trong khi, các cơ quan quản lý đang siết chặt tín dụng có chọn lọc đối với lĩnh vực bất động sản. Môi trường lãi suất tăng cao trong thời gian gần đây đã làm suy yếu tâm lý nhà đầu tư, tác động tiêu cực đến nhu cầu nhà ở. Do đó chúng tôi giảm dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận năm 2026-2027.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025, nhưng giảm năm 2026-2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 692 tỷ đồng, tăng trưởng 34% (nếu loại trừ các khoản lãi bất thường, lợi nhuận năm 2025 dự kiến đạt 442 tỷ đồng, tăng trưởng 32%). Trong khi đó, chúng tôi giảm 9-20% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, lần lượt xuống 656 tỷ đồng và 756 tỷ đồng, chủ yếu do giảm dự báo doanh số bán nhà trong cùng giai đoạn. Lợi nhuận năm 2026-2027 dự kiến sẽ được hỗ trợ bởi các dự án Mizuki, Izumi, Paragon, Southgate, Anzen và Cần Thơ.

Nhìn chung, dự báo mới – sát với bình quân dự báo thị trường cho năm 2025 nhưng thấp hơn 17-20% so với 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 13% (trước đó: 22%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua và giảm 13% trong 3 tháng qua, NLG đang giao dịch ở mức chiết khấu 45% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 35%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 27 lần. HSC giảm 16% giá mục tiêu xuống còn 38.700đ, phản ánh việc giảm dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận cho năm 2026-2027, cũng như việc nâng mức chiết khấu định giá so với RNAV lên 30% (từ mức 20%, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 35%) để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân 3 năm và phản ánh bối cảnh ngành kém thuận lợi hơn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào. Chúng tôi nhận thấy giá trị ở quỹ đất dồi dào (đã thanh toán gần hết tiền sử dụng đất), giúp NLG nổi trội 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 giai đoạn 2025-2027, doanh số bán nhà dự kiến tăng mạnh, đặc biệt tại các dự án Southgate và Mizuki và việc mở bán trở lại dự án Izumi và Paragon sẽ là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	659	1,784	994 ▼	1,238	1,226 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	484	512	692	656 ▼	756 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,186	1,254	1,345	1,275 ▼	1,468 ▼
DPS (đồng)	200	500	500	500	500
BVPS (đồng)	24,386	25,118	26,123	26,975	28,033
EV/EBITDA ĐC (lần)	23.6	7.59	11.8	8.12	8.03
P/E ĐC (lần)	26.3	24.9	23.2	24.5	21.2
Lợi suất cổ tức (%)	0.64	1.60	1.60	1.60	1.60
P/B (lần)	1.28	1.24	1.19	1.16	1.11
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.1)	5.80	7.19	(5.14)	15.1
ROAE (%)	5.27	5.38	6.19	5.09	5.66

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

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

Giảm 19-21% dự báo doanh số bán nhà năm 2026-2027

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với NLG mặc dù giảm 11% giá mục tiêu xuống 38.700đ. Chúng tôi tiếp tục nhận thấy giá trị hấp dẫn ở quỹ đất lớn của NLG, vốn được kỳ vọng sẽ tạo ra dòng tiền và lợi nhuận ổn định trong vài năm tới. Mặc dù giữ nguyên phần lớn dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, chúng tôi giảm 9-20% dự báo cho năm 2026-2027 do giảm dự báo doanh số bán nhà. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 lần lượt ở mức 14%/31% (trước đây là 22%/41,1%). Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 45% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 35%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 24%.

Giảm dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận trong bối cảnh lãi suất cao và siết chặt tín dụng

Gần đây, chính phủ đã chỉ đạo mức tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực BĐS phải phù hợp với mức tăng trưởng bình quân của các tổ chức tín dụng đó. Chúng tôi đánh giá đây là hình thức siết chặt tín dụng có chọn lọc đối với lĩnh vực bất động sản. Môi trường lãi suất tăng cao trong thời gian gần đây đã làm suy yếu tâm lý nhà đầu tư, tác động tiêu cực đến nhu cầu nhà ở. Do đó, chúng tôi giảm 19-21% dự báo doanh số bán nhà cho giai đoạn năm 2026-2027 xuống còn khoảng 11,7-12 nghìn tỷ đồng cho mỗi năm, tương đương với dự báo doanh số bán nhà cho năm 2025 (11,6 nghìn tỷ đồng, không đổi).

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng 34% lên 695 tỷ đồng. Lợi nhuận trong năm này 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 loại trừ các khoản lợi nhuận không thường xuyên, lợi nhuận năm 2025 dự kiến đạt 442 tỷ đồng, tăng trưởng 32%.

Trong khi đó, chúng tôi giảm 9-20% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, lần lượt xuống 673 tỷ đồng và 867 tỷ đồng, chủ yếu do giảm dự báo doanh số bán nhà trong cùng giai đoạn. Lợi nhuận năm 2026-2027 dự kiến 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. Đáng chú ý, NLG có kế hoạch bán 50% cổ phần tại dự án Waterpoint giai đoạn 2 (190 ha, Tây Ninh) trong năm 2026 và dự kiến ghi nhận một khoản lợi nhuận HĐ tài chính lớn nhưng chúng tôi chưa phản ánh kế hoạch này vào mô hình dự báo lợi nhuận do thiếu thông tin chi tiết. Nhìn chung, dự báo mới 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 14%/31% (trước đó: 22%/41%). Chúng tôi trình bày dự báo lợi nhuận mới cho NLG trong Bảng 24.

Bảng 24: Dự báo mới lợi nhuận, NLG

Dự báo lợi nhuận thuần/ lợi nhuận 'cốt lõi' giai đoạn 2024-2027 tăng trưởng với CAGR là 13% / 31%

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	5,961	0.0%	-17.2%	5,861	-3.7%	-1.7%	5,941	-9.2%	1.4%	-6.2%
Lợi nhuận gộp	3,068	2,201	-8.0%	-28.3%	2,435	-4.2%	10.6%	2,444	-11.9%	0.4%	-7.3%
Doanh thu HĐ tài chính	337	475	1.9%	41.0%	215	4.5%	-54.7%	232	0.1%	7.9%	-11.6%
Thu nhập từ cty LD, LK	100	77	-4.7%	-22.6%	217	-19.3%	181.4%	352	-17.3%	62.3%	52.3%
Lợi nhuận thuần	518	692	-0.5%	33.5%	656	-8.7%	-5.1%	756	-19.8%	15.1%	13.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	184	250	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận "cốt lõi"	334	442	-0.7%	32.3%	656	-8.7%	48.5%	756	-19.8%	15.1%	31.3%

Nguồn: HSC

Giảm 16% giá mục tiêu, duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 16% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 38.700đ, phản ánh việc giảm dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận cho năm 2026-2027, cũng như việc nâng mức chiết khấu giả định so với RNAV lên 30% (từ mức 20%, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 35%) để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân 3 năm và phản ánh bối cảnh ngành kém thuận lợi hơn.

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 10% 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).
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2026.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 25. 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 26 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 27.

Bảng 25: Định giá, NLG (tỷ đồng)

Dự án	Tỷ lệ sở hữu của NLG	Giá trị (giữa năm-2026)	Phương pháp
Southgate	65%	1,647	DCF
Waterpoint phase 2	100%	4,690	Comparable
Akari City	50%	1,182	DCF
Paragon	50%	2,260	DCF
Mizuki Park	50%	595	DCF
Izumi	50%*	6,200	DCF
Capital Tower	100%	282	NOI/Cap rate
VSIP	50%	1,181	DCF
Anzen Residence	100%	1,467	DCF
Cần Thơ 1	100%	523	DCF
Dự án khác	100%	712	Giá trị sổ sách
Tổng giá trị tài sản		20,740	
(-) Tiền mặt/(nợ) thuần		6,052	
RNAV		26,792	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		485.1	
RNAV/cổ phiếu (đồng)		55,218	
Chiết khấu so với RNAV		30%	
Giá mục tiêu (đồng)		38,700	

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 26: 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 10,25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	39,600	39,300	39,100	38,800	38,500
	3.5%	39,400	39,100	38,900	38,600	38,300
	4.0%	39,200	38,900	38,700	38,400	38,100
	4.5%	38,900	38,700	38,400	38,200	37,900
	5.0%	38,700	38,500	38,200	38,000	37,700

Nguồn: HSC

Bảng 27: 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	20.0%	25.0%	30%	35.0%	40.0%
Giá mục tiêu (đồng)	44,175	41,414	38,700	35,892	33,131
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	42.5%	33.6%	24.0%	15.8%	6.9%

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua và giảm 13% trong 3 tháng qua, NLG đang giao dịch ở mức chiết khấu 45% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 35%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 27 lần.

Chúng tôi nhận thấy giá trị ở quỹ đất dồi dào (đã thanh toán gần hết tiền sử dụng đất), giúp NLG nổi trội so với các nhà phát triển BĐS khác trong bối cảnh luật đất đai mới làm tăng chi phí đất cho các dự án. Doanh số bán nhà vững chắc trong năm 2026-2027 sẽ là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với NLG.

Biểu đồ 28: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, NLG

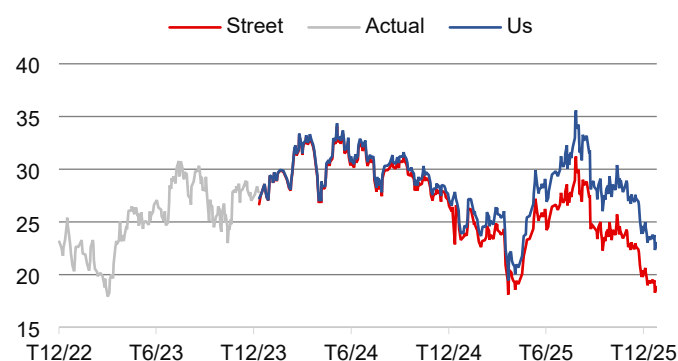
NLG đang giao dịch ở mức chiết khấu 45% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 35%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 29: P/E trượt dự phóng 1 năm, NLG

NLG có P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 27 lần



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	5,961	5,861	5,941
Lợi nhuận gộp	1,562	3,068	2,201	2,435	2,444
Chi phí BH&QL	(980)	(1,390)	(1,250)	(1,240)	(1,261)
Thu nhập khác	26.6	55.9	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	608	1,734	951	1,195	1,183
Lãi vay thuần	(58.5)	5.38	200	(95.2)	(76.9)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	418	99.7	77.2	217	352
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	968	1,839	1,228	1,317	1,458
Chi phí thuế TNDN	(168)	(457)	(236)	(218)	(215)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(317)	(869)	(300)	(442)	(488)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	484	512	692	656	756
Lợi nhuận thuần ĐC	456	483	652	619	713
EBITDA ĐC	659	1,784	994	1,238	1,226
EPS (đồng)	1,257	1,330	1,426	1,352	1,557
EPS ĐC (đồng)	1,186	1,254	1,345	1,275	1,468
DPS (đồng)	200	500	500	500	500
Sig CP bình quân (triệu đv)	385	385	485	485	485
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	385	385	485	485	485
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	385	385	485	485	485

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	9,205	10,736	10,908
Đầu tư ngắn hạn	1,050	792	792	792	792
Phải thu khách hàng	3,634	2,629	2,620	2,557	2,590
Hàng tồn kho	17,348	17,993	10,687	10,029	10,029
Các tài sản ngắn hạn khác	736	692	727	763	801
Tổng tài sản ngắn hạn	25,309	27,549	24,030	24,876	25,121
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	5,562	6,086	7,041
Tài sản dài hạn khác	628	506	759	965	965
Tổng tài sản dài hạn	3,293	2,759	6,752	7,452	8,376
Tổng cộng tài sản	28,602	30,308	30,782	32,329	33,497
Nợ ngắn hạn	2,402	2,887	1,444	1,083	812
Phải trả người bán	1,175	1,027	1,336	1,217	1,242
Nợ ngắn hạn khác	2,246	2,810	3,238	3,391	3,560
Tổng nợ ngắn hạn	9,887	10,148	9,530	9,969	9,891
Nợ dài hạn	3,705	4,074	4,313	4,566	4,811
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,049	1,053	1,053	1,053	1,053
Nợ dài hạn khác	380	425	425	425	425
Tổng nợ dài hạn	5,135	5,553	5,792	6,044	6,290
Tổng nợ phải trả	15,074	15,742	15,364	16,054	16,222
Vốn chủ sở hữu	9,383	9,672	12,675	13,088	13,601
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,145	4,894	2,744	3,186	3,674
Tổng vốn chủ sở hữu	13,528	14,566	15,419	16,274	17,275
Tổng nợ phải trả và VCSH	28,602	30,308	30,782	32,329	33,497
BVPS (đ)	24,386	25,118	26,123	26,975	28,033
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,567	1,518	(3,449)	(5,087)	(5,285)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	608	1,734	951	1,195	1,183
Khấu hao	(51.0)	(50.1)	(43.6)	(43.6)	(43.6)
Lãi vay thuần	(58.5)	5.38	200	(95.2)	(76.9)
Thuế TNDN đã nộp	(333)	(240)	(236)	(218)	(215)
Thay đổi vốn lưu động	(2,116)	192	1,107	1,483	122
Khác	99.2	(20.5)	(0.28)	0.57	(0.69)
LCT thuần từ HKKD	(2,186)	1,203	1,591	2,193	824
Đầu tư TS dài hạn	(26.9)	(34.6)	(267)	(220)	(13.4)
Góp vốn & đầu tư	(880)	(55.0)	1,170	(307)	(602)
Thanh lý	233	323	0	0	0
Khác	896	794	162	215	232
LCT thuần từ HĐĐT	222	1,028	1,065	(311)	(383)
Cổ tức trả cho CSH	(187)	(194)	(193)	(243)	(243)
Thu từ phát hành CP	0	0	2,503	0	0
Tăng/giảm nợ	918	867	(1,204)	(108)	(25.3)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	731	672	1,106	(351)	(268)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,773	2,540	5,443	9,205	10,736
LCT thuần trong kỳ	(1,233)	2,903	3,762	1,530	173
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,540	5,443	9,205	10,736	10,908
Dòng tiền tự do	(2,213)	1,168	1,324	1,973	810

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	36.9	41.5	41.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.7	24.8	16.7	21.1	20.6
Tỷ suất LNT (%)	15.2	7.12	11.6	11.2	12.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.3	24.9	19.2	16.6	14.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(26.7)	126	(17.2)	(1.67)	1.36
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(26.2)	171	(44.3)	24.5	(0.96)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(12.9)	5.88	35.1	(5.14)	15.1
Tăng trưởng EPS (%)	(13.2)	5.80	7.19	(5.14)	15.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.1)	5.80	7.19	(5.14)	15.1
Tăng trưởng DPS (%)	(76.7)	150	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	15.9	37.6	35.1	37.0	32.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.27	5.38	6.19	5.09	5.66
ROACE (%)	3.29	8.92	4.59	5.48	5.15
Vòng quay tài sản (lần)	0.11	0.24	0.20	0.19	0.18
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(3.59)	0.69	1.67	1.84	0.70
Số ngày tồn kho	3,910	1,591	1,037	1,068	1,047
Số ngày phải thu	819	232	254	272	270
Số ngày phải trả	265	90.8	130	130	130
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	78.7	47.0	(2.64)	(9.24)	(10.3)
Nợ/tài sản (%)	34.7	32.9	28.8	29.5	28.4
EBIT/lãi vay (lần)	10.4	N/a	N/a	12.6	15.4
Nợ/EBITDA (lần)	15.0	5.60	8.92	7.69	7.75
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.56	2.71	2.52	2.50	2.54
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.89	1.88	1.96	1.71	1.66
EV/EBITDA ĐC (lần)	23.6	7.59	11.8	8.12	8.03
P/E (lần)	24.8	23.5	21.9	23.1	20.0
P/E ĐC (lần)	26.3	24.9	23.2	24.5	21.2
P/B (lần)	1.28	1.24	1.19	1.16	1.11
Lợi suất cổ tức (%)	0.64	1.60	1.60	1.60	1.60

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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

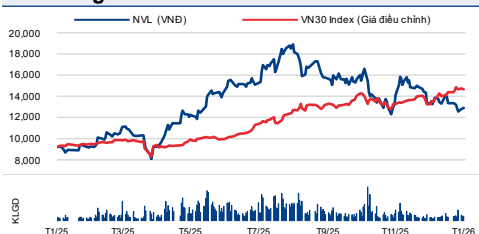
Giá mục tiêu: VNĐ14,000 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 9.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/1/2026) 12,800

Mã Bloomberg	NVL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	8,100-18,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	12,813
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	24,961
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	950
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	(3.76)	(17.9)	39.1
So với chỉ số	(12.1)	(19.5)	(11.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	(641)	(286)	124.0
2026F	174	55.9	211.0
2027F	502	1,979	(74.6)

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 & BĐS 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

Giảm giá mục tiêu, duy trì k/n tăng tỷ trọng;

- HSC giảm 18% giá mục tiêu xuống còn 14.000đ dựa trên việc điều chỉnh các giả định về triển vọng ngành bất động sản sau khi NHNN ban hành quy định mới về tín dụng cho năm 2026. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 9%.
- Chúng tôi cũng giảm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 nhằm phản ánh mức độ dễ bị ảnh hưởng của danh mục sản phẩm của NVL (các dự án nghỉ dưỡng và dân cư tại các thành phố loại 2/3) trước những thay đổi sắp tới của điều kiện thị trường.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% kể từ đầu năm và giảm 18% trong 3 tháng qua, chủ yếu do quy định về tín dụng của NHNN cho năm 2026 và quy định về định danh bất động sản kỹ thuật số mới (từ ngày 1/3), NVL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 45,3% so với ước tính RNAV/cp (sau khi điều chỉnh giảm 4%), sát với bình quân 3 năm ở mức 32,2%.

Sự kiện: NHNN ban hành quy định về tín dụng cho năm 2026, hạn chế cho vay BĐS

HSC đã cập nhật triển vọng lợi nhuận của NVL, phản ánh quan điểm được điều chỉnh theo hướng tiêu cực hơn đối với ngành BĐS sau khi NHNN ban hành quy định về tín dụng cho năm 2026. Chúng tôi đánh giá quy định này là sự thay đổi mang tính cấu trúc trong quan điểm của Chính phủ đối với thị trường, báo hiệu môi trường tín dụng thuận lợi trong những năm gần đây có thể sẽ không còn nữa.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025, giảm mạnh năm 2026-2027

Cho năm 2026-2027, HSC giảm lần lượt 20% và 50% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 411 tỷ đồng trong năm 2026 (chuyển sang có lãi từ lỗ lớn trong dự báo cho năm 2025) và 1.185 tỷ đồng trong năm 2027, trên mức doanh thu tương ứng là 10,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 44,8% so với dự báo cho năm 2025) và 15,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 49%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% kể từ đầu năm (hoặc giảm 18% trong 3 tháng qua), chủ yếu do (1) tâm lý tiêu cực xung quanh quy định của NHNN và (2) quy định bắt buộc định danh bất động sản kỹ thuật số bắt đầu từ ngày 1/3, NVL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 45,3% so với ước tính RNAV/cp, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 32,2%, do đó chúng tôi cho rằng rủi ro phần lớn đã được phản ánh vào giá cổ phiếu.

HSC giảm 4% RNAV ước tính theo phương pháp SoTP, chủ yếu do giảm dự báo doanh số bán nhà dựa trên kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ suy yếu vì chính sách siết chặt tín dụng và lãi suất tăng cao. Chúng tôi cũng tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV lên 40% (từ mức 30% trước đó) nhằm phản ánh sự suy yếu của thị trường bất động sản. Tác động thuần là việc giảm 17,6% giá mục tiêu xuống còn 14.000đ.

Trong khi đó, HSC nhận thấy có tiến triển, dù còn chậm, trong việc tái cơ cấu nợ và pháp lý dự án, do đó chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng giai đoạn tồi tệ nhất của công ty đã qua. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 9% tại giá mục tiêu mới.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(799)	(2,193)	471	1,758 ▼	2,842 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	606	(6,412)	(1,512)	411 ▼	1,185 ▼
EPS ĐC (đồng)	291	(3,084)	(641) ▲	174 ▼	502 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	19,510	19,423	16,292 ▼	16,476 ▼	17,007 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	(99.1)	(37.3)	187	53.4	31.0
P/E ĐC (lần)	43.9	N/a	N/a	73.6	25.5
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.66	0.66	0.79	0.78	0.75
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	79.2	127	189
ROAE (%)	1.60	(16.9)	(4.07)	1.12	3.17

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

Thay đổi chính sách dẫn đến việc điều chỉnh triển vọng tiêu cực

Trong khi các chính sách pháp lý vẫn mang tính hỗ trợ, quy định về tín dụng cho năm 2026 của NHNN báo hiệu các điều kiện tín dụng thắt chặt hơn và quan điểm thận trọng hơn đối với lĩnh vực BĐS. Chúng tôi nhận thấy sự thay đổi mang tính cấu trúc này có thể kéo giảm tỷ lệ hấp thụ dự án, trì hoãn việc thu tiền mặt và làm tăng áp lực tài chính cho toàn ngành (và cả NVL). Theo đó, chúng tôi đã giảm bình quân 50% dự báo lợi nhuận để phản ánh quan điểm triển vọng thận trọng hơn. Mặc dù chúng tôi vẫn kỳ vọng NVL sẽ có lãi trở lại từ năm 2026 khi các nút thắt pháp lý được nói lỏng và các dự án quan trọng được khởi động trở lại, nhưng tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn (9%) dường như không đủ để bù đắp cho các rủi ro hiện hữu.

Việc siết chặt hạn mức tín dụng báo hiệu sự đảo chiều/thắt chặt chính sách

Như đã thảo luận trong phần Báo cáo nhanh về ngành, hướng dẫn cho năm 2026 của NHNN quy định tăng trưởng tín dụng BĐS không được vượt quá tốc độ tăng trưởng tín dụng chung của tổ chức tín dụng đó. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng tín dụng trong Q1/2026 được giới hạn ở mức 25% mục tiêu cho cả năm để duy trì thanh khoản. Điều này thể hiện mức độ thắt chặt đáng kể so với những năm gần đây, khi tín dụng bất động sản – cụ thể là các khoản vay cho nhà phát triển và dự án – đã tăng cao hơn tín dụng hệ thống (Năm 2023: 37%, năm 2024: 33%, 9 tháng đầu năm 2025: 30%), nâng tỷ trọng của ngành trong tổng tín dụng từ 6,65% trong năm 2022 lên 10,6% trong tháng 9/2025.

HSC đánh giá quy định này là sự thay đổi mang tính cấu trúc trong quan điểm của Chính phủ đối với thị trường, báo hiệu môi trường tín dụng thuận lợi trong những năm gần đây có thể sẽ không còn nữa.

Ngoài ra, có hiệu lực từ ngày 1/3/2026, Nghị định 357/2025/NĐ-CP bắt buộc mỗi bất động sản – bao gồm nhà ở, căn hộ và các đơn vị dự án – phải có một mã định danh kỹ thuật số duy nhất trong cơ sở dữ liệu bất động sản quốc gia. Mặc dù điều này giúp tăng cường tính minh bạch của thị trường, nhưng có thể sẽ kìm hãm nhu cầu khi nhà đầu tư dự đoán sẽ có các khoản thuế nhắm vào bất động sản thứ hai hoặc nhiều bất động sản sau khi dữ liệu được tích hợp đầy đủ.

Dưới góc độ của những thay đổi này, chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và định giá cho NVL tương ứng.

Giảm số dư nợ thông qua phát hành riêng lẻ

NVL tiếp tục đạt tiến triển trong việc giảm số dư nợ, chủ yếu bằng cách chuyển đổi nợ vay thành vốn chủ sở hữu thông qua phát hành riêng lẻ. Chi tiết như sau:

- Nợ bên liên quan: Phát hành 163 triệu cổ phiếu (mức giá 15.746đ/cp) để chuyển đổi 2.638 tỷ đồng nợ – thuộc sở hữu của Nova Group (2.527 tỷ đồng) và Diamond Properties (111 tỷ đồng), cả hai đều liên quan đến Chủ tịch Bùi Thành Nhơn. Hiện tại, Nova Group và Diamond Properties lần lượt nắm giữ 491,8 triệu cổ phiếu (22,2%) và 171,3 triệu cổ phiếu (7,7%).
- Trái phiếu quốc tế: Phát hành 20 triệu cổ phiếu (mức giá 36.000đ/cp) để chuyển đổi 747 tỷ đồng trái phiếu quốc tế (133 trái phiếu). Bốn chủ nợ quốc tế đã tham gia đợt phát hành riêng lẻ này, bao gồm:
 - o BNP Paribas Financial Markets (106);
 - o Oclaner Funds SICAV – Bond Fund (5);
 - o Oclaner Funds SICAV – Global Credit Opportunity Fund (21) và
 - o Barclays Capital Securities Limited (1).

Tổng cộng, NVL đã phát hành 184 triệu cổ phiếu mới thông qua phát hành riêng lẻ để giảm 3.385 tỷ đồng nợ trong Q4/2025. Chúng tôi đã phản ánh điều này vào mô hình dự báo lợi nhuận mới được điều chỉnh.

Dựa trên những diễn biến pháp lý tích cực tại các dự án lớn, HSC kỳ vọng thanh khoản của công ty sẽ tiếp tục được cải thiện, được củng cố bởi việc (1) giải ngân từ các hạn mức tín dụng ngân hàng, (2) thu hồi các khoản khách hàng ứng trước còn tồn đọng và (3) doanh thu từ các đợt bán hàng mới.

Lợi nhuận: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 do triển vọng kém thuận lợi

HSC giữ nguyên dự báo lỗ thuần 1,5 nghìn tỷ đồng và lỗ từ HĐKD cốt lõi 160 tỷ đồng cho năm 2025 – cả hai đều thấp hơn nhiều so với năm 2024 – trên doanh thu 7.120 tỷ đồng (giảm 21,5%). Năm 2025 dự kiến sẽ phát sinh các khoản lỗ bất thường/không thường xuyên 1.354 tỷ đồng, đến từ hợp đồng hợp tác kinh doanh và lỗ tỷ giá.

Cho năm 2026-2027, HSC giảm lần lượt 20% và 50% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 411 tỷ đồng trong năm 2026 và 1.185 tỷ đồng trong năm 2027, trên doanh thu tương ứng là 10,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 44,8%) và 15,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 49%). Dự báo cập nhật cho năm 2026-2027 phản ánh triển vọng kém thuận lợi do chính sách tín dụng thắt chặt của NHNN. Sự thay đổi này dự kiến sẽ đè nặng lên tâm lý và nhu cầu của nhà đầu tư, dẫn đến tỷ lệ hấp thu dự án tăng chậm lại, trì hoãn hoạt động thu tiền mặt và làm tăng áp lực tài chính trên toàn ngành. NVL đặc biệt dễ bị tổn thương do danh mục đầu tư tập trung mạnh vào phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng (NovaWorld Phan Thiết và Hồ Tràm) và các khu đô thị vệ tinh loại 2/3 (Aqua City) – vốn vẫn trầm lắng kể từ năm 2022.

HSC lưu ý rằng mặc dù giảm giá mục tiêu, nhưng mô hình dự báo của chúng tôi vẫn tiếp tục kỳ vọng NVL sẽ có lãi trở lại vào năm 2026.

Do chưa 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 30: Dự báo mới và dự báo cũ lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, NVL

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	7,120		-	-21.5%
Lợi nhuận gộp	2,624		-	2303.5%
Lãi/(lỗ) tài chính	(2,464)		-	-300.2%
Chi phí BH&QL	(1,824)		-	-7.4%
LNTT	(1,515)		-	-40.2%
Lợi nhuận thuần	(1,515)		-	-76.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên*	(1,354)		-	91.5%
'Lợi nhuận cốt lõi'	(160)		-	-97.3%
2026F				
Doanh thu thuần	12,092	10,310	-14.7%	44.8%
Lợi nhuận gộp	4,916	4,245	-13.6%	61.6%
Lãi/(lỗ) tài chính	(1,567)	(1,577)	0.6%	-36.0%
Chi phí BH&QL	(2,263)	(2,156)	-4.7%	18.2%
LNTT	1,086	513	-52.8%	N/m
Lợi nhuận thuần	869	411	-52.8%	N/m
Các khoản mục ròng không thường xuyên*	-	-	-	-
'Lợi nhuận cốt lõi'	869	411	-52.8%	N/m
2027F				
Doanh thu thuần	21,636	15,360	-29.0%	49.0%
Lợi nhuận gộp	7,806	5,787	-25.9%	36.3%
Lãi/(lỗ) tài chính	(1,654)	(1,692)	2.3%	7.3%
Chi phí BH&QL	(2,990)	(2,613)	-12.6%	21.2%
LNTT	3,162	1,481	-53.1%	188.7%
Lợi nhuận thuần	2,529	1,185	-53.1%	188.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên*	-	-	-	-
'Lợi nhuận cốt lõi'	2,529	1,185	-53.1%	188.7%

Lưu ý: *Sau khi điều chỉnh ước tính cho thuế và các khoản mục khác.

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 17,6% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 14.000đ sau khi giảm 3,9% ước tính RNAV/cp xuống còn 23.310đ nhằm phản ánh triển vọng kém thuận lợi cho công ty (cũng như toàn ngành) sau khi NHNN ban hành quy định về tín dụng, cũng như việc tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV thêm 10 điểm phần trăm lên 40%. Cụ thể, hiện tại chúng tôi dự báo việc ghi nhận doanh thu và thu tiền mặt sẽ chậm lại. Với tiềm năng tăng giá 9% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Đáng chú ý, chúng tôi tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 40%, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 32%, do chúng tôi nhận thấy thị trường bất động sản khó khăn hơn sau những thay đổi từ phía NHNN.

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 nửa đầu năm 2025 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.).
- 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 lần (theo Bloomberg).

Bảng 31: Bảng SOTP, NVL

Tỷ đồng	Định giá lại theo HSC	Phương pháp
RNAV của dự án	155,423	DCF
Tài sản khác	47,256	BV
Các khoản nợ khác	(85,347)	BV
Tổng tài sản	117,332	
Nợ thuần	(65,303)	BV
NAV	52,029	
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,232	
RNAV/cp (đồng)	23,310	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV	40%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	14,000	

Nguồn: HSC

Bảng 32: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giá định chiết khấu của thị giá so với RNAV, NVL

Giá định chiết khấu so với RNAV	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	20,541	18,258	14,000	13,694	11,411
Tiềm năng tăng/giảm	60.5%	42.6%	9.4%	7.0%	-10.8%

Nguồn: HSC

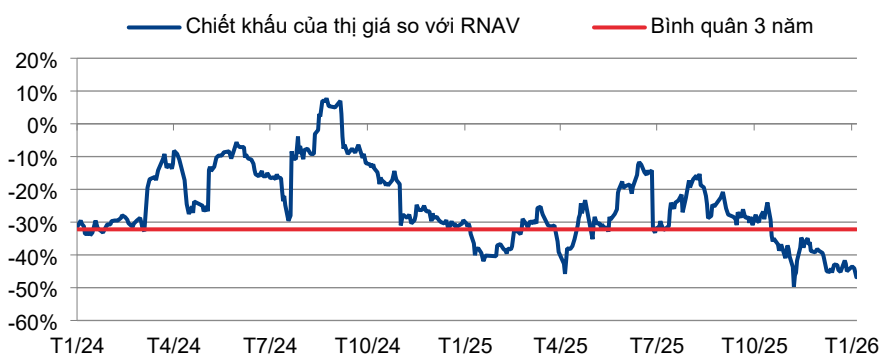
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% kể từ đầu năm (hoặc giảm 18% trong 3 tháng qua), chủ yếu do (1) tâm lý tiêu cực xung quanh quy định của NHNN và (2) quy định bắt buộc định danh bất động sản kỹ thuật số bắt đầu từ ngày 1/3/2026, NVL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 45,3% so với ước tính RNAV/cp, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 32,2%. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 73,6 lần và 25,5 lần và P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 70,7 lần.

HSC cho rằng yếu tố rủi ro đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy hoạt động tái cơ cấu nợ và pháp lý tại các dự án của công ty có tiến triển, dù còn chậm nên chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng giai đoạn tồi tệ nhất của công ty đã qua.

Biểu đồ 33: Chiết khấu của thị giá so với RNAV/cp, NVL

NVL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 45,3% so với ước tính RNAV/cp, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 32,2%



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	4,757	9,073	7,120	10,310	15,360
Lợi nhuận gộp	1,322	109	2,627	4,245	5,787
Chi phí BH&QL	(1,782)	(1,970)	(1,824)	(2,156)	(2,613)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(460)	(1,861)	803	2,090	3,174
Lãi vay thuần	1,884	1,231	(2,464)	(1,577)	(1,692)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	(152)	(6.11)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	726	(1,894)	149	0	0
LNTT	1,999	(2,530)	(1,512)	513	1,481
Chi phí thuế TNDN	(1,513)	(1,821)	0	(103)	(296)
Lợi ích cổ đông thiểu số	120	(2,060)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	606	(6,412)	(1,512)	411	1,185
Lợi nhuận thuần ĐC	606	(6,412)	(1,512)	411	1,185
EBITDA ĐC	(799)	(2,193)	471	1,758	2,842
EPS (đồng)	311	(3,288)	(678)	184	531
EPS ĐC (đồng)	291	(3,084)	(641)	174	502
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,950	1,950	2,232	2,232	2,232
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,950	1,950	2,232	2,232	2,232
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,079	2,079	2,361	2,361	2,361

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	1,545	1,643	25,900
Đầu tư ngắn hạn	43.5	31.2	42.1	42.1	42.1
Phải thu khách hàng	47,011	54,818	44,160	29,097	32,851
Hàng tồn kho	138,935	146,611	159,120	187,178	197,907
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	206,718	219,590	258,493
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	31,135	36,944	43,404
Tổng tài sản dài hạn	50,332	30,350	42,013	47,060	54,016
Tổng cộng tài sản	241,486	238,181	248,731	266,651	312,509
Nợ ngắn hạn	30,937	36,946	35,101	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	38,277	36,743	30,780
Tổng nợ ngắn hạn	87,283	105,346	111,641	123,241	146,117
Nợ dài hạn	26,775	24,586	25,904	28,037	46,529
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	13,708	14,614	13,883	13,883	11,106
Nợ dài hạn khác	68,157	45,649	50,829	54,605	60,688
Tổng nợ dài hạn	108,639	84,849	90,617	96,525	118,323
Tổng nợ phải trả	196,184	190,473	202,536	220,045	264,718
Vốn chủ sở hữu	38,047	37,877	36,365	36,775	37,960
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	46,195	46,606	47,791
Tổng nợ phải trả và VCSH	241,486	238,181	248,731	266,651	312,509
BVPS (đ)	19,510	19,423	16,292	16,476	17,007
Nợ thuần/(tiền mặt)	54,300	56,925	59,461	65,303	59,537

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(460)	(1,861)	803	2,090	3,174
Khấu hao	339	332	332	332	332
Lãi vay thuần	1,884	1,231	(2,464)	(1,577)	(1,692)
Thuế TNDN đã nộp	(416)	(569)	0	(103)	(296)
Thay đổi vốn lưu động	(6,096)	(3,150)	5,920	(3,250)	9,286
Khác	3,776	1,639	(462)	1,911	1,987
LCT thuần từ HKKD	(7,626)	(5,938)	(704)	(6,271)	6,593
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	(527)	5,941	18,491
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(4,710)	2,923	(527)	5,941	18,491
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,600	3,413	4,608	1,545	1,643
LCT thuần trong kỳ	(5,188)	1,195	(3,063)	98.6	24,257
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,413	4,608	1,545	1,643	25,900
Dòng tiền tự do	(7,639)	(5,943)	(1,113)	(6,689)	6,161

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	41.2	37.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(16.8)	(24.2)	6.61	17.0	18.5
Tỷ suất LNT (%)	12.7	(70.7)	(21.2)	3.98	7.72
Thuế TNDN hiện hành (%)	75.7	(72.0)	0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(57.3)	90.7	(21.5)	44.8	49.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(151)	(174)	121	274	61.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	76.4	127	189
Tăng trưởng EPS (%)	(72.0)	(1,159)	79.4	127	189
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	79.2	127	189
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.60	(16.9)	(4.07)	1.12	3.17
ROACE (%)	(0.27)	(1.30)	0.59	1.49	2.05
Vòng quay tài sản (lần)	0.02	0.04	0.03	0.04	0.05
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	16.6	3.19	(0.88)	(3.00)	2.08
Số ngày tồn kho	14,764	5,970	12,927	11,265	7,546
Số ngày phải thu	4,996	2,232	3,588	1,751	1,253
Số ngày phải trả	1,050	346	747	506	319
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	193	200	222	263	318
Nợ/tài sản (%)	31.8	33.8	33.0	36.8	47.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	0.33	1.33	1.88
Nợ/EBITDA (lần)	(96.1)	(36.7)	175	55.9	51.7
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.19	1.97	1.85	1.78	1.77
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	16.7	9.02	12.4	9.10	5.74
EV/EBITDA ĐC (lần)	(99.1)	(37.3)	187	53.4	31.0
P/E (lần)	41.2	N/a	N/a	69.6	24.1
P/E ĐC (lần)	43.9	N/a	N/a	73.6	25.5
P/B (lần)	0.66	0.66	0.79	0.78	0.75
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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

Năm giữ (giữ nguyên)

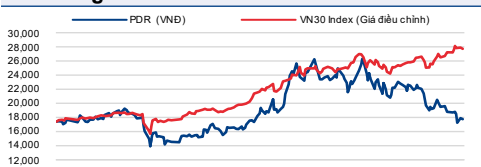
Giá mục tiêu: VNĐ18,500 (từ VNĐ22,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 3.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/1/2026)	17,850
Mã Bloomberg	PDR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,935-26,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,875
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	17,490
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	666
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	(6.05)	(30.0)	2.55
So với chỉ số	(14.2)	(31.3)	(35.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,324	1,016	30.3
2026F	665	795	(16.4)
2027F	838	926	(9.5)

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

Tiến độ bán hàng chậm của dự án Quy Nhơn Iconic; k/n Năm giữ

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với PDR nhưng giảm 15,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 18.500đ sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và thay đổi các giả định định giá. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 4%.
- Chúng tôi giảm 87,2% dự báo lợi nhuận năm 2025 xuống còn 256 tỷ đồng (so với mức 11 tỷ đồng của năm 2024) nhưng tăng 263,5% dự báo cho năm 2026 lên 1.544 tỷ đồng (tăng trưởng 503,7%) sau khi lùi thời điểm chuyển nhượng cổ phần tại dự án Bình Dương Tower thêm 1 năm sang năm 2026. Chúng tôi giảm 81,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn 127 tỷ đồng (giảm 91,8% so với cùng kỳ) do chậm ghi nhận doanh thu tại dự án Quy Nhơn Iconic.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 30% trong 3 tháng qua, PDR đang giao dịch với mức chiết khấu 32,6% so với ước tính RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 ở mức 27,8%..

Sự kiện: Phân tích sâu triển vọng ngành và đánh giá danh mục dự án

HSC xem xét lại các dự báo lợi nhuận và định giá đối với PDR sau khi cập nhật đánh giá về triển vọng ngành BĐS và danh mục dự án của công ty. Lãi suất tăng và lo ngại về khả năng siết chặt tín dụng BĐS đã tạo áp lực lên tâm lý nhà đầu tư, điều mà chúng tôi cho rằng sẽ tác động tiêu cực đến tỷ lệ hấp thụ của các đợt mở bán trong các giai đoạn tiếp theo của dự án Quy Nhơn Iconic.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025, 2027, nhưng tăng dự báo cho năm 2026

HSC giảm 87,2% dự báo lợi nhuận năm 2025 xuống còn 256 tỷ đồng (so với mức 11 tỷ đồng của năm 2024) nhưng tăng 263,5% dự báo cho năm 2026 lên 1.544 tỷ đồng (tăng trưởng 503,7%) sau khi lùi thời điểm chuyển nhượng cổ phần (chúng tôi cho rằng đây là hoạt động bán buôn) tại dự án Bình Dương Tower thêm 1 năm sang năm 2026. Chúng tôi cũng giảm 81,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn 127 tỷ đồng (giảm 91,8% so với cùng kỳ) dựa trên việc giảm giả định doanh số bán nhà tại dự án Quy Nhơn Iconic và tỷ suất lợi nhuận gộp (điều chỉnh giảm xuống còn 37,9% từ mức 45%). Chúng tôi kỳ vọng PDR sẽ đưa ra các chương trình ưu đãi bán hàng/chiết khấu sâu hơn để hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 30% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN Index, PDR đang giao dịch với mức chiết khấu 32,6% so với ước tính RNAV, lớn hơn một chút so với bình quân từ khi HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 ở mức 27,8%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,3 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 34,8 lần – sát với giá trị hợp lý, không đắt cũng không rẻ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ nhưng giảm 15,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 18.500đ (tiềm năng tăng giá 3,6%) dựa trên việc giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 30% (từ 10%), nhằm phản ánh tốt hơn mức chiết khấu bình quân 3 năm và thể hiện quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về ngành. Mặc dù hoạt động chuyển nhượng cổ phần/bán buôn tại dự án Bình Dương Tower cho nhà đầu tư nước ngoài được xem là động lực tăng trưởng tích cực cho thanh khoản của công ty, chúng tôi lưu ý rằng danh mục dự án hiện tại đang tập trung quá mức vào phân khúc condotel và nhà ở hạng sang, vốn dễ bị tổn thương hơn trước những khó khăn chung của thị trường là việc lãi suất tăng và điều kiện tín dụng siết chặt hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	373	247	279 ▼	161 ▼	162 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	684	155	256 ▼	1,544 ▲	127 ▼
EPS ĐC (đồng)	854	188	1,324	665	838
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,887	12,599	12,208 ▼	13,784	13,914 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	42.4	83.5	79.7	107	111
P/E ĐC (lần)	20.9	95.0	13.5	26.8	21.3
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.39	1.42	1.46	1.30	1.28
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.3)	(78.0)	604	(49.8)	26.0
ROAE (%)	7.74	1.51	2.23	12.1	0.94

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

Củng cố danh mục dự án là yếu tố then chốt

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với PDR nhưng giảm 15,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 18.500đ (tiềm năng tăng giá 3,6%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và thay đổi các giả định định giá. Chúng tôi giảm 87,2% dự báo lợi nhuận năm 2025 xuống còn 256 tỷ đồng (so với mức 11 tỷ đồng của năm 2024) nhưng tăng 263,5% dự báo cho năm 2026 lên 1.544 tỷ đồng (tăng trưởng 503,7%) sau khi lùi thời điểm chuyển nhượng cổ phần (chúng tôi cho rằng đây là hoạt động bán buôn) tại dự án Bình Dương Tower thêm 1 năm sang năm 2026. Chúng tôi cũng giảm 81,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn 127 tỷ đồng (giảm 91,8% so với cùng kỳ) do doanh số bán nhà tại dự án Quy Nhơn Iconic kém hơn kỳ vọng. Mặc dù giá cổ phiếu đã giảm 30% trong 1 tháng qua, PDR vẫn thiếu một câu chuyện định giá thuyết phục do yếu tố nền tảng vẫn còn mờ nhạt.

Cập nhật thông tin các về dự án chính

HSC giữ nguyên dự báo doanh số bán nhà năm 2025 ở mức 1,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 78,1%) nhưng giảm lần lượt 16,1% và 31% dự báo cho năm 2026-2027 xuống còn 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 182,7%) và 2,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29,4%) do doanh số bán nhà tại dự án Quy Nhơn Iconic thấp hơn kỳ vọng. Do nhà đầu tư vẫn tập trung vào các dự án căn hộ ở khu vực trung tâm của TP.HCM và Hà Nội, chúng tôi nhận thấy nhu cầu đất nền tại các đô thị loại 2 phục hồi chậm lại.

Trong khi đó, sang năm 2026, lãi suất tăng và lo ngại về chính sách siết chặt tín dụng vào lĩnh vực BĐS dự kiến sẽ đè nặng lên tâm lý nhà đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng các điều kiện ngành kém thuận lợi này sẽ tạo thêm áp lực lên tỷ lệ hấp thụ tại dự án Quy Nhơn Iconic.

Dự án Quy Nhơn Iconic: Dựa trên kỳ vọng PDR sẽ đưa ra các chương trình ưu đãi bán hàng/chiết khấu sâu hơn để hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ trong bối cảnh doanh thu suy yếu, HSC giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp xuống còn 37,9% (từ mức 45%).

Bảng 34: Tiến độ các dự án của PDR

Tên dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tỷ lệ sở hữu của PDR	Loại hình	Tiến độ
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	Bán cổ phần, kế hoạch trong T1-26
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%	Khách sạn	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 Ninh	78.6	99.0%	Phức hợp	Đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ pháp lý.

Nguồn: HSC

Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025, 2027, nhưng tăng dự báo cho năm 2026

HSC giảm 87,2% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 xuống 256 tỷ đồng (so với mức 11 tỷ đồng năm 2024) sau khi lùi thời điểm chuyển nhượng cổ phần tại Bình Dương Tower – trước đây dự kiến mang lại 2 nghìn tỷ đồng lợi nhuận HĐ tài chính trong năm 2025 – sang năm 2026 và giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp từ dự án Quy Nhơn Iconic. Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu năm 2025 ở mức 1.232 tỷ đồng (tăng trưởng 50%) chủ yếu đến từ dự án Quy Nhơn Iconic. Trong khi đó, chúng tôi giảm 37,2% dự báo doanh thu năm 2026 xuống còn 879 tỷ đồng (giảm 28,7% so với cùng kỳ) dựa trên kỳ vọng doanh thu ghi nhận được tại dự án Quy Nhơn Iconic sẽ giảm, nhưng tăng 263,5% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.544 tỷ đồng (tăng trưởng 503,7%) nhằm phản ánh việc lùi thời điểm chuyển nhượng cổ phần tại dự án Bình Dương Tower.

Cụ thể, PDR hiện đang tiến hành bán buôn 80% cổ phần của dự án, trong khi giữ lại 20% còn lại để cùng phát triển với đối tác (hiện chưa tiết lộ thông tin, nhưng có thể là

một bên liên quan). Đáng chú ý, vì PDR vẫn hợp tác với đối tác trong dự án này và chịu trách nhiệm bán hàng cũng như xây dựng, chúng tôi xem khoản lợi nhuận này là một phần của HĐKD cốt lõi.

Tóm lại, chúng tôi giảm 81,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn 127 tỷ đồng (giảm 91,8% so với cùng kỳ) sau khi điều chỉnh giảm 58,2% dự báo doanh thu xuống còn 928 tỷ đồng (tăng trưởng 5,6%) do chậm ghi nhận doanh thu tại dự án Quy Nhơn Iconic.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 126,1% (trước đó: 64,2%). Thông tin chi tiết về các dự báo lợi nhuận được trình bày trong Bảng 35.

Bảng 35: Dự báo lợi nhuận, PDR

(tỷ đồng)	2024A	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	822	1,232	0.0%	50.0%	879	-37.2%	-28.7%	928	-58.2%	5.6%
<i>Bán BĐS</i>	798	1,138	0.0%	42.6%	779	-40.0%	-31.5%	818	-61.2%	5.0%
<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	448	-33.3%	12.4%	313	-59.1%	-30.1%	330	-73.3%	5.3%
LNST	155	256	-87.1%	64.8%	1,544	263.4%	503.5%	127	-81.5%	-91.8%
Lợi nhuận thuần	11	256	-87.2%	2224%	1,544	263.5%	503.7%	127	-81.5%	-91.8%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	315	196*	-	-37.8%	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	(304)	60	-69.3%	N/m	1,544	263.5%	2485%	127	-81.5%	-91.8%

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

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với PDR nhưng giảm 15,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 18.500đ (tiềm năng tăng giá 3,6%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và thay đổi các giả định định giá (chủ yếu là tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 30%, từ 10%).

Mặc dù hoạt động chuyển nhượng cổ phần/bán buôn tại dự án Bình Dương Tower cho nhà đầu tư nước ngoài được xem là động lực tăng trưởng tích cực cho thanh khoản của công ty, chúng tôi lưu ý rằng danh mục dự án hiện tại đang tập trung quá mức vào phân khúc condotel và nhà ở hạng sang, vốn dễ bị tổn thương hơn trước những khó khăn chung của thị trường là việc lãi suất tăng và điều kiện tín dụng siết chặt hơn.

BLĐ PDR chia sẻ rằng đang thực hiện tái cơ cấu danh mục dự án, trong đó công ty sẽ thoái vốn khỏi các dự án ở các tỉnh để tập trung phát triển dự án tại TP.HCM. Tuy nhiên, quá trình hoàn thiện pháp lý cho các dự án này sẽ cần nhiều thời gian. Chúng tôi duy trì Nắm giữ.

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

- HSC tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 30% (từ 10%) để phù hợp hơn với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 ở mức 27,8%, đồng thời phản ánh tốt hơn các tác động tiêu cực dự kiến sau các hướng dẫn liên quan đến nguồn vốn đối với ngành của Chính phủ trong thời gian gần đây cũng như đối với doanh số bán nhà cũng như lợi nhuận của PDR.
- 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 giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 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

1,1 lần (từ 1 lần trước đó) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 13,2% (từ mức 12,5%).

Bảng 36: Định giá, PDR

Dự án	% cổ phần PDR sở hữu	Định giá (giữa năm 2026)	Phương pháp
Quy Nhơn Iconic	100%	2,466	DCF
Bình Dương Tower	100%	2,469	DCF
Paulo Condo	100%	4,242	DCF
Tropicana	100%	4,272	DCF
Các dự án khác	100%	12,207	
Tổng giá trị tài sản		25,656	
(-) Nợ thuần		(301)	
RNAV		25,957	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		979.9	
RNAV/cổ phiếu		26,492	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV		30%	
Giá mục tiêu		18,500	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 37: 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%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
	3.0%	19,329	19,128	18,931	18,736	18,497
	3.5%	19,128	18,931	18,736	18,544	18,355
	4.0%	18,931	18,784	18,500	18,355	18,169
	4.5%	18,784	18,592	18,355	18,216	17,986
	5.0%	18,592	18,402	18,216	18,031	17,805

Nguồn: HSC

Bảng 38: 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%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	23,800	21,200	18,500	15,900	13,200
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	33.3%	18.8%	3.6%	-10.9%	-26.1%

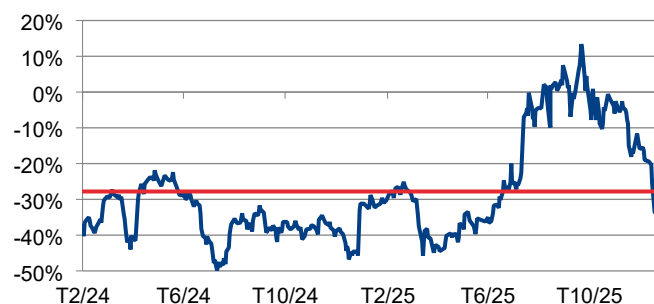
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua và giảm 30% trong 3 tháng qua, đồng thời diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN-Index, có khả năng do thông tin tiêu cực về ngành nói chung và việc lùi thời điểm ghi nhận doanh thu tại dự án Quy Nhơn Iconic, PDR hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 32,6% so với RNAV dự phóng, tương đối lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu (vào tháng 2/2024) ở mức 27,8%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,3 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 34,8 lần.

Biểu đồ 39: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

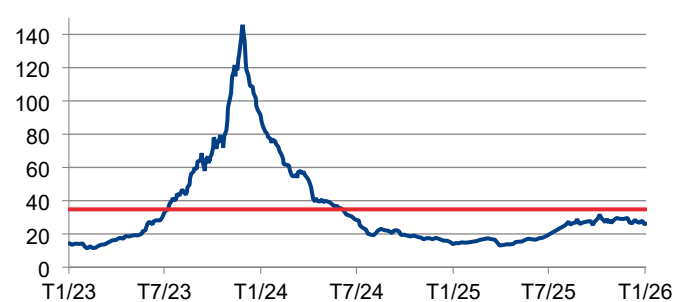
PDR hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 32,6% so với RNAV dự phóng, so với bình quân từ báo cáo lần đầu (T2/2024) ở mức 27,8%.



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 40: P/E trượt dự phóng 1 năm, PDR

PDR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,3 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 34,8 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	879	928
Lợi nhuận gộp	544	399	448	313	330
Chi phí BH&QL	(214)	(232)	(193)	(175)	(189)
Thu nhập khác	30.0	63.1	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	360	230	256	138	141
Lãi vay thuần	553	81.6	71.1	1,834	21.8
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(23.2)	(49.8)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	889	262	327	1,972	163
Chi phí thuế TNDN	(207)	(107)	(70.9)	(428)	(35.3)
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	256	1,544	127
Lợi nhuận thuần ĐC	684	139	235	1,472	112
EBITDA ĐC	373	247	279	161	162
EPS (đồng)	1,009	210	261	1,575	130
EPS ĐC (đồng)	854	188	1,324	665	838
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	226	4,736	2,720
Đầu tư ngắn hạn	15.4	115	115	115	115
Phải thu khách hàng	4,115	6,861	6,429	4,394	2,749
Hàng tồn kho	12,200	14,078	13,708	12,005	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	20,567	21,344	20,530
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	2,218	2,300
Tổng tài sản dài hạn	4,151	2,503	3,011	3,199	3,359
Tổng cộng tài sản	21,068	23,986	23,579	24,543	23,889
Nợ ngắn hạn	815	1,383	1,709	2,429	1,694
Phải trả người bán	243	348	646	466	492
Nợ ngắn hạn khác	7,917	6,230	5,712	5,242	4,315
Tổng nợ ngắn hạn	9,177	8,562	8,269	8,818	8,604
Nợ dài hạn	2,290	3,961	3,249	2,121	1,553
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	3,289	2,162	1,594
Tổng nợ phải trả	11,488	12,927	11,559	10,980	10,198
Vốn chủ sở hữu	9,521	11,000	11,962	13,505	13,633
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	12,020	13,564	13,691
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,068	23,986	23,579	24,543	23,889
BVPS (đ)	12,887	12,599	12,208	13,784	13,914
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,600	5,000	4,732	(186)	527

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	360	230	256	138	141
Khấu hao	(12.7)	(16.7)	(23.0)	(23.6)	(21.3)
Lãi vay thuần	553	81.6	71.1	1,834	21.8
Thuế TNDN đã nộp	(321)	(193)	(70.9)	(428)	(35.3)
Thay đổi vốn lưu động	791	(4,689)	(1,594)	3,563	(681)
Khác	(0.38)	424	15.9	(2.03)	(2.13)
LCT thuần từ HKKD	425	(4,616)	(1,545)	3,120	(676)
Đầu tư TS dài hạn	(105)	(76.7)	(205)	(210)	(178)
Góp vốn & đầu tư	(3.84)	(3.24)	2,000	2,000	0
Thanh lý	600	1,083	0	0	0
Khác	(1.78)	(92.9)	17.2	7.90	142
LCT thuần từ HĐĐT	490	910	1,812	1,798	(36.4)
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	(385)	(408)	(1,304)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(672)	3,545	(385)	(408)	(1,304)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	262	505	344	226	4,736
LCT thuần trong kỳ	243	(161)	(118)	4,510	(2,016)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	505	344	226	4,736	2,720
Dòng tiền tự do	320	(4,693)	(1,750)	2,910	(855)

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	36.4	35.7	35.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	60.3	30.0	22.6	18.4	17.5
Tỷ suất LNT (%)	111	18.9	20.7	176	13.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.3	40.7	21.7	21.7	21.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(59.0)	33.0	50.0	(28.7)	5.57
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(57.9)	(33.8)	13.0	(42.1)	0.39
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(36.8)	(79.7)	69.5	525	(92.4)
Tăng trưởng EPS (%)	(40.4)	(79.2)	24.3	504	(91.8)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.3)	(78.0)	604	(49.8)	26.0
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	2.23	12.1	0.94
ROACE (%)	3.04	1.68	1.66	0.89	0.91
Vòng quay tài sản (lần)	0.03	0.04	0.05	0.04	0.04
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.18	(20.1)	(6.04)	22.6	(4.80)
Số ngày tồn kho	60,238	12,153	6,380	7,750	9,066
Số ngày phải thu	20,318	5,923	2,992	2,837	1,679
Số ngày phải trả	1,202	301	301	301	301
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	27.3	45.5	39.6	(1.38)	3.86
Nợ/tài sản (%)	14.8	22.3	21.0	18.5	13.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	8.35	21.7	17.8	28.2	20.0
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.84	2.51	2.49	2.42	2.39
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	25.6	25.1	18.0	19.7	19.4
EV/EBITDA ĐC (lần)	42.4	83.5	79.7	107	111
P/E (lần)	17.7	85.0	68.4	11.3	138
P/E ĐC (lần)	20.9	95.0	13.5	26.8	21.3
P/B (lần)	1.39	1.42	1.46	1.30	1.28
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

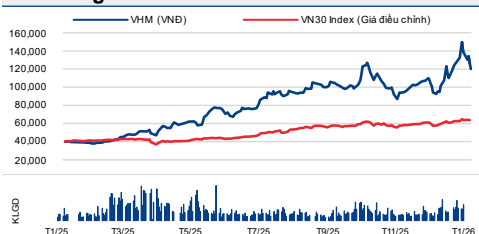
Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ123,300 (từ VNĐ106,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 2.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/1/2026)	120,000
Mã Bloomberg	VHM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,750-149,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	127,625
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	492,889
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	18,763
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	15.0%
Cổ đông lớn	Vingroup (73.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	29.7	(3.23)	200
So với chỉ số	18.5	(5.01)	90.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	8,453	9,017	(6.3)
2026F	8,925	10,490	(14.9)
2027F	8,988	11,568	(22.3)

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.hk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Tăng 16% giá mục tiêu, nhưng hạ k/n xuống Năm giữ dựa trên định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) mặc dù tăng 16% giá mục tiêu lên 123.000đ, chủ yếu do điều chỉnh các giả định định giá. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 2,8%.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025 nhưng giảm 8-11% dự báo cho năm 2026-2027 sau khi giảm dự báo doanh số bán nhà. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 5,1% (trước đó: 9,3%).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 1 tháng qua nhưng vẫn giảm 3% trong 3 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 12% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 48%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 7,5 lần.

Sự kiện: Phân tích ngành

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 nhận thấy các cơ quan quản lý đang siết chặt tín dụng có chọn lọc đối với lĩnh vực bất động sản. Môi trường lãi suất tăng cao trong thời gian gần đây đã làm suy yếu tâm lý nhà đầu tư, tác động tiêu cực đến nhu cầu nhà ở. Do đó chúng tôi giảm dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận cho năm 2026-2027. Chúng tôi cũng phản ánh dự án Cam Lâm vào mô hình định giá.

Tác động: Giảm 8-11% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025 nhưng giảm 8-11% dự báo cho năm 2026-2027 sau khi giảm dự báo doanh số bán nhà. Doanh thu và lợi nhuận năm 2026-2027 dự kiến sẽ đến từ các dự án Golden City, Wonder City, Green City, Phước Vĩnh Tây, Làng Vân và Long Beach. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 – thấp hơn 6-22% bình quân dự báo của thị trường – được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 5,1% (trước đó: 9,3%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn nhiều so với các công ty cùng ngành và chỉ số VN Index (có thể nhờ thông tin liên quan đến dự án Olympic), nhưng vẫn giảm 3% trong 3 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 12% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 48%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 7,5 lần.

HSC tăng 2,8% RNAV dự phóng theo phương pháp SoTP lên mức 136.900đ và áp dụng mức chiết khấu công ty mẹ rất thấp là 10% – giảm 10 điểm phần trăm so với giả định trước đây của chúng tôi, và nhỏ hơn rất nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 48% – dựa trên các lý do: (1) rủi ro dòng tiền liên quan đến công ty mẹ Vingroup (VIC; Bán ra, giá mục tiêu 62.500đ) đã giảm bớt sau chỉ đạo của Chính phủ nhằm khuyến khích các tập đoàn tư nhân lớn thông qua Nghị quyết 68 và (2) tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng đến từ siêu dự án Olympic (9.171 ha) của VHM mà chúng tôi chưa phản ánh vào RNAV do thiếu thông tin cho tiết.

HSC nâng khuyến nghị đối với VHM lên Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá là 2,8%. VHM là nhà phát triển BĐS hàng đầu Việt Nam, với năng lực triển khai dự án mạnh mẽ và có quỹ đất trải dài trên khắp cả nước. Hoạt động phát triển dự án đang tiến triển nhanh chóng và đang được đẩy mạnh, điều này sẽ giúp cải thiện dòng tiền và lợi nhuận trong vài năm tới.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	42,052	44,236	38,048 ▲	40,670 ▼	40,376 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	33,371	31,801	34,721 ▲	36,658 ▼	36,915 ▼
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,743	8,453 ▲	8,925 ▼	8,988 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	41,177	49,334	57,787	66,712	75,700
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.4	12.3	15.7	13.9	13.5
P/E ĐC (lần)	14.8	15.5	14.2	13.4	13.4
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.91	2.43	2.08	1.80	1.59
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(4.73)	9.17	5.58	0.70
ROAE (%)	20.6	16.7	15.8	14.3	12.6

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

Giảm 8-11% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

HSC hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) mặc dù tăng 16% giá mục tiêu lên 123.300đ dựa trên việc thay đổi các giả định định giá. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 2,8%. Mặc dù giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025, chúng tôi giảm 8-11% dự báo cho năm 2026-2027 dựa trên dự báo doanh số bán nhà giảm. Theo đó, tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần dự kiến giảm xuống còn 5,1% (từ mức 9,3%). Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 1 tháng qua, có khả năng được thúc đẩy bởi thông tin về dự án Olympic, VHM hiện có định giá khá đắt và đang giao dịch với mức chiết khấu khá hẹp 12% so với RNAV (so với bình quân 3 năm là 48%). Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn khoảng 1,5 độ lệch chuẩn so với mức bình quân 3 năm.

Tiềm năng tăng trưởng từ các dự án mới

Gần đây, chính phủ đã chỉ đạo mức tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực BĐS phải phù hợp với mức tăng trưởng bình quân của các tổ chức tín dụng. Chúng tôi đánh giá đây là một hình thức siết chặt tín dụng có chọn lọc đối với lĩnh vực bất động sản. Môi trường lãi suất tăng cao trong thời gian gần đây đã làm suy yếu tâm lý nhà đầu tư, tác động tiêu cực đến nhu cầu nhà ở. Do đó, chúng tôi giảm 22% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2026 xuống còn 128 nghìn tỷ đồng, giảm 34% so với cùng kỳ từ mức nền cao của năm 2025 (vốn được hỗ trợ bởi các giao dịch bán buôn tại Vinhomes Long Beach), trong khi giảm 15% dự báo doanh số bán nhà năm 2027 xuống còn 137 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 7%.

Đáng chú ý, vào tháng 12/2025, các phương tiện truyền thông đưa tin Vingroup đã nhận được phê duyệt đầu tư siêu dự án dân cư Olympic (9.171 ha tại Hà Nội), với vốn đầu tư dự kiến là 926 nghìn tỷ đồng. Cho đến nay, công ty vẫn chưa công bố thông tin chi tiết về diện tích đất có thể bán và lợi ích kinh tế của Vingroup và/hoặc Vinhomes, cũng như bất kỳ bên nào khác tham gia dự án. Vì vậy, chúng tôi chưa phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận của VHM, những dự án này có thể mang lại lợi nhuận và định giá cao hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi. Nhằm phản ánh điều này, HSC đã giảm mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV của VHM xuống còn 10% thay vì 20% trước đó.

Ngoài ra, vào tháng 7/2025, VHM và bốn nhà phát triển khác (tất cả đều là doanh nghiệp tư nhân/chưa niêm yết) – gồm Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Bất động sản Phát Đạt (Tư nhân), Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Bất động sản Trường Lộc, CTCP Thương mại và Xây dựng Đô thị Xanh, và CTCP Đất Phú Thọ – đã nhận được phê duyệt phát triển siêu dự án dân cư Cam Lâm (10.400 ha tại Khánh Hòa). Dự án này bao gồm hơn 110.000 căn hộ thấp tầng và 9.821 căn hộ chung cư cao tầng. VHM dự kiến có 35% lợi ích kinh tế tại dự án này. Chúng tôi đã phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận. Dựa trên kế hoạch ban đầu, chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ ghi nhận lợi nhuận từ năm 2029 và định giá dự án ở mức 78 nghìn tỷ đồng, đóng góp vào định giá của VHM khoảng 26 nghìn tỷ đồng (chiếm 4,6% tổng RNAV của VHM ở mức 562 nghìn tỷ đồng).

Dự báo lợi nhuận: Giảm 8-11% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 34,7 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 8,9%, dựa trên tác động tổng hợp của KQKD Q3/2025 thấp hơn kỳ vọng; thời điểm bàn giao căn hộ tại các dự án và thông tin mới về các giao dịch bán buôn tại Vinhomes Long Beach. Lợi nhuận năm 2025 chủ yếu đến từ dự án Vinhomes Royal Island, OCP 2, 3, các giao dịch bán buôn tại Vinhomes Long Beach và Golden City. Trong khi đó, lợi nhuận của dự án Vinhomes Royal Island sẽ được phản ánh trong lợi nhuận HĐ tài chính do VHM phát triển dự án này thông qua hợp đồng hợp tác kinh doanh.

Chúng tôi giảm 8-12% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 xuống còn 36,7 – 36,9 nghìn tỷ đồng, do doanh số bán nhà dự kiến giảm. Doanh thu và lợi nhuận năm 2026-2027 dự kiến sẽ đến từ các dự án Golden City, Wonder City, Phước Vĩnh Tây, Làng Văn và Long Beach.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3Y ở mức 5,1% (trước đó: 9,3%). Thông tin chi tiết được trình bày ở phần bên dưới.

Bảng 41: Dự báo mới về lợi nhuận, VHM

HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với CAGR là 5,1% trong giai đoạn 2024-2027

Tỷ đồng	2024F	2025F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027F	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Tổng doanh thu	102,323	109,754	7.3%	0.0%	138,425	26.1%	-7.2%	148,067	7.0%	-21.3%
Lợi nhuận gộp	32,967	40,330	22.3%	0.0%	56,689	40.6%	-8.2%	64,080	13.0%	-12.2%
Lợi nhuận HĐ	40,943	43,244	5.6%	0.0%	46,318	7.1%	-8.9%	47,401	2.3%	-12.0%
Thu nhập tài chính	26,844	26,843	0.0%	0.0%	18,169	-32.3%	0.0%	11,655	-35.9%	17.2%
Lợi nhuận thuần	31,801	34,721	9.2%	0.0%	36,658	5.6%	-8.3%	36,919	0.7%	-11.1%

Nguồn: HSC

Bảng 42: Định giá SOTP, VHM

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ lệ vốn hóa	NAV (tỷ đồng)
Cho thuê	NOI/cap rate	8.0%	15,507
BDS khu dân cư	DCF		460,578
Tài sản thuần khác	BV		151,576
Tổng giá trị tài sản			627,660
Nợ thuần			(65,399)
Giá trị tài sản thuần			562,261
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			4,107
RNAV / cp (đồng)			136,900
Chiết khấu			10.0%
Giá mục tiêu (đồng)			123,300

Nguồn: HSC

Định giá: Tăng 16% giá mục tiêu; hạ k/n xuống Năm giữ dựa trên định giá

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 2,8% RNAV ước tính theo phương pháp SoTP đối với VHM lên 136.900đ, chủ yếu dựa trên dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận tăng trong năm 2026-2027 và dự án Cam Lâm. Để xác định giá mục tiêu 123.300đ (điều chỉnh tăng 16%), chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định 10% so với ước tính RNAV (từ mức 20% trước đó). Với tiềm năng tăng giá 2,8% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

Đáng chú ý, mức chiết khấu giả định liên quan công ty mẹ chúng tôi đưa ra rất thấp so với mức bình quân 48% trong 3 năm qua của VHM. Công ty vốn chịu tác động bởi rủi ro liên quan đến VIC và đà sụt giảm của thị trường BĐS. HSC tin rằng mức chiết khấu này sẽ thu hẹp lại nhờ vị thế của Vingroup cải thiện sau chỉ đạo của Chính phủ về việc khuyến khích các tập đoàn tư nhân lớn thông qua Nghị quyết 68 và tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng đến từ dự án Olympic vì công ty hưởng lợi từ sự hỗ trợ của Chính phủ, cũng như những cải thiện trong các mảng kinh doanh khác.

Chi tiết như sau:

- Đối với mảng BĐS, giá trị tài sản gộp (GAV) được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền tương lai của tất cả các dự án đang triển khai cũng như các dự án chưa triển khai.
- Đối với mảng cho thuê văn phòng, chúng tôi tính lợi nhuận thuần HĐKD của mảng này, sau đó xác định giá trị tài sản bằng cách chia lợi nhuận thuần HĐKD cho tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần. Tỷ suất chiết khấu LN thuần của chúng tôi được tính toán dựa trên các giao dịch trong quá khứ có tham khảo tỷ suất chiết khấu LN thuần bình quân trong khu vực ASEAN do CBRE tính toán. Tỷ suất chiết khấu LN thuần chúng tôi sử dụng là 8% (không đổi).

- Chúng tôi tiếp tục áp dụng WACC ở mức 12,8% với phương pháp định giá DCF, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4%, hệ số beta 1 lần, và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 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%).
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2026.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 42. 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 43 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 44.

Bảng 43: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, VHM

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%	132,300	129,900	127,600	125,400	123,300
	3.5%	129,900	127,600	125,400	123,300	120,500
	4.0%	127,600	124,700	123,300	120,500	118,400
	4.5%	124,700	122,500	120,500	118,400	116,400
	5.0%	122,500	120,500	118,400	116,400	113,900

Nguồn: HSC

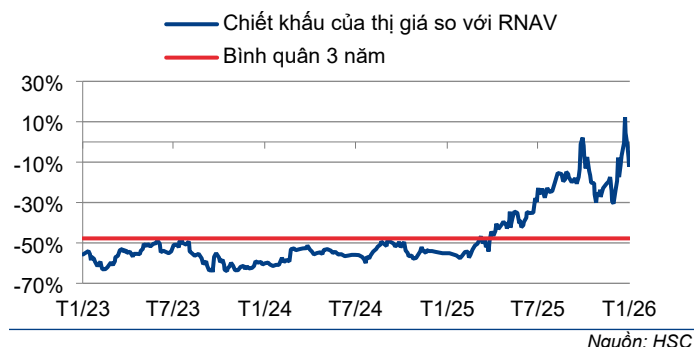
Bảng 44: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định RNAV, VHM

Chiết khấu RNAV	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%
Giá mục tiêu	164,267	150,578	136,889	123,200	109,511	95,823	68,445
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại		21.3%	10.3%	-0.7%	-11.8%	-22.8%	-44.8%

Nguồn: HSC

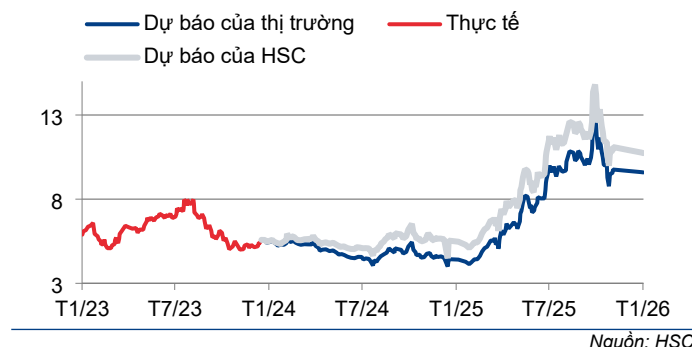
Biểu đồ 45: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VHM

VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 12% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 48%



Biểu đồ 46: P/E trượt dự phóng 1 năm, VHM

Cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 7,5 lần



Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 1 tháng qua, có thể nhờ thông tin liên quan đến dự án Olympic, nhưng vẫn giảm 3% trong 3 tháng qua, VHM đang giao dịch ở mức chiết khấu 12% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 48%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 7,5 lần.

VHM là nhà phát triển BĐS hàng đầu Việt Nam, với năng lực triển khai dự án mạnh mẽ và có quỹ đất trải dài trên khắp cả nước. Hoạt động phát triển dự án đang tiến triển nhanh chóng và đang được đẩy mạnh, điều này sẽ giúp cải thiện dòng tiền và lợi nhuận trong vài năm tới. Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VHM xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá 2,3%.

Rủi ro đối với luận điểm đầu tư của chúng tôi

Rủi ro kinh doanh: Là một phần của tập đoàn của Vingroup, Vinhomes có thể chịu những rủi ro ở cấp độ tập đoàn. Chúng tôi ghi nhận có nhiều giao dịch nội bộ giữa Vinhomes và Vingroup cũng như các giao dịch với các công ty khác trong tập đoàn. Nếu các doanh nghiệp thuộc tập đoàn gặp khó khăn về tài chính, việc trả nợ cho Vinhomes sẽ chậm trễ. Từ đó, tình hình tài chính của VHM có thể gặp khó khăn. Tuy nhiên, Vinhomes có thể trực tiếp giám sát và quản lý rủi ro này, đồng thời hàng tháng gửi báo cáo liên quan đến giao dịch nội bộ cho các thành viên HĐQT độc lập.

Đàm phán bán sỉ: Không giống như bán lẻ cho cá nhân, để có được giao dịch bán sỉ thành công, công tác đàm phán giữa các bên đóng vai trò rất quan trọng. Quá trình đàm phán kéo dài hoặc việc không đạt được thỏa thuận có thể mang lại rủi ro lớn cho dự báo lợi nhuận của chúng tôi. Mặt khác, việc tăng cường bán sỉ sau khi mở bán nhiều dự án mới có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi cho giai đoạn 2025-2027.

Rủi ro pháp lý: Đối với hầu hết các dự án BĐS, vấn đề pháp lý vẫn là rủi ro kinh doanh chính. Bất kỳ trở ngại pháp lý nào cũng có thể kéo dài đáng kể quá trình phê duyệt và thời gian chuẩn bị cho việc mở bán dự án, từ đó ảnh hưởng đến tình trạng dòng tiền của nhà phát triển. Không có gì đáng ngạc nhiên, quy trình phê duyệt các dự án lớn thường phức tạp và tốn thời gian hơn nhiều so với các dự án nhỏ. Với quy mô của các dự án VHM, sự chậm trễ do các vấn đề pháp lý gây ra rủi ro không nhỏ đối với dự báo thu nhập của chúng tôi. Ngược lại, khi một dự án lớn được phê duyệt, hoạt động phát triển sẽ thúc đẩy tăng trưởng ổn định trong nhiều năm.

Rủi ro trong quá trình triển khai dự án: Các dự án VHM sẽ triển khai chủ yếu là các dự án lớn, trong đó có hai dự án lấn biển lớn ở Quảng Ninh và Cần Giờ. Việc phát triển các dự án lớn đòi hỏi chuyên môn cao và về bản chất những dự án này thường tiềm ẩn nhiều rủi ro khi triển khai hơn. Bất kỳ vấn đề gì xảy ra ngoài dự kiến làm gián đoạn quá trình thi công có thể dẫn đến tình trạng một lượng vốn lớn bị tắc nghẽn trong một thời gian dài. Điều này có thể ảnh hưởng xấu đến dòng tiền của Công ty. Tuy nhiên, nếu so sánh với các đối thủ cạnh tranh, VHM có chuyên môn cao hơn trong công tác quản lý các dự án lớn.

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	109,754	138,425	148,067
Lợi nhuận gộp	35,707	32,967	40,330	56,689	64,080
Chi phí BH&QL	(7,756)	(8,384)	(9,349)	(10,622)	(11,299)
Thu nhập khác	13,472	20,748	18,308	9,633	1,412
Chi phí khác	(817)	(2,898)	(14,580)	(17,917)	(17,040)
EBIT	40,605	42,432	34,709	37,783	37,154
Lãi vay thuần	3,429	(1,493)	8,535	8,535	10,242
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
LNTT	43,310	40,848	43,244	46,318	47,397
Chi phí thuế TNDN	(9,777)	(5,775)	(7,784)	(8,106)	(8,294)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(161)	(3,271)	(739)	(1,555)	(2,187)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	33,371	31,801	34,721	36,658	36,915
Lợi nhuận thuần ĐC	33,382	31,804	34,721	36,658	36,915
EBITDA ĐC	42,052	44,236	38,048	40,670	40,376
EPS (đồng)	8,125	7,742	8,453	8,925	8,988
EPS ĐC (đồng)	8,127	7,743	8,453	8,925	8,988
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	40,946	70,633	76,204
Đầu tư ngắn hạn	3,834	5,392	5,392	5,392	5,392
Phải thu khách hàng	132,871	168,406	170,363	180,432	183,492
Hàng tồn kho	55,318	54,696	113,787	131,219	181,573
Các tài sản ngắn hạn khác	36,215	28,205	40,008	50,403	52,988
Tổng tài sản ngắn hạn	242,341	285,479	370,495	438,080	499,648
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	289,647	289,700	299,936
Tổng tài sản dài hạn	202,290	278,730	339,315	342,807	356,646
Tổng cộng tài sản	444,631	564,209	709,810	780,887	856,294
Nợ ngắn hạn	18,290	34,276	46,679	58,508	66,745
Phả trả người bán	20,452	19,960	37,320	28,798	39,011
Nợ ngắn hạn khác	121,494	168,735	171,602	195,502	213,343
Tổng nợ ngắn hạn	211,073	278,532	336,874	385,636	441,435
Nợ dài hạn	38,394	47,016	98,814	82,917	63,422
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	114,462	98,564	79,069
Tổng nợ phải trả	261,994	343,465	453,606	486,470	522,775
Vốn chủ sở hữu	179,302	202,636	237,356	274,014	310,930
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,335	18,108	18,848	20,403	22,589
Tổng vốn chủ sở hữu	182,636	220,744	256,204	294,417	333,519
Tổng nợ phải trả và VCSH	444,631	564,209	709,810	780,887	856,294
BVPS (đ)	41,177	49,334	57,787	66,712	75,700
Nợ thuần*/(tiền mặt)	42,580	52,512	104,547	70,791	53,963

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	40,605	42,432	34,709	37,783	37,154
Khấu hao	(1,436)	(1,800)	(3,339)	(2,887)	(3,222)
Lãi vay thuần	3,429	(1,493)	8,535	8,535	10,242
Thuế TNDN đã nộp	(5,812)	(6,977)	(7,784)	(8,106)	(8,294)
Thay đổi vốn lưu động	(21,951)	(29,146)	(26,911)	(964)	(8,435)
Khác	(15,815)	(38,099)	(60,969)	(9,437)	(17,036)
LCT thuần từ HKKD	1,517	(22,400)	(43,036)	40,080	23,650
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	64,201	(4,069)	(11,258)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	20,401	11,692	64,201	(4,069)	(11,258)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,817	14,103	28,780	40,946	70,633
LCT thuần trong kỳ	3,286	14,677	12,166	29,687	5,571
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,103	28,780	40,946	70,633	76,204
Dòng tiền tự do	(8,471)	(33,045)	(52,035)	33,756	16,828

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	36.7	41.0	43.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	40.6	43.2	34.7	29.4	27.3
Tỷ suất LNT (%)	32.2	31.1	31.6	26.5	24.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.6	14.1	18.0	17.5	17.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	66.0	(1.19)	7.26	26.1	6.97
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.56	5.19	(14.0)	6.89	(0.72)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	15.6	(4.73)	9.17	5.58	0.70
Tăng trưởng EPS (%)	15.7	(4.71)	9.18	5.58	0.70
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.6	(4.73)	9.17	5.58	0.70
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	15.8	14.3	12.6
ROACE (%)	19.9	16.3	10.5	9.84	9.17
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.20	0.17	0.19	0.18
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.04	(0.53)	(1.24)	1.06	0.64
Số ngày tồn kho	298	288	598	586	789
Số ngày phải thu	715	886	896	806	797
Số ngày phải trả	110	105	196	129	170
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.3	45.8	71.5	57.0	51.0
Nợ/tài sản (%)	20.7	21.5	29.7	29.1	27.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	28.4	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.18	2.75	5.54	5.58	5.81
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	1.02	1.10	1.14	1.13
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.46	5.33	5.44	4.07	3.69
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.4	12.3	15.7	13.9	13.5
P/E (lần)	14.8	15.5	14.2	13.4	13.4
P/E ĐC (lần)	14.8	15.5	14.2	13.4	13.4
P/B (lần)	2.91	2.43	2.08	1.80	1.59
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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