

CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)

MUA +27,8%

Ngành	BDS
Ngày báo cáo	01/10/2025
Giá hiện tại	15.650 VND
Giá mục tiêu	20.000 VND
TL tăng	+27,8%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+27,8%

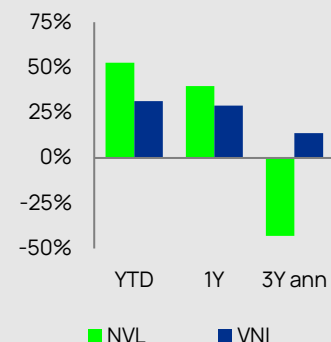
GT vốn hóa	31,7 nghìn tỷ đồng
Room KN	12,3 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	293 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	1,95 tỷ

	NVL	VNI
P/E (trượt)	184,3x	15,4x
P/B (hiện tại)	0,8x	2,0x
ROE	0,5%	13,3%
ROA	0,9%	2,0%

Tổng quan Công ty

Novaland là một trong những chủ đầu tư BĐS lớn nhất tại Việt Nam, chủ yếu tập trung vào các dự án BĐS nhà ở và BĐS nghỉ dưỡng tại khu vực phía Nam. Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn trải dài từ khu vực trung tâm TP.HCM, Đồng Nai đến các vùng ven biển Bà Rịa – Vũng Tàu và Bình Thuận. NVL đã tiến hành tái cấu trúc hoạt động kinh doanh kể từ quý 4/2022.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.074	10.690	12.772	18.799
% YoY	90,7%	17,8%	19,5%	47,2%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-1.900	1.505	2.127	4.202
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)*	-6.455	-790	402	3.222
% YoY	N.M.	N.M.	N.M.	701,9%
EPS	N.M.	N.M.	N.M.	671,5%
Doanh số bán BDS (tỷ đồng)	2.800	2.500	11.400	31.300
Biên LN gộp	0,9%	35,9%	36,3%	38,6%
Biên LN từ HĐKD	-20,9%	14,1%	16,7%	22,4%
Biên LN ròng	-71,1%	-7,4%	3,1%	17,1%
ROE	-17,0%	-4,2%	2,1%	15,9%
Nợ vay ròng/CSH	120,4%	133,9%	136,8%	129,2%
P/E	N.M.	N.M.	87,4x	11,3x
P/B	0,8x	0,9x	0,9x	0,8x

Lưu ý: (*) Chúng tôi hiện chưa phản ánh khả năng hoàn nhập khoản dự phòng liên quan đến dự án Lakeview City vào dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

Tái cấu trúc hứa hẹn khởi động chu kỳ phục hồi doanh số bán BĐS

- Chúng tôi đưa CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL) trở lại danh mục theo dõi với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 20.000 đồng/cổ phiếu.
- Từng là một trong những chủ đầu tư BĐS hàng đầu miền Nam với các dự án căn hộ tại trung tâm TP.HCM (2015–2016) và sau đó mở rộng ra các khu đô thị và BĐS nghỉ dưỡng tại khu vực Đồng Nai, Bình Thuận và Bà Rịa Vũng Tàu (2019), NVL đã bước vào giai đoạn tái cấu trúc vào cuối năm 2022 đến từ tỷ lệ đòn bẩy cao, biến động thị trường và các vấn đề pháp lý dự án cần tháo gỡ. Kể từ quý 2/2025, những nỗ lực tái cấu trúc của NVL đã đạt được những kết quả tích cực rõ rệt về pháp lý tại các dự án trọng điểm.
- Trong thời gian còn lại của năm 2025, chúng tôi kỳ vọng NVL sẽ tập trung giải quyết các vấn đề pháp lý còn lại và đẩy nhanh tiến độ xây dựng và bàn giao các sản phẩm.
- Chúng tôi dự phóng tổng doanh số bán BĐS giai đoạn 2026–2027 đạt 42,6 nghìn tỷ đồng, được thúc đẩy bởi việc dự kiến khôi phục hoạt động bán mới cho các sản phẩm chưa bán còn lại tại Aqua City, NovaWorld Phan Thiet, và NovaWorld Ho Tram.
- Chúng tôi dự báo tỷ lệ đòn bẩy của NVL sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn 6 tháng cuối năm 2025–2027 khi các khoản vay ngân hàng sẽ tăng lên để tài trợ cho hoạt động xây dựng. Mặc dù năm 2027 là năm cao điểm của các khoản trái phiếu đáo hạn, chúng tôi kỳ vọng NVL sẽ quản lý được áp lực này, nhờ vào: (1) tiến độ thu tiền từ hoạt động bán hàng dự kiến được đẩy nhanh từ năm 2027, hỗ trợ thanh khoản; và (2) triển vọng tái cấu trúc kinh doanh được cải thiện, điều này sẽ hỗ trợ các kế hoạch huy động vốn.
- Rủi ro chính theo quan điểm của chúng tôi: tiến trình tái cấu trúc có thể kéo dài hơn dự kiến; khả năng pha loãng từ các kế hoạch phát hành cổ phiếu; cấu trúc sở hữu và lợi ích tại dự án có thể thay đổi trong quá trình tái cấu trúc.

Aqua City dự kiến sẽ là dự án phục hồi sớm nhất của NVL: Chúng tôi kỳ vọng tâm lý người mua tại Aqua City sẽ dần cải thiện, nhờ được hỗ trợ bởi các tín hiệu tích cực ban đầu như sự gia tăng lưu lượng khách tham quan dự án và sự phục hồi của giá giao dịch thứ cấp từ mức đáy ghi nhận vào năm 2023, sau khi dự án đạt được cột mốc pháp lý quan trọng về quy hoạch chi tiết 1/500. Đà phục hồi này sẽ được củng cố thêm bởi các tiến triển pháp lý, việc đẩy nhanh tốc độ thi công cùng với thúc đẩy phát triển hạ tầng, mà chúng tôi kỳ vọng sẽ cho phép NVL đẩy nhanh hoạt động xây dựng và bàn giao từ nửa cuối năm 2025 và khởi động lại việc mở bán mới từ năm 2026. Chúng tôi dự báo Aqua City sẽ đóng góp 61% tổng doanh số bán BĐS và 47% doanh thu trong giai đoạn 2025–2027. Trong khi đó, tiến trình phục hồi tại NovaWorld Phan Thiet và NovaWorld Ho Tram có khả năng sẽ diễn ra chậm hơn so với Aqua City. Ngoài ra, quỹ đất lớn có vị trí chiến lược tại khu vực trung tâm TP.HCM của NVL hiện đang trong quá trình hoàn tất các thủ tục pháp lý.

Dòng tiền thu về dự kiến tiến triển tích cực trong giai đoạn 2026–2028, nhờ được thúc đẩy bởi sự gia tăng của hoạt động bàn giao. Tính đến cuối quý 2/2025, tổng giá trị của các sản phẩm đã giới thiệu ra thị trường trong giai đoạn trước (backlog) ở mức 228 nghìn tỷ đồng, trong đó Aqua City chiếm 48%, NovaWorld Phan Thiet chiếm 26%, NovaWorld Ho Tram chiếm 10% và các dự án tại TP.HCM chiếm 16%. Chúng tôi kỳ vọng sẽ thu dẫn khoảng 100 nghìn tỷ đồng từ nay đến năm 2029, nhờ những tiến triển tích cực trong tiến độ thi công và hoạt động bàn giao các sản phẩm.

Triển vọng phát triển dự án

Quỹ đất của NVL chủ yếu tập trung tại khu vực miền Nam Việt Nam

NVL từng nằm trong nhóm các chủ đầu tư hàng đầu tại khu vực phía Nam, ban đầu mở rộng quy mô thông qua loạt dự án căn hộ vừa và nhỏ tại khu trung tâm TP.HCM trong giai đoạn 2015–2016. Tuy nhiên, tình trạng chậm trễ kéo dài trong việc cấp phép dự án tại TP.HCM từ năm 2017 khiến công ty tập trung chiến lược sang phát triển các khu đô thị quy mô lớn và dự án nghỉ dưỡng ven biển. Vào năm 2019, NVL lần lượt giới thiệu các dự án Aqua City (615 ha, Đồng Nai), NovaWorld Phan Thiet (1.000 ha, Bình Thuận–Lâm Đồng) và NovaWorld Ho Tram (523 ha, Bà Rịa Vũng Tàu–TP.HCM). Tuy nhiên, biến động thị trường vào cuối năm 2022, kết hợp với đòn bẩy tài chính cao và vướng mắc pháp lý tại các dự án, đã khiến sức khoẻ tài chính của NVL chịu áp lực, và phải thực hiện hoạt động tái cấu trúc.

(Xin vui lòng tham khảo chi tiết các dự án của NVL tại trang 4 và 11-14).

Những tiến triển pháp lý từ đầu năm đến nay cho thấy nỗ lực tái cấu trúc của NVL

Kể từ năm 2023, NVL đã nỗ lực giải quyết các vấn đề pháp lý tại những dự án trọng điểm. Tính từ đầu năm 2025 đến nay, đặc biệt kể từ quý 2/2025, chúng tôi đã ghi nhận những tiến triển đáng kể trong tiến trình tái cấu trúc của NVL, đặc biệt là các thủ tục pháp lý then chốt. Đây là nền tảng quan trọng cho các bước pháp lý tiếp theo, đồng thời góp phần khôi phục dần niềm tin của khách hàng và đẩy nhanh tiến độ xây dựng cũng như hoạt động bàn giao.

Hình 1: Tình trạng pháp lý và tiến độ xây dựng của các dự án trọng điểm

Dự án chính	Tình trạng pháp lý tính đến cuối quý 2/2025	Kế hoạch tiến trình pháp lý tiếp theo của NVL
Aqua City	- Tất cả các giai đoạn đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500 vào tháng 6/2025; một số giai đoạn đã được cấp phép bán hàng. - Công tác xây dựng và bàn giao đang diễn ra.	- Hoàn tất nghĩa vụ thanh toán tiền sử dụng đất và điều chỉnh giấy phép xây dựng hạ tầng: Quý 4/2025. - Nhận được giấy phép bán hàng cho các giai đoạn còn lại: Quý 1/2026 (riêng Phoenix Island dự kiến trong Quý 1–Quý 2/2026).
NovaWorld Phan Thiet	- Được phê duyệt chuyển đổi từ hình thức nộp tiền thuê đất hàng năm sang nộp một lần vào tháng 6/2025. - Công tác xây dựng và bàn giao đang diễn ra.	- Thông báo nộp tiền sử dụng đất một lần: Quý 4/2025. - Hoàn tất nghĩa vụ nộp tiền sử dụng đất: Quý 4/2025.
NovaWorld Ho Tram	- Quy hoạch chi tiết 1/500, nghĩa vụ nộp tiền sử dụng đất và giấy phép xây dựng đã hoàn tất cho tất cả các phân khu. - Công tác xây dựng và bàn giao đang diễn ra.	N/A

Nguồn: NVL, Vietcap

Triển vọng phục hồi: Đà phục hồi sẽ tăng tốc dần trong thời gian tới

Chúng tôi kỳ vọng quá trình phục hồi của NVL sẽ diễn ra theo hình chữ U, do cả tâm lý người mua nhà và tiến độ triển khai dự án đều cần thời gian để trở lại trạng thái bình thường. Trong nửa cuối năm 2025, chúng tôi kỳ vọng NVL sẽ tập trung vào việc giải quyết các vướng mắc pháp lý còn lại và đẩy nhanh tiến độ thi công. Chúng tôi tin rằng hoạt động thi công sẽ ưu tiên trước cho các giai đoạn dự án đáp ứng các tiêu chí sau (i) đã hoàn tất thủ tục pháp lý, (ii) đã được giới thiệu, (iii) đã gần đủ điều kiện bàn giao, và (iv) tại các khu vực có nhu cầu đang hồi phục. Việc này sẽ giúp phục hồi dần dần giá trị thương hiệu của NVL để hỗ trợ cho hoạt động mở bán các dự án mới, mà chúng tôi dự báo sẽ được bắt đầu vào năm 2026.

Trong số các dự án đang triển khai, Aqua City được đánh giá có vị thế phục hồi sớm nhất, nhờ được hỗ trợ bởi các dự án hạ tầng đang triển khai tại Đồng Nai. Các dự án nghỉ dưỡng như NovaWorld Phan Thiet và NovaWorld Ho Tram nhiều khả năng sẽ ghi nhận tiến độ phục hồi chậm hơn. Bên cạnh đó, NVL vẫn sở hữu quỹ đất lớn tại khu vực trung tâm TP.HCM, mà chúng tôi đánh giá là có giá trị cao trong dài hạn nhờ nhu cầu bền vững tại thị trường khan hiếm nguồn cung này, mặc dù các thủ tục pháp lý vẫn còn khá phức tạp.

Đối với các dự án đã hoàn thành, công ty hiện đang triển khai thủ tục để cấp sổ hồng. Mặc dù điều này sẽ không cải thiện đáng kể tình hình tài chính trong ngắn hạn (do khoảng 95% giá trị hợp đồng đã được thu về tại thời điểm bàn giao), nhưng sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc củng cố niềm tin của khách hàng.

Hình 2: Tình trạng pháp lý và lộ trình phát triển các dự án trọng điểm của NVL

Vị trí	Tên dự án	Quy mô	Thời điểm giới thiệu sản phẩm	Giai đoạn bàn giao (Vietcap dự báo)	Tình trạng pháp lý			
					Chủ trương đầu tư & QH 1/500	Được giao/ chuyển nhượng đất	Tiền sử dụng đất	Giấy phép xây dựng
Đồng Nai	Aqua City	615 ha (9.726 căn thấp tầng)	Q2 2019	2020-32	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất một phần	Hoàn tất một phần
Lâm Đồng (Bình Thuận)	NovaWorld Phan Thiet	1.000 ha (18.310 căn thấp tầng)	Q2 2019	2021-35	Hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Hoàn tất một phần
TP.HCM (Bà Rịa – Vũng Tàu)	NovaWorld Ho Tram	523 ha (3.180 căn thấp tầng)	Q2 2019	2021-35	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất
TP.HCM	Victoria Village	4,3 ha (92 căn thấp tầng và 1.044 căn cao tầng)	2017	Thấp tầng: 2019 Cao tầng: 2026-28	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất
	Grand Manhattan	0,1 ha (1.027 căn cao tầng)	2018	2027-29	Hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Hoàn tất
	Palm City	7,1 ha (178 căn thấp tầng)	2019	2022-25	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất
	Palm Marina B	2,0 ha (200 căn cao tầng)		2032	Đang điều chỉnh QH 1/500	N/A	N/A	N/A
	Các dự án khác	~270		2031-40	Trong giai đoạn đầu			

Nguồn: NVL, Vietcap

Doanh số bán BĐS và dòng tiền thu về

Doanh số bán BĐS dự kiến phục hồi từ năm 2026

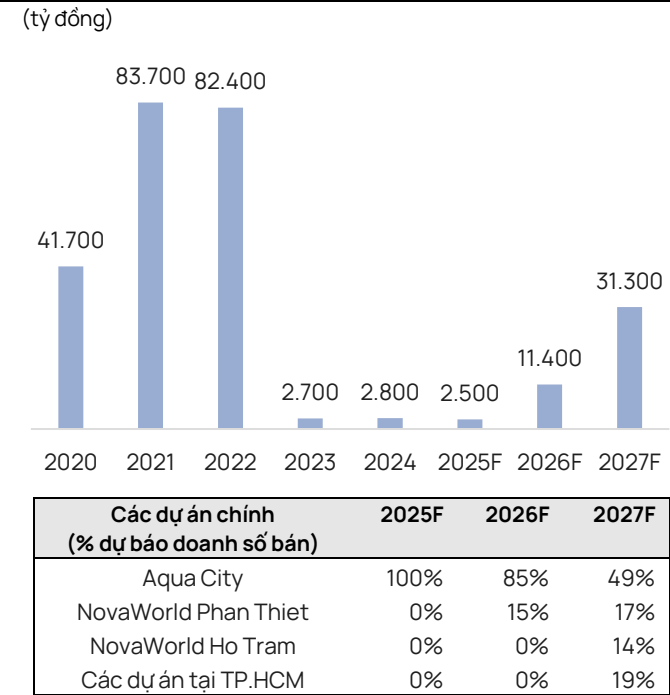
Chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS năm 2025 sẽ duy trì ở mức khiêm tốn. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tập trung vào công tác triển khai dự án, trong khi thanh khoản thị trường thứ cấp được kỳ vọng sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2025. Những yếu tố này sẽ tạo nền tảng cho sự phục hồi của hoạt động mở bán từ năm 2026 trở đi.

Trong giai đoạn 2026–2027, chúng tôi dự báo tổng doanh số bán BĐS sẽ đạt 42,6 nghìn tỷ đồng, nhờ được thúc đẩy bởi việc mở bán trở lại các sản phẩm chưa được bán tại Aqua City và NovaWorld Phan Thiet từ năm 2026, cũng như NovaWorld Ho Tram từ năm 2027. Các đợt mở bán mới sẽ được hỗ trợ bởi sự phục hồi dần của giá trị thương hiệu, tiến độ pháp lý và tiến độ thi công khả quan, cùng với việc hoàn thiện các tiện ích. Chúng tôi cũng kỳ vọng NVL sẽ tung ra nhiều chính sách ưu đãi bán hàng để kích cầu thị trường.

Dòng tiền thu về dự kiến tăng tốc trong giai đoạn 2026–2028 nhờ đẩy mạnh hoạt động bàn giao

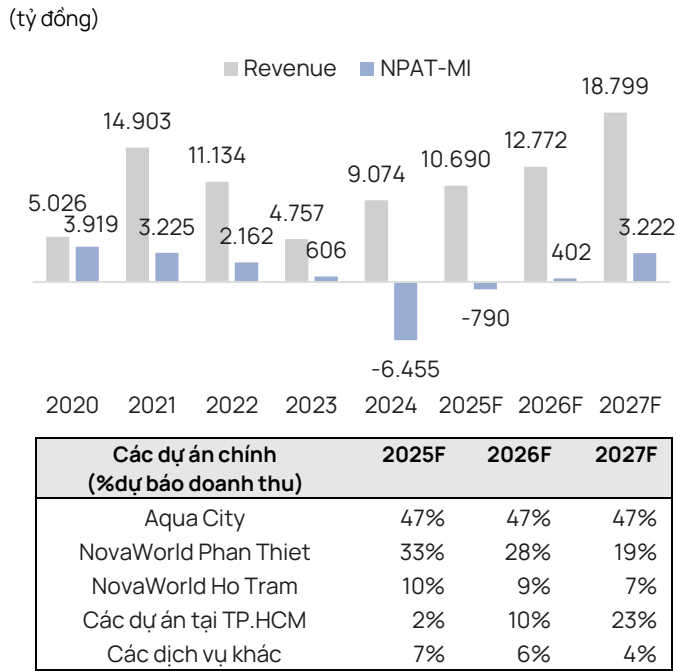
Tính đến cuối quý 2/2025, tính đến cuối quý 2/2025, tổng giá trị của các sản phẩm đã giới thiệu ra thị trường trong giai đoạn trước (backlog) ở mức 228 nghìn tỷ đồng, trong đó Aqua City chiếm 48%, NovaWorld Phan Thiet chiếm 26%, NovaWorld Ho Tram chiếm 10% và các dự án tại TP.HCM chiếm 16% (lưu ý rằng phần lớn dự án tại TP. HCM đã hoàn tất bàn giao và thu tiền, nhưng vẫn chưa đủ điều kiện ghi nhận doanh thu do thủ tục pháp lý chưa hoàn thiện). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng sẽ thu dần khoảng 100 nghìn tỷ đồng từ nay đến năm 2029, nhờ những tiến triển tích cực trong tiến độ thi công và hoạt động bàn giao các sản phẩm.

Hình 3: Dự báo doanh số bán BĐS của Vietcap



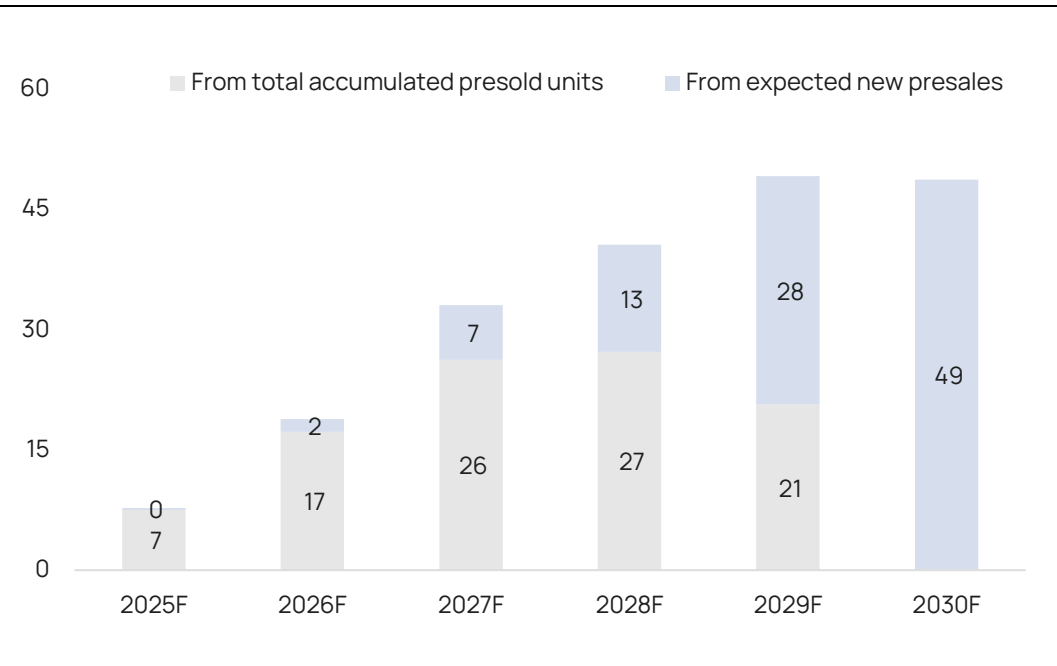
Nguồn: Dự báo và ước tính của Vietcap (Giá trị doanh số bán được làm tròn đến hàng trăm gần nhất.). Lưu ý: Bao gồm các giai đoạn dự án đã xác định.

Hình 4: Dự báo doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTTS của Vietcap



Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: Lỗ ròng năm 2024 (đã kiểm toán) bao gồm khoản trích lập dự phòng 4,4 nghìn tỷ đồng cho nghĩa vụ thanh toán tiền sử dụng đất của dự án Lakeview City (TP. HCM). Dự báo giai đoạn 2025–2027 của chúng tôi chưa bao gồm khả năng hoàn nhập một phần liên quan khoản dự phòng này.

Hình 5: Dòng tiền thu về cốt lõi dự kiến từ doanh số bán BĐS giai đoạn 2025–2030 (nghìn tỷ đồng)

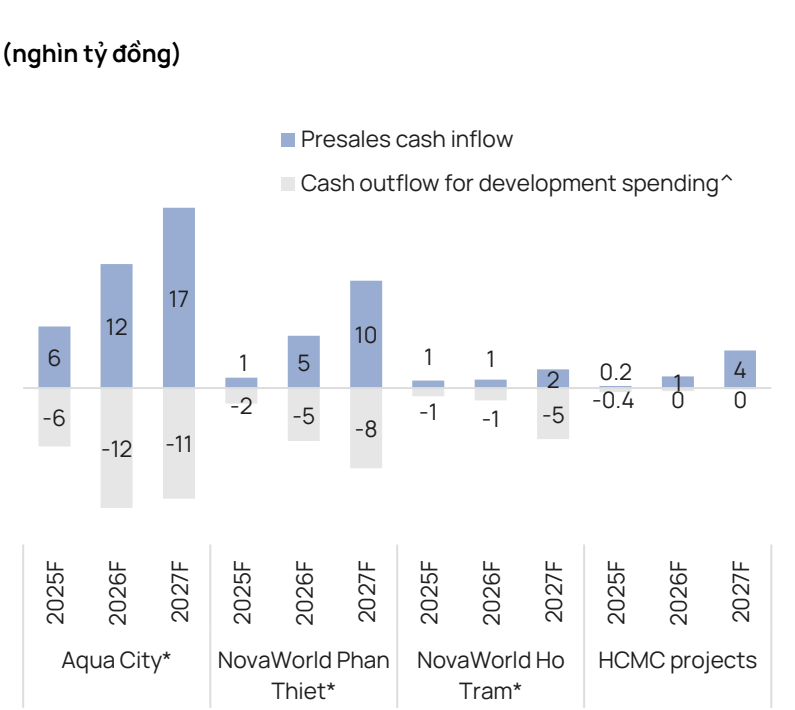


Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: Bao gồm các giai đoạn dự án đã xác định.

Hình 6: Dự báo của Vietcap về dòng tiền vào/ra cốt lõi của NVL từ hoạt động phát triển các dự án và vay nợ ròng

Đơn vị: tỷ đồng, % tổng cộng	2025F	2026F	2027F
A. Dòng tiền vào từ doanh số bán	7.700	18.800	33.000
• Aqua City*	76%	63%	52%
• NovaWorld Phan Thiet*	12%	26%	31%
• NovaWorld Ho Tram*	9%	4%	5%
• Các dự án tại TP.HCM	3%	6%	11%
B. Dòng tiền chi ra cho chi phí đất và xây dựng	-8.400	-18.100	-23.400
• Aqua City*	67%	64%	45%
• NovaWorld Phan Thiet*	18%	28%	33%
• NovaWorld Ho Tram*	10%	7%	21%
• Các dự án tại TP.HCM	5%	2%	0%
C. Mức vay ròng sau khi trừ chi phí tài chính	1.600	1.800	-3.800

Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) Bao gồm các giai đoạn dự án đã xác định.



Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) Bao gồm các giai đoạn dự án đã xác định; (^) dòng tiền ra cho chi phí đất và xây dựng.

Tái cơ cấu nợ vay

Đòn bẩy tài chính và nguồn vốn vay ngân hàng: Chúng tôi dự báo đòn bẩy tài chính của NVL sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn từ nửa cuối năm 2025-2027, do dự kiến công ty đẩy nhanh hoạt động xây dựng – chủ yếu được tài trợ bằng các khoản vay từ ngân hàng trong nước. Theo ban lãnh đạo, hoạt động cấp tín dụng của các ngân hàng đối với NVL đã dần được cải thiện, chủ yếu nhờ (1) tiến độ phê duyệt pháp lý khả quan tại các dự án trọng điểm của NVL, và (2) sự phục hồi của tâm lý người mua nhà đối với các sản phẩm của NVL.

Cập nhật tình hình tái cơ cấu nợ vay: Tại cuộc họp gặp gỡ nhà đầu tư vào quý 2/2025 của NVL, ban lãnh đạo cho biết trong tổng dư nợ vay 59,1 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 2/2025, NVL đã gia hạn thời hạn đáo hạn cho khoản nợ vay 24,1 nghìn tỷ đồng, đạt được thỏa thuận tái cơ cấu cho khoản nợ vay 8,06 nghìn tỷ đồng, và đang tiếp tục đàm phán điều khoản cho khoản nợ vay 8,6 nghìn tỷ đồng, trong khi khoản nợ vay trong nước còn lại (18,2 nghìn tỷ đồng) vẫn chưa đến hạn (Hình 8).

Về trái phiếu doanh nghiệp, NVL tiếp tục thực hiện quá trình tái cơ cấu trái phiếu trong nước, với một số diễn biến đáng chú ý kể từ cuối năm 2024, bao gồm việc: i) thanh toán lô trái phiếu trị giá 7 nghìn tỷ đồng (đơn vị bảo lãnh/tư vấn phát hành: VPS) trong giai đoạn từ tháng 12/2024 đến tháng 4/2025; ii) thanh toán lô trái phiếu 1,4 nghìn tỷ đồng (đơn vị bảo lãnh/tư vấn phát hành: Chúng khoán Tiên Phong) trong quý 1/2025; và iii) Gia hạn thêm 3 năm cho lô trái phiếu trị giá 1,3 nghìn tỷ đồng (đơn vị bảo lãnh/tư vấn phát hành: TCBS) đến tháng 7/2028, sau khi đã được gia hạn 2 năm từ kỳ đáo hạn ban đầu vào tháng 7/2023.

Ngoài ra, kế hoạch phát hành cổ phiếu hoán đổi trái phiếu trong nước (Phụ lục 3), đã được ĐHCĐ bất thường thông qua, qua đó mang đến cho trái chủ thêm một lựa chọn đàm phán, bên cạnh các giải pháp tái cơ cấu hiện có như hoán đổi sang sản phẩm bất động sản, sử dụng các dịch vụ của tập đoàn, hoặc gia hạn kỳ hạn trái phiếu.

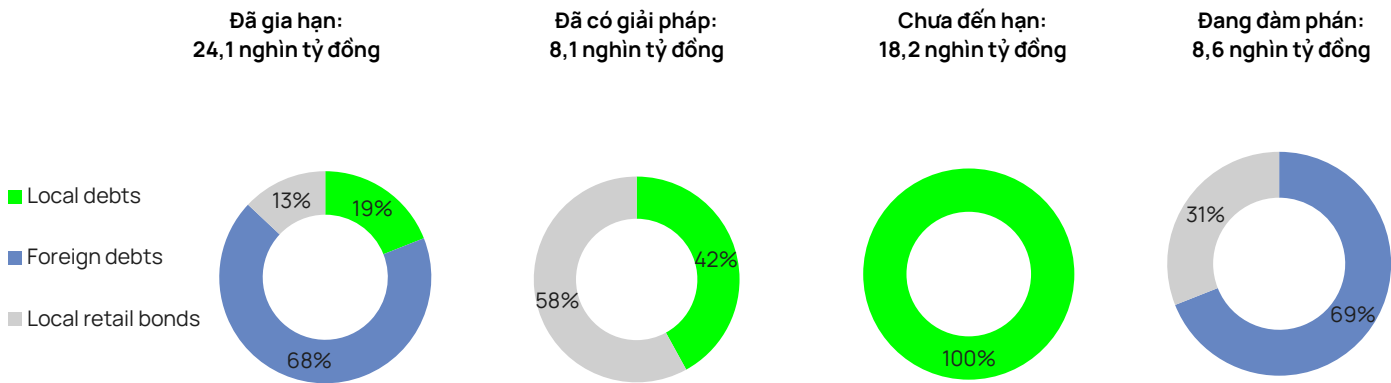
Triển vọng tái cấp vốn: Chúng tôi dự báo rằng áp lực tái cấp vốn sẽ tập trung chủ yếu vào các khoản trái phiếu, trong khi sự gia tăng trong mức độ sẵn sàng cho vay của các ngân hàng sẽ hỗ trợ quá trình tái cơ cấu khoản vay ngân hàng. Đối với trái phiếu, các giải pháp tái cơ cấu sẽ phụ thuộc vào sự đồng thuận của các trái chủ. Với việc năm 2027 dự kiến sẽ là giai đoạn cao điểm đáo hạn của các lô trái phiếu, chúng tôi kỳ vọng NVL có thể kiểm soát được áp lực này, nhờ được hỗ trợ bởi: (1) dòng tiền thu được từ hoạt động thúc đẩy bàn giao từ năm 2027, qua đó giúp gia tăng khả năng thanh khoản, và (2) sự cải thiện của triển vọng tái cơ cấu hoạt động kinh doanh, qua đó tạo điều kiện thuận lợi cho các kế hoạch huy động vốn tiềm năng.

Hình 7: Cập nhật tình hình tái cơ cấu nợ vay

Loại nợ	Dư nợ (tỷ đồng)					Cập nhật của NVL vào cuối quý 2/2025
	Cuối năm 2022	Cuối năm 2023	Cuối năm 2024	Cuối quý 2/2025	% thay đổi s/v cuối năm 2022	
Nợ trong nước (bao gồm các khoản vay ngân hàng trong nước và trái phiếu do TCTD nắm giữ)	26.570	23.452	27.301	26.302	-1,01%	Đã nhận được khoản giải ngân mới tổng cộng 15,5 nghìn tỷ đồng kể từ cuối năm 2022, đồng thời đã thanh toán 15,8 nghìn tỷ đồng.
Nợ nước ngoài (bao gồm các khoản vay/trái phiếu bằng USD hoặc do các tổ chức nước ngoài nắm giữ)	23.754	21.101	21.834	22.373	-5,81%	Đã gia hạn kỳ hạn cho 16,4 nghìn tỷ đồng (630 triệu USD) và đang tiếp tục đàm phán điều khoản cho 6 nghìn tỷ đồng còn lại.
Trái phiếu trong nước phát hành cho nhà đầu tư cá nhân	12.433	10.892	10.473	10.397	-16,37%	Đã gia hạn kỳ hạn cho 3,1 nghìn tỷ đồng, đạt được thỏa thuận tái cơ cấu cho 4,7 nghìn tỷ và đang tiếp tục đàm phán cho 2,7 nghìn tỷ đồng.
Tổng cộng	62.757	55.445	59.609 (*)	59.073(*)	-5,87%	

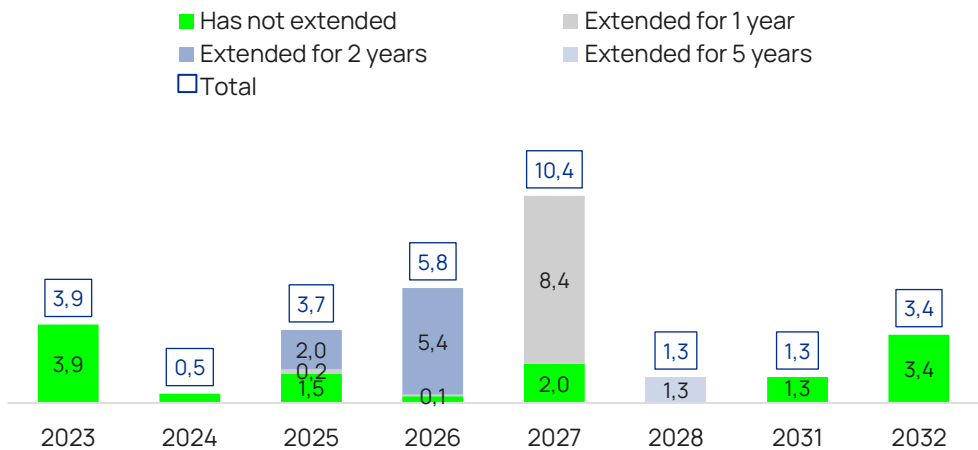
Nguồn: NVL, Vietcap tổng hợp. (*) Các số liệu trong bảng này được NVL cung cấp tại cuộc họp gặp gỡ nhà đầu tư quý 2/2025, có chênh lệch với số liệu trong BCTC hợp nhất của NVL do một phần dư nợ đã có phương án tái cơ cấu được thống nhất.

Hình 8: Tái cơ cấu nợ vay theo từng giải pháp tại thời điểm cuối quý 2/2025



Nguồn: NVL, Vietcap tổng hợp

Hình 9: Lịch đáo hạn trái phiếu của NVL đối với các lô trái phiếu đang lưu hành tại cuối quý 2/2025 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính (BCTC) của NVL, Vietcap tổng hợp và ước tính

Dự báo và Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá đánh giá lại tài sản ròng (RNAV) và ước tính giá trị hợp lý cho cổ phiếu NVL sẽ ở mức **20.000 đồng/cổ phiếu**. Theo quan điểm của chúng tôi, phương pháp RNAV là phù hợp nhất để phản ánh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của công ty. Chúng tôi đã đưa vào mô hình định giá toàn bộ quỹ đất đã xác định cho các dự án đang xây dựng và phát triển thông qua phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT). Cụ thể, chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do (DTTD) ước tính đến cuối năm 2025 với chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 12,2%

Chúng tôi cung cấp **giá trị hợp lý ước tính theo cơ sở "nỗ lực tối đa"** dành cho NVL dựa trên thông tin sẵn có và quá trình đánh giá lại của chúng tôi. Cần lưu ý rằng tỷ lệ sở hữu tại các công ty công ty con liên quan đến dự án/quỹ đất mà NVL công bố (ví dụ: Aqua City – 112 ha, Dự án C) có sự khác biệt so với tỷ lệ lợi ích thực tế/mục tiêu của công ty, do các quyền mua lại và quyền phát triển (theo thông tin từ công ty). Định giá của chúng tôi phản ánh tỷ lệ lợi ích thực tế/mục tiêu, nhưng áp dụng chi phí lãi vay cao hơn cho hai dự án này (chi phí nợ vay: 15% và WACC: 13,4%).

Trong báo cáo này, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% đối với phần định giá sử dụng phương pháp RNAV nhằm phản ánh rủi ro liên quan đến việc công bố thông tin về quyền sở hữu dự án (sau tái cơ cấu) và ghi nhận dòng tiền hợp nhất do cấu trúc nội bộ (xem chi tiết phần Rủi ro đầu tư tại trang 15).

Hình 10: Tóm tắt định giá

Tên dự án	NPV thực tế (tỷ đồng)*
Aqua City**	21.669
Aqua City River Park (92 ha)	3.478
Aqua City Riverside (81 ha)	2.175
Aqua City (112 ha)	4.340
Aqua City Phoenix	10.307
Aqua Marina City	1.368
Dự án BĐS nghỉ dưỡng	41.831
Azerai Cần Thơ & Villas	1.254
NovaWorld Phan Thiet **	26.099
NovaWorld Ho Tram **	6.709
New landbank – Mũi Né	7.769
Các dự án BĐS Nhà ở tại TP.HCM	48.827
Victoria Village	460
Palm Marina B	41
Grand Manhattan	5.076
Dự án tại Quận 4	1.408
Water Bay và 2 dự án tại Thạnh Mỹ Lợi	41.842
Tổng giá trị tài sản ròng dự phóng	112.326
(+) Tiền mặt và tương đương	4.874
(-) Tổng nợ vay	67.979
Giá trị tài sản ròng	49.221
Tỷ lệ chiết khấu %	10%
Giá trị tài sản ròng sau chiết khấu	44.299
Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu) (***)	2.216
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	20.000
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)	15.650
Tỷ lệ tăng	+27,8%
P/B các năm 2025/26/27 tại giá mục tiêu	1,1x/1,1x/1,0x
P/E các năm 2025/26/27 tại giá mục tiêu	N.M./111,7x/14,5x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Dựa trên dự báo cấp dự án của Vietcap và tỷ lệ lợi ích mục tiêu đối với dự án của công ty; (**) Bao gồm toàn bộ các giai đoạn đã xác định; (***) Bao gồm 97,5 triệu cổ phiếu từ kế hoạch ESOP năm 2025 và kế hoạch phát hành riêng lẻ (tối đa 168 triệu cổ phiếu, tương đương 8,6% tổng số cổ phiếu đang lưu hành), đã được thông qua tại ĐHCĐ bất thường tháng 8/2025, với giá định toàn bộ cổ phiếu sẽ được đăng ký mua.

Hình 11: Các giả định của Vietcap đối với WACC

Chi phí vốn	
Beta	1,1
Phần bù rủi ro vốn cổ phần %	8,0%
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%
Chi phí vốn cổ phần %	14,8%
Chi phí nợ vay %	12,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%
Nợ vay/vốn %	50,0%
WACC %	12,2%

Nguồn: Vietcap

Hình 12: Dự báo giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	Dự báo 2026	Dự báo 2027	Giải định/dự báo của Vietcap
Doanh thu thuần	9.074	10.690	12.772	18.799	* Chúng tôi kỳ vọng tiến triển pháp lý và việc đẩy mạnh thi công sẽ tiếp tục thúc đẩy sự phục hồi dẫn đến niềm tin của người mua nhà và hoạt động bàn giao các sản phẩm đã bán từ nửa cuối năm 2025. * Chúng tôi kỳ vọng hoạt động thi công sẽ được ưu tiên nổi lại tại các dự án/giai đoạn (i) đã hoàn tất thủ tục pháp lý, (ii) đã được giới thiệu, (iii) đã gần đủ điều kiện bàn giao, và (iv) tại các khu vực có nhu cầu đang hồi phục. * Chúng tôi kỳ vọng Aqua City sẽ là động lực thúc đẩy doanh thu chính, đóng góp 47% vào tổng doanh thu giai đoạn 2025–2027, theo sau là NovaWorld Phan Thiet (25%) và NovaWorld Ho Tram (8%). Trong khi đó, chúng tôi dự báo 2 dự án căn hộ tại TP.HCM (đang trong giai đoạn xây dựng – Victoria Village và The Grand Manhattan) sẽ lần lượt bắt đầu bàn giao từ năm 2026 và năm 2027.
Lợi nhuận gộp	84	3.841	4.631	7.248	* Chúng tôi giả định sẽ không có sự điều chỉnh bất thường đối với khoản mục giá vốn hàng bán (COGS) trong giai đoạn 2025–2027, khác với năm 2024 khi NVL ghi nhận khoản dự phòng 4,4 nghìn tỷ liên quan đến tiền sử dụng đất của dự án Lakeview City (TP.HCM) theo yêu cầu thận trọng của kiểm toán viên. Theo ban lãnh đạo, tiền sử dụng đất của dự án này hiện đang được rà soát, và có khả năng sẽ cho phép NVL hoàn nhập một phần khoản dự phòng sau khi quá trình này được hoàn tất. * Chúng tôi chưa đưa khả năng hoàn nhập khoản dự phòng năm 2024 vào dự báo của chúng tôi.
Chi phí SG&A	-1.984	-2.336	-2.504	-3.045	
Lợi nhuận từ HĐKD	-1.900	1.505	2.127	4.202	* Chúng tôi kỳ vọng LN từ HĐKD sẽ ghi nhận ở mức dương trong năm 2025, với việc NVL đã ghi nhận mức LN từ HĐKD dương trong quý thứ tư liên tiếp vào quý 2/2025.
Thu nhập tài chính	5.941	2.970	3.119	3.275	
Chi phí tài chính	-4.711	-4.841	-4.833	-4.211	
Thu nhập/chi phí khác	-1.879	0	0	0	
LNTT	-2.555	-372	407	3.260	
LNST	-4.395	-639	325	2.608	
LNST sau lợi ích CĐTS	-6.455	-790	402	3.222	* Chúng tôi dự báo lỗ ròng năm 2025 sẽ ở mức 790 tỷ đồng, so với mức lỗ ròng 6,5 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong năm 2024 và 604 tỷ đồng ghi nhận trong 6T 2025. * Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận cốt lõi sẽ chuyển dương từ năm 2026, nhờ được thúc đẩy bởi sự cải thiện mạnh mẽ hơn trong hoạt động bàn giao BDS. * Chúng tôi giả định không có khoản thu nhập hoặc chi phí bất thường liên quan đến quá trình tái cơ cấu đang diễn ra, do thông tin công bố còn hạn chế. * Chúng tôi chưa đưa khả năng hoàn nhập khoản dự phòng năm 2024 vào dự báo của chúng tôi.
Biên lợi nhuận gộp	0,9%	35,9%	36,3%	38,6%	
Chi phí SG&A/doanh thu (%)	21,9%	21,9%	19,6%	16,2%	
Biên LN từ HĐKD	-20,9%	14,1%	16,7%	22,4%	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	-71,1%	-7,4%	3,1%	17,1%	
TT doanh thu (% YoY)	91%	18%	19%	47%	
TT LNST-CĐTS (% YoY)	N.M.	N.M.	N.M.	702%	
TT EPS (% YoY)	N.M.	N.M.	N.M.	671%	
ROE %	-17%	-4%	2%	16%	
Tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH %	120%	134%	137%	129%	* Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2025–2027, do chúng tôi giả định các khoản vay sẽ gia tăng nhằm tài trợ cho hoạt động phát triển dự án.

Nguồn: BCTC của NVL, Dự báo của Vietcap

Tóm tắt các dự án chính

Aqua City

Tổng quan

- **Vị trí:** Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai, phía Đông TP.HCM.
- **Kết nối giao thông:** Dự kiến tiếp cận thông qua tuyến đường Hương Lộ 2, kết nối trực tiếp với cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây; thuận tiện di chuyển đến Sân bay quốc tế Long Thành.
- **Quy mô:** Là dự án đóng góp lớn nhất vào backlog hiện tại của NVL.
- **Mốc pháp lý:** Quy hoạch chi tiết 1/500 được phê duyệt vào tháng 6/2025.
- **Bước tiếp theo:** NVL đang hoàn tất các yêu cầu còn lại, bao gồm giấy phép bán hàng và giấy phép xây dựng hạ tầng cho các giai đoạn chưa bán.

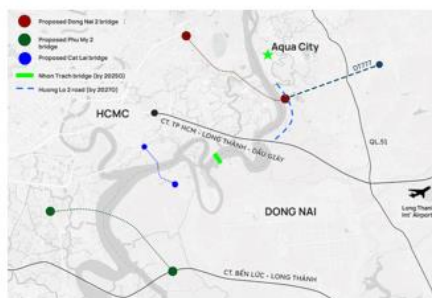
Quan điểm của chúng tôi

- Chúng tôi ghi nhận sự cải thiện đối với tâm lý người mua, thể hiện qua sự gia tăng của lượng khách tham quan và đa phục hồi từ mức đáy (2023) của giá giao dịch thứ cấp.
- **Thời điểm mở bán:** Chúng tôi dự báo việc mở bán sẽ được khởi động lại trong năm 2026.
- **Yếu tố hỗ trợ:**
 - Tiến độ thi công được đẩy mạnh.
 - Giải quyết các vấn đề pháp lý còn tồn đọng.
 - Tiếp tục nâng cấp hạ tầng tại Đồng Nai, cải thiện kết nối với TP.HCM và các trung tâm kinh tế trọng điểm.
- **Giá bán:** Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình ròng khởi điểm (chưa bao gồm thuế GTGT và ưu đãi bán hàng) cho các đợt mở bán mới vào năm 2026 sẽ tăng so với mức năm 2022, đạt 60-70 triệu đồng/m² (theo giả định của chúng tôi cho các giai đoạn).
- **Triển vọng dài hạn:** Tích cực, với điều kiện dự án được triển khai đúng tiến độ và đa phát triển hạ tầng được duy trì ổn định.

Hình 13: Aqua City (tỉnh Đồng Nai)

AQUA CITY (Dong Nai)

- Total ~9,700 low-rise units
- Presold units as of end-Q2 2025: ~6,200 (~64%)
- Cumulative handovers as of end-Q2 2025: 982 (~10%)
- Presales period: 2019-2030F*
- Handover period: 2020-2032F*



Nguồn: NVL, truyền thông đại chúng, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: (*) Dự báo của Vietcap.

NovaWorld Phan Thiet

Tổng quan

- **Vị trí:** Phường Tiến Thành, tỉnh Lâm Đồng (trước đây thuộc tỉnh Bình Thuận).
- **Kết nối giao thông:** Kết nối trực tiếp qua cao tốc Dầu Giây – Phan Thiết (đi vào hoạt động từ năm 2023), giúp rút ngắn thời gian di chuyển từ trung tâm TP.HCM xuống còn khoảng 2-2,5 giờ.
- **Quy mô:** Khoảng 1.000 ha, là tổ hợp du lịch và đô thị đa chức năng.
- **Các hạng mục chính:**
 - Khu nhà ở (biệt thự, nhà phố).
 - Khu nghỉ dưỡng (các resort mang thương hiệu quốc tế).
 - Khu vui chơi – tiện ích (sân golf 36 lỗ đạt chuẩn PGA, công viên giải trí, khu ẩm thực ven biển, khu vui chơi).
- **Lợi thế cạnh tranh:** Vị thế mạnh trong phân khúc du lịch nghỉ dưỡng ven biển, với rất ít dự án trong khu vực sở hữu quy mô lớn và quy hoạch tổng thể bài bản ở mức độ tương đương.
- **Mốc pháp lý:** Nhận được phê duyệt (vào tháng 6/2025) đối với việc chuyển hình thức thanh toán tiền thuê đất từ thanh toán hàng năm sang thanh toán một lần.
- **Tình trạng:** Khoản tiền sử dụng đất hiện đang được xác định; ban lãnh đạo dự kiến chi phí này sẽ được hỗ trợ bằng vốn vay ngân hàng sau khi có thông báo chính thức.

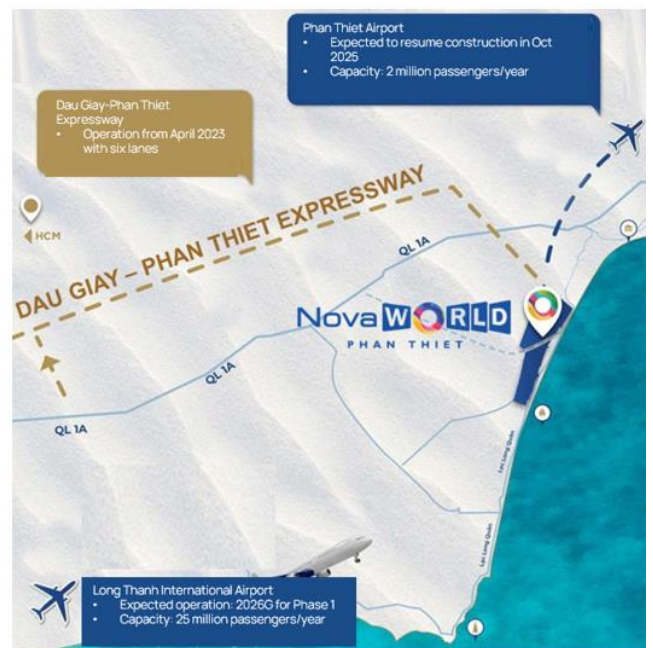
Quan điểm của chúng tôi

- **Khảo sát thực địa (tháng 8/2025):** Ghi nhận thêm nhiều tiện ích được hoàn thiện (nhà hàng ven biển, khu vui chơi, điểm tham quan), qua đó góp phần nâng cao chất lượng sinh sống và sức hấp dẫn du lịch của dự án.
- **Quan ngại về thị trường:** Nguồn cung biệt thự và nhà phố ven biển lớn có thể gây áp lực lên lợi suất cho thuê đối với nhóm khách hàng đầu tư.

Hình 14: NovaWorld Phan Thiet (Lâm Đồng, Bình Thuận)

NOVAWORLD PHAN THIET (Lam Dong, Binh Thuan)

- Total ~18,310 low-rise units
- Presold units as of end-Q2 2025: ~9,300 (~51%)
- Cumulative handovers as of end-Q2 2025: 1.432 (~8%)
- Presales period: 2019-2033F*
- Handover period: 2021-2035F*



Nguồn: NVL, truyền thông đại chúng, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: (*) Dự báo của Vietcap.

NovaWorld Ho Tram

Tổng quan

- **Vị trí:** Xã Hồ Tràm, TP.HCM (trước đây thuộc tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu).
- **Cấu trúc dự án:** Gồm năm giai đoạn chính, phân bố trên nhiều khu đất không liền kề.
- **Kết nối giao thông:** Hưởng lợi từ các dự án hạ tầng đang được nâng cấp, đặc biệt là cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu (dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2025 và bắt đầu vận hành từ năm 2026).
- **Pháp lý:** Không ghi nhận vấn đề tồn đọng đáng kể nào.

Quan điểm của chúng tôi

- **Yếu tố thúc đẩy tiến độ:** Hoạt động cải thiện hạ tầng được kỳ vọng sẽ hỗ trợ vị thế dài hạn của dự án.
- **Kỳ vọng phục hồi:** Tiến trình phục hồi của dự án được dự báo sẽ chậm hơn hai dự án được đề cập ở trên.

Hình 15: NovaWorld Ho Tram (HCMC, Bà Rịa Vũng Tàu)

NOVAWORLD HO TRAM (HCMC, Ba Ria Vung Tau)

- Total ~3,180 low-rise units
- Presold units as of end-Q2 2025: ~1,400 (~43%)
- Cumulative handovers as of end-Q2 2025: 462 (~15%)
- Presales period: 2019-2033F*
- Handover period: 2021-2035F*



Nguồn: NVL, nguồn từ truyền thông, báo chí, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: (*) Dự báo của Vietcap.

Các dự án tại khu trung tâm TP.HCM

Danh mục dự án tại trung tâm TP.HCM của NVL có thể được chia thành 3 nhóm: **dự án đã hoàn thành, dự án đang thi công, và các dự án trong kế hoạch dài hạn.**

1. Dự án đã hoàn thành

- Một số dự án (ví dụ: Sun Avenue, Lakeview City) đã hoàn tất xây dựng và bàn giao, nhưng chưa được cấp sổ hồng do các vướng mắc pháp lý.
- NVL đặt mục tiêu bàn giao khoảng 7.000 sổ hồng trong mỗi năm 2025 và 2026.
- Ý nghĩa: Việc giải quyết cấp sổ hồng được kỳ vọng sẽ giúp khôi phục niềm tin của khách mua.
- NVL cho biết đã thanh toán phần lớn khoản tạm nộp tiền sử dụng đất; khoản 5% còn lại (do khách hàng thanh toán khi nhận sổ hồng) có thể bù đắp một phần cho khoản tăng thêm tiềm năng đối với tiền sử dụng đất.
- Mặc dù tác động tài chính là khá hạn chế (do ~95% khoản thu đã được thu ngay tại thời điểm bàn giao), chúng tôi tin rằng cam kết này sẽ góp phần khôi phục niềm tin của khách mua.

2. Dự án đang thi công

- Các dự án chính: The Grand Manhattan và Victoria Village (các giai đoạn cao tầng).
- Tiến độ dự kiến: Chúng tôi dự phóng các giai đoạn cao tầng của Victoria Village và The Grand Manhattan sẽ hoàn tất xây dựng và bắt đầu bàn giao lần lượt từ năm 2026 và 2027.

3. Các dự án trong kế hoạch dài hạn

- NVL sở hữu quỹ đất lớn và có giá trị cao tại khu trung tâm TP.HCM, bao gồm các vị trí đắc địa thuộc khu vực TP. Thủ Đức cũ, nơi có giá đất tăng mạnh.
- Do hầu hết các dự án hiện vẫn đang ở giai đoạn đầu, nên chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS sẽ cần thêm thời gian để có thể được ghi nhận.

Hình 16: Các dự án đang thi công đáng chú ý tại khu vực trung tâm TP.HCM

The Grand Manhattan

- Bàn giao: 2027-29*



Victoria Village (giai đoạn cao tầng)

- Bàn giao: 2026-28*



Nguồn: Hình ảnh mang tính minh họa. Lưu ý: (*) Dự báo của Vietcap.

Rủi ro đầu tư

Quá trình tái cơ cấu có thể kéo dài hơn dự kiến. Chúng tôi cho rằng NVL đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất, tuy nhiên đà phục hồi vẫn còn phụ thuộc lớn vào niềm tin của người mua. Nếu doanh số bán BĐS phục hồi chậm hơn kỳ vọng, quá trình phục hồi có thể sẽ bị trì hoãn, đồng thời làm gia tăng áp lực lên các nghĩa vụ nợ vốn đã kéo dài.

Rủi ro pha loãng. Việc chuyển đổi toàn bộ hai lô trái phiếu chuyển đổi đang lưu hành (với tỷ lệ chuyển đổi 156.018 cổ phiếu/trái phiếu) sẽ làm tăng số lượng cổ phiếu lên thêm 746 triệu cổ phiếu, tương đương 38% tổng số cổ phiếu đang lưu hành. Bên cạnh đó, cổ đông đã chấp thuận kế hoạch tăng vốn thông qua hình thức phát hành riêng lẻ và khoản vay chuyển đổi tại ĐHCĐ tháng 4/2025 và ĐHCĐ bất thường tháng 8/2025 (xem chi tiết tại Phụ lục 3). Trong báo cáo này, chúng tôi đã đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi việc phát hành 97,5 triệu cổ phiếu từ chương trình ESOP năm 2025 và kế hoạch phát hành riêng lẻ tối đa 168 triệu cổ phiếu (tương đương 8,6% tổng lượng cổ phiếu đang lưu hành, được thông qua tại ĐHCĐ bất thường tháng 8/2025), với giả định số cổ phiếu này sẽ được đăng ký mua toàn bộ.

Rủi ro thay đổi cấu trúc sở hữu và lợi ích tại dự án trong quá trình tái cấu trúc, có thể khác với kỳ vọng. Phân tích dòng tiền của chúng tôi (Hình 5 và 6) thể hiện dự báo của chúng tôi về dòng tiền thu và khoản chi trên toàn bộ quỹ đất/giai đoạn dự án, bao gồm các dự án chưa được hợp nhất vào BCTC hiện tại của NVL. Trong báo cáo này, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% đối với phần định giá RNAV, nhằm phản ánh rủi ro liên quan đến việc cấu trúc sở hữu và lợi ích tại dự án có thể thay đổi trong quá trình tái cấu trúc.

Hình 17: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi cho NVL (đồng/cổ phiếu) theo tỷ lệ chiết khấu (%) áp dụng cho RNAV ước tính của chúng tôi cho NVL, các yếu tố khác không đổi

0%	10%	20%	30%	40%
22.200	20.000	17.800	15.600	13.300

Nguồn: Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	9.074	10.690	12.772	18.799
Giá vốn hàng bán	-8.990	-6.849	-8.141	-11.552
Lợi nhuận gộp	84	3.841	4.631	7.248
Chi phí bán hàng	-534	-584	-626	-761
Chi phí quản lí DN	-1.450	-1.752	-1.878	-2.284
LN từ HĐKD	-1.900	1.505	2.127	4.202
Thu nhập tài chính	5.941	2.970	3.119	3.275
Chi phí tài chính	-4.711	-4.841	-4.833	-4.211
Trong đó, chi phí lãi vay	-291	-250	-251	-218
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-6	-6	-6	-6
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-1.879	0	0	0
LNTT	-2.555	-372	407	3.260
Thuế TNDN	-1.839	-268	-81	-652
LNST trước CĐTS	-4.395	-639	325	2.608
Lợi ích CĐ thiểu số	-2.060	-150	77	614
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	-6.455	-790	402	3.222
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	-6.455	-790	402	3.222
EBITDA	-347	2.479	3.054	5.145
EPS báo cáo, VND	-3.310	-375	179	1.382
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng (TT) YoY				
TT Doanh thu	90,7%	17,8%	19,5%	47,2%
TT LN từ HĐKD	N.M.	N.M.	41,3%	97,6%
TT LNTT	N.M.	N.M.	N.M.	701,9%
TT EPS báo cáo	N.M.	N.M.	N.M.	671,5%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	0,9%	35,9%	36,3%	38,6%
Biên LN từ HĐKD %	-20,9%	14,1%	16,7%	22,4%
Biên EBITDA	-3,8%	23,2%	23,9%	27,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	-71,1%	-7,4%	3,1%	17,1%
ROE	-17,0%	-4,2%	2,1%	15,9%
ROA	-1,8%	-0,3%	0,1%	1,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	5.797	7.814	6.987	5.317
Số ngày phải thu	2.048	1.868	1.563	1.093
Số ngày phải trả	1.129	1.945	1.714	1.300
TG luân chuyển tiền	6.715	7.737	6.836	5.110
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,9	2,0	2,1	2,0
CS thanh toán nhanh	0,6	0,5	0,5	0,4
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,1	0,1
Nợ vay/Tài sản	25,9%	28,1%	30,1%	28,7%
Nợ vay/Vốn sử dụng	56,6%	59,1%	59,8%	58,7%
Nợ vay rỗng/Vốn CSH	120,4%	133,9%	136,8%	129,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	-6,5	6,0	8,5	19,3

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	4.608	4.843	5.983	6.790
Đầu tư TC ngắn hạn	31	31	31	31
Các khoản phải thu	54.813	49.787	41.992	41.204
Hàng tồn kho	146.607	155.842	168.265	181.934
TS ngắn hạn khác	1.771	2.087	2.493	3.670
Tổng TS ngắn hạn	207.831	212.590	218.764	233.630
TS dài hạn (gộp)	2.456	3.639	3.704	3.805
- Khấu hao lũy kế	-519	-1.312	-1.339	-1.382
TS dài hạn (ròng)	1.938	2.327	2.365	2.424
Đầu tư TC dài hạn	1.709	1.709	1.709	1.709
TS dài hạn khác	26.300	25.400	24.500	23.600
Tổng TS dài hạn	29.947	29.436	28.574	27.733
Tổng Tài sản	237.778	242.026	247.338	261.363
Phải trả ngắn hạn	29.519	29.487	28.269	30.484
Nợ vay ngắn hạn	36.978	38.827	40.768	42.807
Nợ ngắn hạn khác	40.725	38.744	35.718	44.553
Tổng nợ ngắn hạn	107.222	107.058	104.755	117.844
Nợ vay dài hạn	24.588	29.152	33.796	32.123
Nợ dài hạn khác	58.677	58.677	58.677	58.677
Tổng nợ	190.487	194.887	197.228	208.644
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	19.501	20.476	22.156	22.156
Thặng dư vốn CP	5.052	5.052	6.017	6.017
Lợi nhuận giữ lại	13.281	12.004	12.406	15.628
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	9.457	9.608	9.531	8.917
Vốn chủ sở hữu	47.291	47.139	50.110	52.718
Tổng cộng nguồn vốn	237.778	242.026	247.338	261.363
SL CP lưu hành cuối năm (triệu)	1.950	2.048	2.216	2.216

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	3.413	4.608	4.843	5.983
Thu nhập ròng	-6.455	-790	402	3.222
Khấu hao	1.553	974	927	943
Thay đổi vốn lưu động	-1.594	-6.948	-9.278	-3.007
Điều chỉnh khác	525	0	2.646	0
Tiền từ HĐKD	-5.971	-6.764	-5.304	1.157
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-6	-60	-72	-108
Đầu tư, ròng	4.208	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	4.210	-53	-65	-101
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	488	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	6.041	1.849	1.941	2.038
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-2.187	4.565	4.644	-1.673
Tiền từ các hoạt động khác	-897	150	-77	-614
Tiền từ hoạt động TC	2.956	7.051	6.509	-248
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.195	235	1.140	808
Tiền cuối năm	4.608	4.843	5.983	6.790

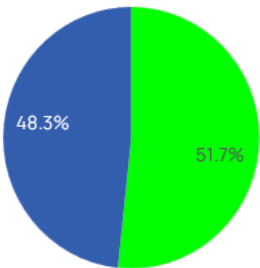
Nguồn: NVL, Vietcap

Phụ lục

Phụ lục 1: Cơ cấu cổ đông

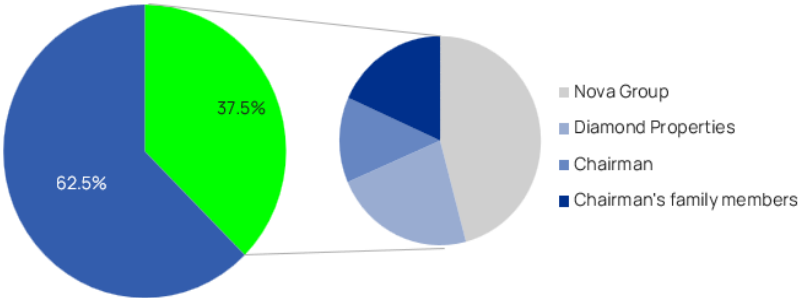
Hình 18: Cơ cấu cổ đông của NVL

Tính đến cuối năm 2022



Chairman's family and related companies Others

Tính đến cuối quý 2/2025

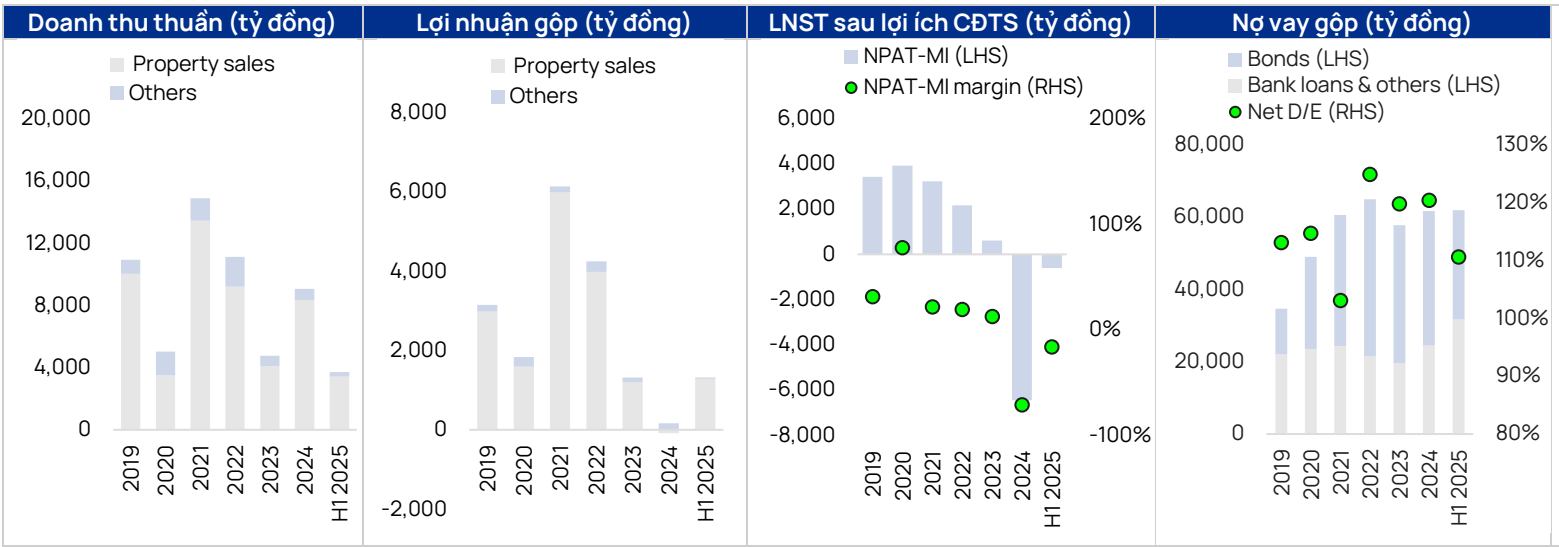


Chairman's family and related companies Others

Nguồn: NVL, Vietcap

Phụ lục 2: Tóm tắt tình hình tài chính trong quá khứ

Hình 19: Kết quả tài chính giai đoạn 2019 – 6T 2025



Nguồn: NVL, Vietcap

Phụ lục 3: Kế hoạch tăng vốn

Các kế hoạch được phê duyệt tại ĐHCĐ tháng 4/2025:

- Phát hành riêng lẻ (tối đa 350 triệu cổ phiếu, tương đương 18% tổng số cổ phiếu đang lưu hành): với giá phát hành không thấp hơn 10.000 đồng/cổ phiếu. Nếu được đăng ký mua toàn bộ ở mức giá 10.000 đồng/cổ phiếu, NVL sẽ có thể huy động được số tiền 3,5 nghìn tỷ đồng. Nguồn vốn thu được sẽ được sử dụng để thanh toán một phần các khoản phải trả (bao gồm thuế) cho Nhà nước, chi phí SG&A, bổ sung vốn lưu động, và góp vốn vào các công ty con. Thời gian thực hiện dự kiến trong năm 2025 hoặc sẽ do HĐQT quyết định sau.
- Phát hành ESOP (tối đa 97,5 triệu cổ phiếu, tương đương 5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành): một nửa (48,75 triệu cổ phiếu) được phát hành từ thặng dư vốn cổ phần, và một nửa còn lại với giá phát hành 10.000 đồng/cổ phiếu. Trong tổng số này, 3,7 triệu cổ phiếu sẽ được phân bổ cho nhân sự thông thường và 93,8 triệu cổ phiếu sẽ phân bổ cho nhân sự chủ chốt.

Hạn chế giao dịch: (i) Với nhân sự thông thường: bị hạn chế giao dịch trong 1 năm; (ii) Với nhân sự chủ chốt: 100% bị hạn chế trong năm đầu, 70% trong năm thứ hai, 40% trong năm thứ ba, và được tự do chuyển nhượng từ năm thứ tư. Nếu được đăng ký mua toàn bộ ở mức 10.000 đồng/cổ phiếu, NVL sẽ có thể huy động 487,5 tỷ đồng. Thời gian đăng ký mua từ ngày 05/09/2025 và đã hoàn thành vào ngày 09/10/2025.

Các kế hoạch được phê duyệt tại ĐHCĐ bất thường tháng 8/2025:

- **Phát hành riêng lẻ (tối đa 168 triệu cổ phiếu, tương đương 8,6% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) để hoán đổi nợ**
 - Giá phát hành: 15.746,67 đồng/cổ phiếu, dựa trên giá đóng cửa bình quân của cổ phiếu NVL trong 30 phiên giao dịch gần nhất từ 19/06/2025 đến 30/07/2025.
 - Tỷ lệ hoán đổi nợ: 15.746,67:1 (tức là 15.746,67 đồng nợ sẽ được hoán đổi thành 1 cổ phiếu phổ thông mới).
 - Tiêu chí lựa chọn chủ nợ tham gia hoán đổi: Là các chủ nợ liên quan đến các khoản phải trả của NVL, phát sinh từ việc bán cưỡng chế cổ phiếu do bên bảo lãnh sở hữu tính đến cuối năm 2024, và đã đạt thỏa thuận sơ bộ về việc hoán đổi nợ với NVL.
 - Các khoản nợ được hoán đổi: 2.646 tỷ đồng, bao gồm Tập đoàn NovaGroup: 2.527 tỷ đồng (chiếm 95,55% tổng giá trị chuyển đổi nợ), Công ty CP Bất động sản Diamond Properties: 112 tỷ đồng (~4%), và bà Hoàng Thu Châu: 7 tỷ đồng (~0,2%).
 - Thời gian thực hiện: dự kiến từ quý 4/2025 đến quý 1/2026, phụ thuộc vào sự phê duyệt của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN).
 - NovaGroup và Diamond Properties là các bên có liên quan đến Chủ tịch HĐQT của NVL, trong khi bà Châu là cựu thành viên HĐQT. Nếu kế hoạch được thực hiện đầy đủ, tỷ lệ sở hữu của gia đình Chủ tịch (bao gồm các thành viên gia đình và hai công ty liên quan) sẽ tăng từ mức 37,5% hiện tại lên mức 42%.
- **Phát hành cổ phiếu (tối đa 151,85 triệu cổ phiếu, tương đương 7,8% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) để hoán đổi trái phiếu**
 - Giá phát hành: 40.000 đồng/cổ phiếu. Mức giá này được xác định dựa trên: (i) giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu của NVL (19.401 đồng vào cuối năm 2024), (ii) mục tiêu hỗ trợ trái chủ, và (iii) kỳ vọng rằng kế hoạch có thể khả thi trong bối cảnh hiện tại.
 - Tỷ lệ hoán đổi: 40.000:1 (tức 40.000 đồng mệnh giá trái phiếu sẽ được hoán đổi thành 1 cổ phiếu phổ thông mới).
 - Giá trị gốc trái phiếu được hoán đổi: 6.074 tỷ đồng, bao gồm 13 lô trái phiếu được phát hành trong giai đoạn 2021-2022.
 - Thời gian thực hiện: dự kiến trong năm 2026, phụ thuộc vào phê duyệt của UBCKNN. HĐQT được ủy quyền xác định thứ tự thực hiện kế hoạch phát hành này so với các kế hoạch phát hành cổ phiếu khác, tùy thuộc vào tình hình triển khai thực tế.

Chúng tôi cho rằng kế hoạch này mang lại cho trái chủ một lựa chọn đàm phán bổ sung, bên cạnh các giải pháp tái cơ cấu hiện có như hoán đổi sang sản phẩm BĐS, sử dụng dịch vụ trong hệ sinh thái của tập đoàn, hoặc gia hạn kỳ hạn trái phiếu.

- **Kế hoạch vay chuyển đổi (tối đa 5 nghìn tỷ đồng, kỳ hạn 5 năm):** Bên cho vay có quyền yêu cầu hoàn trả trước hạn một phần hoặc toàn bộ khoản gốc sau 3 năm kể từ ngày giải ngân.
 - Quyền chuyển đổi: Bên cho vay có quyền yêu cầu chuyển đổi một phần hoặc toàn bộ khoản gốc chưa thanh toán thành cổ phiếu NVL.
 - Thời gian được phép chuyển đổi: Sau 12 tháng kể từ ngày giải ngân cuối cùng cho đến 30 ngày trước ngày đáo hạn hoặc ngày hoàn trả trước hạn.
 - Giá chuyển đổi: Tối thiểu bằng 115% giá đóng cửa của cổ phiếu NVL trong một ngày bất kỳ thuộc năm ngày làm việc trước và bao gồm cả ngày giải ngân cuối cùng.
 - Mục đích sử dụng vốn, thời gian triển khai và lãi suất dự kiến hiện chưa được công bố.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách
hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Thân Như Đoàn Thực, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.