

**Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)**

Giá mục tiêu: VNĐ15,300 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 10.9%

| Giá cổ phiếu (đồng) (30/10/2025) | 13,800           |
|----------------------------------|------------------|
| Mã Bloomberg                     | NVL VN           |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)         | 8,100-18,900     |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)         | 13,638           |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)        | 26,911           |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)      | 1,022            |
| 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  | (9.51) | (16.9) | 29.0    |
| So với chỉ số    | (12.4) | (29.6) | (10.6)  |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2025F         | (729) | (286)      | 154.7     |
| 2026F         | 418   | 55.9       | 647.5     |
| 2027F         | 1,216 | 1,979      | (38.5)    |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

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

**Chuyên viên phân tích****Đoàn Bảo Anh Tuấn**

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

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**

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

**Rủi ro - lợi nhuận trở nên cân bằng hơn; Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng**

- HSC nâng khuyến nghị đối với NVL lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ), với tiềm năng tăng giá 11% tại giá mục tiêu không đổi 15.300đ, dựa trên sự sụt giảm của giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây, đánh giá của chúng tôi về KQKD Q3/2025 và thông tin liên quan đến công ty trong thời gian gần đây.
- HSC dự báo lỗ thuần sẽ tăng trong năm 2025 do chi phí tài chính gia tăng nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2026-2027. Chúng tôi gần như giữ nguyên quan điểm về tình hình tài chính của NVL – với kỳ vọng công ty sẽ có lãi trở lại trong năm 2026 – mức độ rủi ro-lợi nhuận trở nên cân bằng hơn trước.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 1 tháng qua, chủ yếu do tin tức liên quan đến các sai phạm trong hoạt động phát hành trái phiếu, NVL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 38% so với ước tính RNAV/cp, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 33%. Đáng chú ý, đây là khuyến nghị tích cực đầu tiên của chúng tôi đối với NVL trong 3,5 năm qua.

**Sự kiện: Cập nhật dự báo sau khi công bố KQKD Q3/2025**

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với NVL sau khi phân tích KQKD Q3/2025, vốn thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do chi phí tài chính cao hơn dự kiến. Trong quý, NVL ghi nhận 1.683 tỷ đồng doanh thu, giảm 16,3% so với cùng kỳ (giảm 13,1% so với quý trước) và lỗ thuần 878 tỷ đồng, so với lợi nhuận thuần 3,1 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024 (cao hơn gấp 4,6 lần so với khoản lỗ 189 tỷ đồng trong Q2/2025).

Trong 9 tháng đầu năm 2025, NVL ghi nhận 5,4 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (tăng 25,7% so với cùng kỳ), lỗ thuần 1,5 nghìn tỷ đồng (giảm 63,9% so với cùng kỳ) và lỗ từ HĐKD cốt lõi 128 tỷ đồng (giảm 96,9% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 75,8%, 228,9% và chuyển sang lỗ lớn gấp 3,5 lần so với dự báo trước đó cho năm 2025 của chúng tôi.

**Tác động: Dự kiến lỗ nặng hơn trong năm 2025, giữ nguyên dự báo năm 2026-2027**

Cho năm 2025, HSC dự báo lỗ thuần tăng lên 1.515 tỷ đồng (so với lỗ 795 tỷ đồng trước đó) và lỗ thuần từ HĐKD cốt lõi đạt 160 tỷ đồng (so với lợi nhuận 428 tỷ đồng trước đó), sau khi cập nhật các giả định về chi phí tài chính cao hơn (chủ yếu từ khoản lỗ lớn hơn của các hợp đồng hợp tác kinh doanh). Chúng tôi vẫn kỳ vọng NVL sẽ có lãi trở lại từ năm 2026, với lợi nhuận lần lượt là 869 tỷ đồng trong năm 2026 và 2,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (tăng 191% so với cùng kỳ).

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10%/17% trong 1 tháng/3 tháng qua, phản ánh sự biến động của thị trường và những lo ngại liên quan đến các cuộc điều tra trái phiếu, NVL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 38% so với RNAV/cp, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 33%. Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 15.300đ, dựa trên mức chiết khấu 30% (không đổi) so với ước tính RNAV/cp. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với NVL lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) – khuyến nghị tích cực đầu tiên của chúng tôi đối với cổ phiếu này kể từ đầu năm 2022. Theo quan điểm của chúng tôi, NVL đã đạt được tiến bộ đáng kể trong việc thực hiện các nghĩa vụ đối với các cá nhân nắm giữ trái phiếu và các tổ chức nắm giữ trái phiếu của công ty vẫn tiếp tục hỗ trợ công ty. Với việc Chính phủ có lập trường chống lại việc “hình sự hóa các giao dịch kinh tế,” chúng tôi nhận thấy phản ứng của thị trường có phần thái quá. Hơn nữa, việc phê duyệt pháp lý cho các dự án lớn cũng đang có tiến triển tích cực, trong bối cảnh Chính phủ tăng cường hỗ trợ về mặt chính sách cho ngành bất động sản.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-23A | 12-24A  | 12-25F    | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|---------|-----------|--------|--------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | (799)  | (2,193) | 468       | 2,321  | 4,484  |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 606    | (6,412) | (1,515) ▼ | 869    | 2,529  |
| EPS ĐC (đồng)             | 291    | (3,084) | (729) ▼   | 418    | 1,216  |
| DPS (đồng)                | -      | -       | -         | -      | -      |
| BVPS (đồng)               | 19,510 | 19,423  | 18,646    | 19,092 | 20,389 |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | (102)  | (38.2)  | 183       | 39.2   | 19.7   |
| P/E ĐC (lần)              | 47.4   | N/a     | N/a       | 33.0   | 11.3   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | -      | -       | -         | -      | -      |
| P/B (lần)                 | 0.71   | 0.71    | 0.74      | 0.72   | 0.68   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (72.0) | (1,159) | 76.4      | 157    | 191    |
| ROAE (%)                  | 1.60   | (16.9)  | (4.08)    | 2.36   | 6.57   |

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

## Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng do định giá

Những tiến triển đáng kể gần đây trong việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý tại nhiều dự án của NVL, cùng với sự kiên nhẫn đáng chú ý của các chủ nợ, tạo điều kiện cho công ty có lãi trở lại. HSC giữ nguyên quan điểm rằng NVL sẽ trở lại có lãi trở lại trong năm 2026. Với những chuyển biến tích cực này, cùng với các đợt sụt giảm của giá cổ phiếu trong thời gian gần đây, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) – khuyến nghị tích cực đầu tiên của chúng tôi đối với NVL kể từ đầu năm 2022. Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 15.300đ, dựa trên mức chiết khấu 30% (không đổi) so với ước tính RNAV/cp.

### Công bố KQKD Q3/2025

Trong quý, NVL ghi nhận 1.683 tỷ đồng doanh thu, giảm 16,3% so với cùng kỳ (giảm 13,1% so với quý trước) và lỗ thuần 878 tỷ đồng, so với lợi nhuận thuần 3,1 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024 (cao gấp 4,6 lần so với khoản lỗ 189 tỷ đồng trong Q2/2025). Lỗ thuần từ HĐKD cốt lõi ở mức 212 tỷ đồng (so với lợi nhuận 334 tỷ đồng trong Q3/2024 và 125 tỷ đồng trong Q2/2025).

KQKD trong quý thấp hơn dự báo của chúng tôi, chủ yếu do mức độ đảo chiều của lợi nhuận HĐ tài chính lớn hơn dự kiến. Phân khúc này ghi nhận sự đảo chiều đáng kể, từ lợi nhuận tài chính 3,5 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024 chuyển sang lỗ 992 tỷ đồng trong Q3/2025. Quan sát kỹ hơn, chúng tôi thấy chi phí của các hợp đồng hợp tác kinh doanh tăng vọt lên 1,2 nghìn tỷ đồng (tăng 55,8% so với cùng kỳ và tăng 101,6% so với quý trước). Lưu ý, HSC vẫn chưa có thông tin chi tiết về cơ chế đang được áp dụng để ghi nhận các khoản thu nhập này và các dự án cụ thể đã mang lại khoản lợi nhuận trên.

Doanh số 9 tháng đã hoàn thành 76% dự báo trước đó cho cả năm 2025 của chúng tôi, trong khi lỗ thuần cao hơn 128% so với dự báo trước đó cho cả năm 2025 của chúng tôi với mức lỗ 795. Trong khi đó, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi 9 tháng đầu năm 2025 cho thấy sự đảo chiều 3,5 lần so với dự báo lợi nhuận trước đó của chúng tôi. Một lần nữa, KQKD thấp hơn kỳ vọng chủ yếu do chi phí cho hợp đồng hợp tác kinh doanh, mà chúng tôi đang phản ánh trong dự báo mới (được miêu tả chi tiết ở phần bên dưới).

**Bảng 1: KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, NVL**

| Tỷ đồng                               | Q3/24        | Q3/25          | So với cùng kỳ | 9T24           | 9T25           | So với cùng kỳ |
|---------------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                | <b>2,010</b> | <b>1,683</b>   | <b>-16.3%</b>  | <b>4,295</b>   | <b>5,398</b>   | <b>25.7%</b>   |
| Lợi nhuận gộp                         | 545          | 586            | 7.5%           | (1,858)        | 1,905          | N/m            |
| Doanh thu tài chính                   | 3,898        | 456            | -88.3%         | 5,343          | 1,484          | -72.2%         |
| Chi phí tài chính                     | (319)        | (1,449)        | 353.9%         | (3,456)        | (3,217)        | -6.9%          |
| Chi phí bán hàng                      | (104)        | (126)          | 20.9%          | (246)          | (372)          | 51.0%          |
| Chi phí quản lý                       | (355)        | (310)          | -12.6%         | (1,055)        | (928)          | -12.1%         |
| Lợi nhuận HĐ                          | 3,666        | (839)          | -122.9%        | (1,269)        | (1,118)        | -12.0%         |
| Thu nhập thuần khác                   | (88)         | 57             | N/m            | (1,834)        | 75             | N/m            |
| LNTT                                  | 3,578        | (782)          | -121.9%        | (3,104)        | (1,043)        | -66.4%         |
| <b>LNST</b>                           | <b>2,950</b> | <b>(1,153)</b> | <b>-139.1%</b> | <b>(4,377)</b> | <b>(1,820)</b> | <b>-58.4%</b>  |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>                | <b>3,120</b> | <b>(878)</b>   | <b>-128.1%</b> | <b>(4,104)</b> | <b>(1,482)</b> | <b>-63.9%</b>  |
| Các khoản mục ròng không thường xuyên | 2,786        | (757)          | -127.2%        | 9              | (1,083)        | -76.6x         |
| <b>'Lợi nhuận cốt lõi'</b>            | <b>334</b>   | <b>(121)</b>   | <b>-136.3%</b> | <b>(4,122)</b> | <b>(128)</b>   | <b>-96.9%</b>  |

Ghi chú: \*Sau khi điều chỉnh ước tính cho thuế và các khoản mục khác.  
Nguồn: NVL, HSC

## Tiến triển tích cực tại các dự án trọng điểm, nhưng vẫn còn nhiều việc phải làm

Chúng tôi cập nhật tiến độ pháp lý của một số dự án trọng điểm mà NVL đang tập trung thực hiện:

- **Aqua City:** Công ty dự kiến nhận phê duyệt mức phí sử dụng đất và chuẩn bị thanh toán tiền sử dụng đất trong sáu tháng tới, chậm hơn một chút so với dự báo của chúng tôi là nhận được giấy phép mở bán trong nửa cuối năm 2025.

- **Nova World Phan Thiết:** NVL đã nhận được phê duyệt chuyển đổi từ thanh toán tiền sử dụng đất hằng năm sang thanh toán một lần. Tiền sử dụng đất đang được tính toán và công ty dự kiến sẽ hoàn tất việc thanh toán trong sáu tháng tới.
- **Victoria Village:** Đối với dự án tại TP.HCM này, công ty vừa nhận được quyết định về việc nộp tiền sử dụng đất bổ sung và công ty chuẩn bị thanh toán khoản tiền này. Giấy phép mở bán sẽ sớm được cấp sau đó.
- **The Grand Manhattan:** Công tác xây dựng tại dự án đã được hoàn thành 80-90% nhưng bị đình trệ do vấn đề tiền sử dụng đất. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ có tiến triển về mặt pháp lý trong năm 2026.
- Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng vì (ngoại trừ dự án The Grand Manhattan và Victoria Village, với vị trí đắc địa tại TP.HCM) phần lớn các dự án của NVL ở các tỉnh cấp 2, 3, làm dấy lên lo ngại về tỷ lệ hấp thụ (đặc biệt là các sản phẩm du lịch tại NovaWorld Hồ Tràm và NovaWorld Phan Thiết). Điều này đặc biệt quan trọng khi người mua nhà đang quan tâm các dự án phục vụ cho “nhu cầu ở thực” tại các tỉnh cấp 1, khu vực dự kiến sẽ có nguồn cung tăng mạnh – tiếp tục kéo nhu cầu khỏi các đô thị/ tỉnh 2,3.

### Nợ: tiếp tục nhận được sự hỗ trợ từ các ngân hàng

Tính đến Q3/2025, tổng nợ tài chính của NVL tăng nhẹ lên 64,2 nghìn tỷ đồng (tăng 4,4% so với cùng kỳ và tăng 4,3% so với quý trước). Chi tiết như sau:

- Ngân hàng tiếp tục bơm 2,3 nghìn tỷ đồng trong quý, nâng tổng số tiền trong 9 tháng đầu năm 2025 lên gần 8,5 nghìn tỷ đồng. MBB và VPB vẫn là các chủ nợ hỗ trợ chính, bơm lần lượt 880 tỷ đồng và 417 tỷ đồng trong Q3/2025. PVCOM Bank cũng bắt đầu hỗ trợ, cấp cho NVL khoản vay ngắn hạn mới 880 tỷ đồng.
- Số dư **trái phiếu doanh nghiệp** giảm 23% so với cùng kỳ, hiện ở mức 29,6 nghìn tỷ đồng. NVL cũng đã đàm phán với BSC, phân loại lại 225 tỷ đồng trái phiếu ngắn hạn.

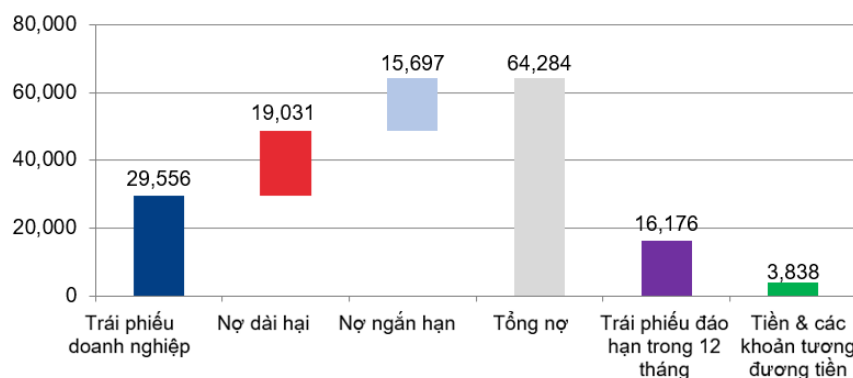
### Bảng 2: Cơ cấu nợ của NVL trong Q3/2025 (tỷ đồng)

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

| Tỷ đồng                      | Q3/24         | Q2/24         | Q3/25         | So với cùng kỳ | So với quý trước |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|------------------|
| <b>Nợ ngắn hạn</b>           |               |               |               |                |                  |
| Vay ngân hàng                | 4,647         | 4,632         | 4,429         | -4.7%          | -4.4%            |
| Trái phiếu doanh nghiệp      | 23,746        | 17,211        | 16,176        | -31.9%         | -6.0%            |
| Vay bên thứ 3                | 9,293         | 10,470        | 11,301        | 21.6%          | 7.9%             |
| Chi phí phát hành trái phiếu | (72)          | (53)          | 61            | N/m            | N/m              |
| Nợ bên liên quan             | 59            | 61            | (32)          | -154.8%        | -152.8%          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>      | <b>37,674</b> | <b>32,321</b> | <b>31,934</b> | <b>-15.2%</b>  | <b>-1.2%</b>     |
| <b>Nợ dài hạn</b>            |               |               |               |                |                  |
| Vay ngân hàng                | 7,191         | 16,537        | 19,030        | 164.7%         | 15.1%            |
| Trái phiếu doanh nghiệp      | 15,135        | 13,081        | 13,425        | -11.3%         | 2.6%             |
| Vay bên thứ 3                | (163)         | 1             | 1             | N/m            | 0.0%             |
| Chi phí phát hành trái phiếu | -             | (108)         | (107)         | N/m            | 1.4%             |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>       | <b>22,163</b> | <b>29,510</b> | <b>32,349</b> | <b>46.0%</b>   | <b>9.6%</b>      |
| <b>Tổng cộng nợ</b>          | <b>59,837</b> | <b>61,831</b> | <b>64,284</b> | <b>7.4%</b>    | <b>4.0%</b>      |

Nguồn: NVL

**Biểu đồ 3: Cơ cấu nợ tính đến Q3/2025 (tỷ đồng), NVL**  
Nghĩa vụ nợ phải trả và vị thế tiền mặt chênh lệch đáng kể

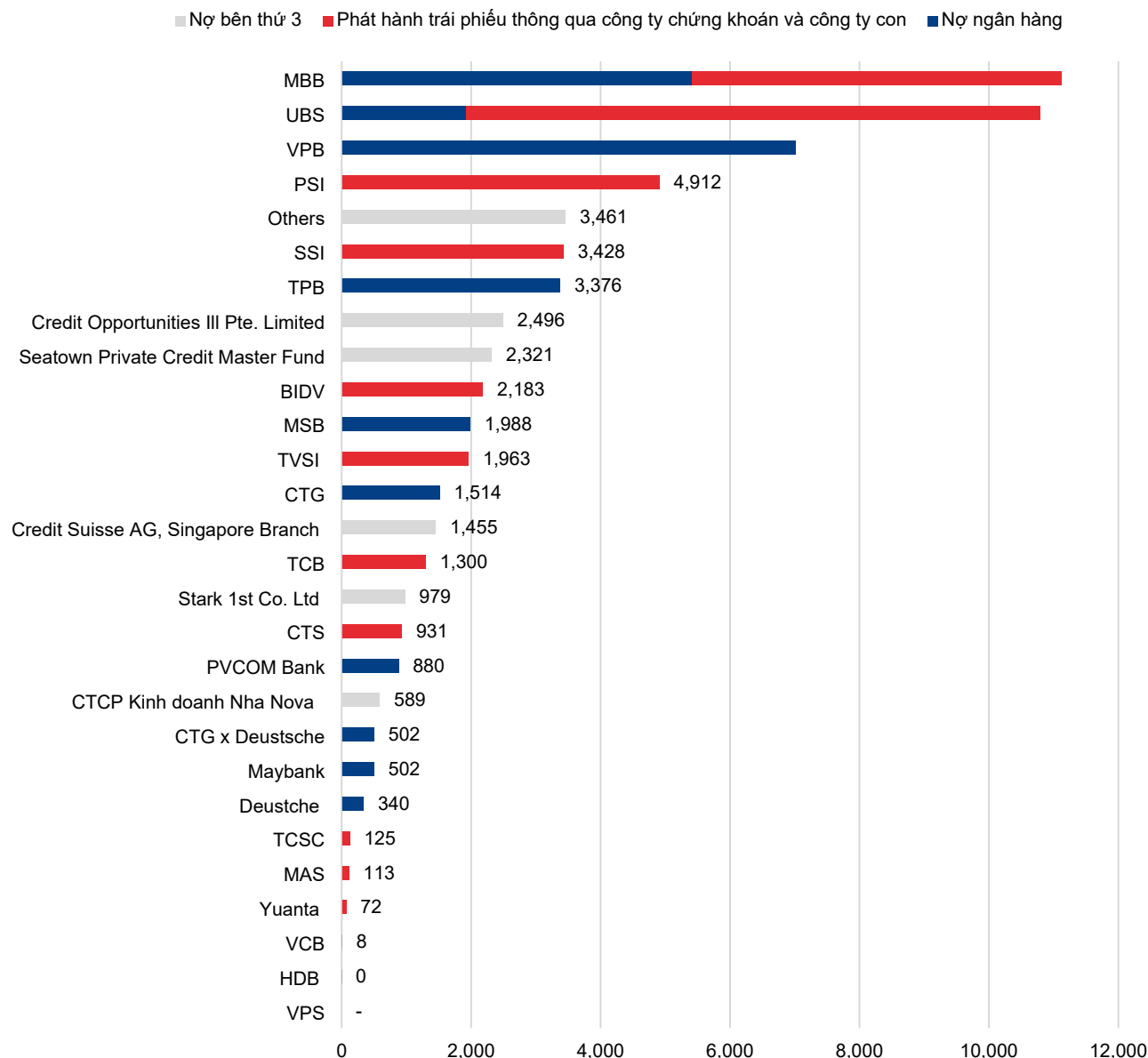


Nguồn: NVL, HSC

Tuy nhiên, tổng số tiền NVL dự kiến chi trả trong 12 tháng tới vẫn ở mức cao là 31,9 nghìn tỷ đồng (giảm 15,2% so với cùng kỳ và giảm 1,2% so với quý trước), với hơn một nửa là trái phiếu doanh nghiệp.

**Biểu đồ 4: Danh sách các chủ nợ và tỷ trọng nợ tính đến Q3/2025 (tỷ đồng), NVL**

Nhiều ngân hàng tiếp tục hỗ trợ NVL, dư nợ tăng thêm 2,3 nghìn tỷ đồng trong Q3/2025 (lũy kế 9 tháng là 8,5 nghìn tỷ đồng), trong đó: VPB tiếp tục cho vay 417 tỷ đồng, MBB 880 tỷ đồng, và ngân hàng mới tham gia là PVCOM Bank cho vay thêm 880 tỷ đồng



Nguồn: NVL, HSC

**Các vi phạm trái phiếu trước đây đã kích hoạt làn sóng bán tháo**

Ngày 17/10/2025, thanh tra Chính phủ Việt Nam đã công bố kết luận thanh tra đối với 67 tổ chức phát hành trái phiếu, bao gồm NVL và các công ty con. Báo cáo chỉ ra một số vi phạm của công ty liên quan đến việc sử dụng vốn không rõ ràng, vi phạm công bố thông tin, quản lý vốn không đúng quy định, chậm trả gốc và lãi trái phiếu quá hạn, và bán dự án trước khi đáp ứng các yêu cầu pháp lý. Do đó, Thanh tra đã chuyển thông tin sang Bộ Công an để xem xét và làm rõ thêm.

Mặc dù các kết quả này đã có trước đó (với các tài liệu chính thức ghi ngày 5/8/2025) và đây không phải là tài liệu mới, nhưng thông tin này đã kích hoạt đợt giảm giá 15% kéo dài ba ngày trước khi ổn định trở lại.

Trao đổi với HSC, BLĐ lý giải việc NVL thiếu sót trong việc công bố thông tin là do các yếu tố khách quan trong đại dịch COVID-19 nhưng những điều này đã được khắc phục, tái khẳng định cam kết của công ty về tính minh bạch và cập nhật thông tin kịp

thời. NVL cũng khẳng định rằng tiền thu được từ trái phiếu đã được sử dụng phù hợp với các kế hoạch đã được phê duyệt và các yêu cầu pháp lý, và công ty tiếp tục hợp tác với các cơ quan chức năng để làm rõ các vấn đề còn lại và thực hiện các nghĩa vụ đối với chủ sở hữu trái phiếu.

Đến nay, công ty đã giải quyết 15 trên 24 gói trái phiếu được đề cập trong báo cáo của thanh tra, tổng cộng 7.000 tỷ đồng (57,7% nợ ban đầu), tái cơ cấu hoặc gia hạn một gói trị giá 250 tỷ đồng, duy trì thanh toán đúng hạn cho bảy gói và giảm nợ quá hạn từ 1.000 tỷ đồng xuống 833 tỷ đồng.

NVL vẫn cam kết giải quyết các vấn đề được nêu ra trong cuộc thanh tra gần đây với thiện chí và quyết tâm, nhằm bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư và cộng đồng.

**Quan điểm của chúng tôi:** Với những nỗ lực tái cơ cấu/thực thi nghĩa vụ tài chính của NVL, cũng như sự kiên nhẫn đáng kể mà các chủ nợ trong ba năm qua và bản chất khách quan của các vi phạm, chúng tôi kỳ vọng các rủi ro pháp lý phát sinh từ những vi phạm trong quá khứ không gia tăng thêm. Với việc Chính phủ có lập trường chống lại việc “hình sự hóa các giao dịch kinh tế,” chúng tôi nhận thấy phản ứng của thị trường có phần thái quá.

### **Lợi nhuận: Dự báo lỗ nặng hơn trong năm 2025, nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2026-2027**

Cho năm 2025, HSC dự báo lỗ thuần tăng lên 1.515 tỷ đồng (so với lỗ 795 tỷ đồng trước đó) và lỗ thuần từ HĐKD cốt lõi là 160 tỷ đồng (so với lợi nhuận 428 tỷ đồng trước đó), sau khi cập nhật các giả định về chi phí tài chính cao hơn (chủ yếu từ khoản lỗ lớn hơn của các hợp đồng hợp tác kinh doanh).

Quan trọng là, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng NVL sẽ bắt đầu có lãi trở lại từ năm 2026, với lợi nhuận vững chắc lần lượt đạt 869 tỷ đồng trong năm 2026 và 2.529 tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 191%), trên doanh thu 12,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 69,8%) và 21,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 78,9%).

Bảng 5: 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   |
|---------------------------------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>2025F</b>                          |               |                |                |               |
| <b>Doanh thu thuần</b>                | <b>7,120</b>  | <b>7,120</b>   | <b>0.0%</b>    | <b>-21.5%</b> |
| Lợi nhuận gộp                         | 2,624         | 2,624          | 0.0%           | 2301.5%       |
| Lãi/(lỗ) tài chính                    | (1,595)       | (2,464)        | 54.5%          | -300.2%       |
| Chi phí BH&QL                         | (1,824)       | (1,824)        | 0.0%           | -7.4%         |
| LNTT                                  | (795)         | (1,515)        | 90.5%          | -40.1%        |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>                | <b>(795)</b>  | <b>(1,515)</b> | <b>90.5%</b>   | <b>-76.4%</b> |
| Các khoản mục ròng không thường xuyên | (1,223)       | (1,354)        | 10.7%          | 139.3%        |
| <b>'Lợi nhuận cốt lõi'</b>            | <b>428</b>    | <b>(160)</b>   | <b>-137.4%</b> | <b>-97.3%</b> |
| <b>2026F</b>                          |               |                |                |               |
| <b>Doanh thu thuần</b>                | <b>12,092</b> | <b>12,092</b>  | <b>0.0%</b>    | <b>69.8%</b>  |
| Lợi nhuận gộp                         | 4,916         | 4,916          | 0.0%           | 87.3%         |
| Lãi/(lỗ) tài chính                    | (1,554)       | (1,567)        | 0.9%           | -36.4%        |
| Chi phí BH&QL                         | (2,263)       | (2,263)        | 0.0%           | 24.1%         |
| LNTT                                  | 1,100         | 1,086          | -1.2%          | N/m           |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>                | <b>880</b>    | <b>869</b>     | <b>-1.2%</b>   | <b>N/m</b>    |
| Các khoản mục ròng không thường xuyên | -             | -              | N/m            | -100.0%       |
| <b>'Lợi nhuận cốt lõi'</b>            | <b>880</b>    | <b>869</b>     | <b>-1.2%</b>   | <b>N/m</b>    |
| <b>2027F</b>                          |               |                |                |               |
| <b>Doanh thu thuần</b>                | <b>21,636</b> | <b>21,636</b>  | <b>0.0%</b>    | <b>78.9%</b>  |
| Lợi nhuận gộp                         | 7,806         | 7,806          | 0.0%           | 58.8%         |
| Lãi/(lỗ) tài chính                    | (1,636)       | (1,654)        | 1.1%           | 5.6%          |
| Chi phí BH&QL                         | (2,990)       | (2,990)        | 0.0%           | 32.2%         |
| LNTT                                  | 3,180         | 3,161          | -0.6%          | 191.1%        |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>                | <b>2,544</b>  | <b>2,529</b>   | <b>-0.6%</b>   | <b>191.1%</b> |
| Các khoản mục ròng không thường xuyên | -             | -              | N/m            | N/m           |
| <b>'Lợi nhuận cốt lõi'</b>            | <b>2,544</b>  | <b>2,529</b>   | <b>-0.6%</b>   | <b>191.1%</b> |

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

Nguồn: HSC ước tính

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

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

Như thường lệ, 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).

Yếu tố quan trọng, do KQKD sau kiểm toán cho nửa đầu năm 2025 của NVL cho thấy khoản lỗ thuần, cổ phiếu đang phải đối mặt với rủi ro bị đưa vào danh sách kiểm soát đặc biệt (nếu công ty ghi nhận thêm một khoản lỗ khác trong KQKD sau kiểm toán trong năm 2025). Chúng tôi kỳ vọng BLĐ sẽ không để điều này xảy ra bằng cách xử lý và giải quyết các vấn đề pháp lý liên quan đến dự án Lake View. Từ đó, Công ty mới có thể hoàn nhập một phần chi phí dự phòng đã trích lập trước đó, mang lại KQKD tích cực trong năm 2025. Mặc dù vậy, HSC dự báo giá cổ phiếu sẽ giảm đáng kể nếu NVL bị đưa vào danh sách kiểm soát đặc biệt.

## Giữ nguyên giá mục tiêu, nhưng nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng dựa trên diễn biến giá gần đây

### Kết luận và phương pháp định giá

Do không có điều chỉnh đáng kể nào đối với quan điểm về triển vọng của NVL, HSC giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 15.300đ, dựa trên mức chiết khấu 30% (không đổi) so với ước tính RNAV/cp là 21.847đ. Với tiềm năng tăng giá 11% tại giá mục tiêu, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng.

**Bảng 6: Bảng SOTP, NVL**

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

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, NVL**

| Giả định chiết khấu so với RNAV | 10%    | 20%    | 30%           | 40%    | 50%    |
|---------------------------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| Giá mục tiêu (đồng/cp)          | 19,327 | 17,180 | <b>15,300</b> | 12,885 | 10,737 |
| Tiềm năng tăng/giảm             | 40.1%  | 24.5%  | <b>10.9%</b>  | -6.6%  | -22.2% |

Nguồn: HSC ước tính

Các giả định định giá cơ bản khác bao gồm:

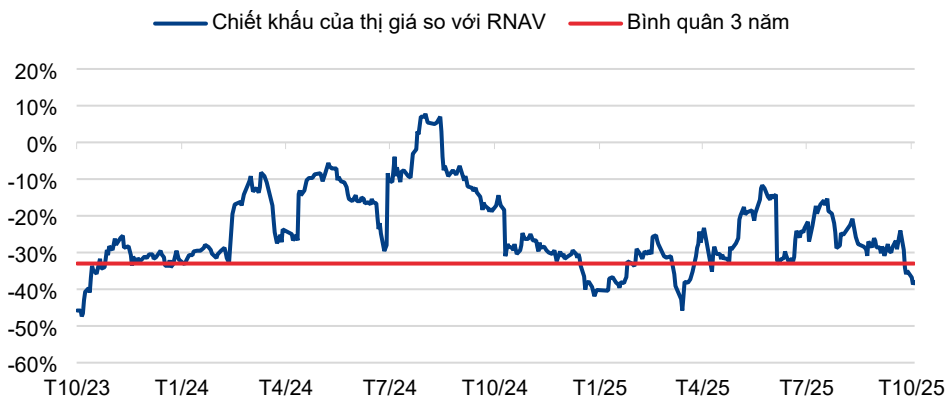
- HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để xác định giá trị của các dự án đang phát triển, phù hợp với thông tin được công bố trong BCTC sau kiểm toán năm 2024 của NVL (ngoại trừ dự án Golf Park Residence, 32 ha, Thủ Đức, do chưa có đầy đủ thông tin về tiến độ triển khai dự án, cơ cấu sản phẩm, v.v. –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

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 1 tháng qua, chủ yếu do tin tức liên quan đến các sai phạm trong hoạt động phát hành trái phiếu, NVL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 38% so với ước tính RNAV/cp, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 33%.

**Biểu đồ 8: Chiết khấu của thị giá so với RNAV/cp, NVL**

NVL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 38% so với ước tính RNAV/cp, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 33%.



Nguồn: HSC

**Rủi ro đối với luận điểm đầu tư**

Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù những diễn biến tích cực gần đây về cả pháp lý và tái cơ cấu nợ đã tạo tiền đề cho công ty có lãi trở lại, nhưng nếu không tránh khỏi hai rủi ro chính sau đây, tình hình sẽ trở nên phức tạp hơn, có khả năng ngăn chặn/trì sự trở lại của công ty. Hai rủi ro bao gồm:

1. Rủi ro leo thang phát sinh từ các vi phạm trái phiếu trong quá khứ.
2. KQKD năm 2025 với tình trạng lỗ thuần, đưa cổ phiếu vào diện kiểm soát đặc biệt.

Tuy nhiên, yếu tố quyết định quan trọng hiện nay sẽ là sự đón nhận của thị trường đối với việc khởi động trở lại các dự án của NVL, đặc biệt trong bối cảnh xu hướng thị trường hiện tại, khi người mua nhà đang chuyển hướng sang các dự án phục vụ cho “nhu cầu ở thực” tại các đô thị loại 1 và thậm chí chọn thị trường thứ cấp thay vì sản phẩm tại các tỉnh cấp 2 và cấp 3. Yếu tố này làm xói mòn nhu cầu đối với các dự án của Công ty.

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-23A       | 12-24A         | 12-25F         | 12-26F       | 12-27F       |
|-------------------------------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 4,757        | 9,073          | 7,120          | 12,092       | 21,636       |
| Lợi nhuận gộp                       | 1,322        | 109            | 2,624          | 4,916        | 7,806        |
| Chi phí BH&QL                       | (1,782)      | (1,970)        | (1,824)        | (2,263)      | (2,990)      |
| Thu nhập khác                       | -            | -              | -              | -            | -            |
| Chi phí khác                        | -            | -              | -              | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>(460)</b> | <b>(1,861)</b> | <b>800</b>     | <b>2,653</b> | <b>4,816</b> |
| Lãi vay thuần                       | 1,884        | 1,231          | (2,464)        | (1,567)      | (1,654)      |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | (152)        | (6.11)         | 0              | 0            | 0            |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -              | -              | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | 726          | (1,894)        | 149            | 0            | 0            |
| <b>LN TT</b>                        | <b>1,999</b> | <b>(2,530)</b> | <b>(1,515)</b> | <b>1,086</b> | <b>3,161</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (1,513)      | (1,821)        | 0              | (217)        | (632)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | 120          | (2,060)        | 0              | 0            | 0            |
| LNST không thường xuyên             | -            | -              | -              | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>606</b>   | <b>(6,412)</b> | <b>(1,515)</b> | <b>869</b>   | <b>2,529</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>606</b>   | <b>(6,412)</b> | <b>(1,515)</b> | <b>869</b>   | <b>2,529</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>(799)</b> | <b>(2,193)</b> | <b>468</b>     | <b>2,321</b> | <b>4,484</b> |
| EPS (đồng)                          | 311          | (3,288)        | (777)          | 445          | 1,297        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 291          | (3,084)        | (729)          | 418          | 1,216        |
| DPS (đồng)                          | -            | -              | -              | -            | -            |
| Sig CP bình quân (triệu đv)         | 1,950        | 1,950          | 1,950          | 1,950        | 1,950        |
| Sig CP cuối kỳ (triệu đv)           | 1,950        | 1,950          | 1,950          | 1,950        | 1,950        |
| Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 2,079        | 2,079          | 2,079          | 2,079        | 2,079        |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-23A         | 12-24A         | 12-25F         | 12-26F         | 12-27F         |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 3,413          | 4,608          | 662            | 1,492          | 16,685         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 43.5           | 31.2           | 42.1           | 42.1           | 42.1           |
| Phải thu khách hàng             | 47,011         | 54,818         | 44,920         | 29,718         | 29,096         |
| Hàng tồn kho                    | 138,935        | 146,611        | 159,118        | 186,064        | 196,793        |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 1,752          | 1,764          | 1,852          | 1,630          | 1,793          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>191,155</b> | <b>207,831</b> | <b>206,593</b> | <b>218,947</b> | <b>244,409</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 2,332          | 1,876          | 1,782          | 1,689          | 1,596          |
| TSCĐ vô hình                    | 69.8           | 62.0           | 58.1           | 54.2           | 50.3           |
| Bất động sản đầu tư             | 5,543          | 5,737          | 5,912          | 6,095          | 6,293          |
| Đầu tư dài hạn                  | 305            | 302            | 302            | 302            | 302            |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 1,423          | 1,411          | 2,823          | 1,976          | 2,371          |
| Tài sản dài hạn khác            | 40,659         | 20,961         | 27,988         | 31,647         | 35,754         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>50,332</b>  | <b>30,350</b>  | <b>38,866</b>  | <b>41,764</b>  | <b>46,366</b>  |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>241,486</b> | <b>238,181</b> | <b>245,459</b> | <b>260,710</b> | <b>290,775</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 30,937         | 36,946         | 31,796         | 38,909         | 38,909         |
| Phải trả người bán              | 9,877          | 8,509          | 9,193          | 8,408          | 8,361          |
| Nợ ngắn hạn khác                | 26,266         | 33,064         | 36,559         | 35,025         | 31,525         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>87,283</b>  | <b>105,346</b> | <b>106,618</b> | <b>119,742</b> | <b>136,985</b> |
| Nợ dài hạn                      | 26,775         | 24,586         | 27,668         | 26,719         | 39,047         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 13,708         | 14,614         | 13,883         | 13,883         | 11,106         |
| Nợ dài hạn khác                 | 68,157         | 45,649         | 50,818         | 53,026         | 53,767         |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>108,639</b> | <b>84,849</b>  | <b>92,370</b>  | <b>93,629</b>  | <b>103,920</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>196,184</b> | <b>190,473</b> | <b>199,266</b> | <b>213,649</b> | <b>241,184</b> |
| Vốn chủ sở hữu                  | 38,047         | 37,877         | 36,362         | 37,231         | 39,760         |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 7,256          | 9,831          | 9,831          | 9,831          | 9,831          |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>45,303</b>  | <b>47,708</b>  | <b>46,193</b>  | <b>47,062</b>  | <b>49,591</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>241,486</b> | <b>238,181</b> | <b>245,459</b> | <b>260,710</b> | <b>290,775</b> |
| BVPS (đ)                        | 19,510         | 19,423         | 18,646         | 19,092         | 20,389         |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 54,300         | 56,925         | 58,803         | 64,136         | 61,271         |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A         | 12-24A         | 12-25F         | 12-26F         | 12-27F        |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| EBIT                                       | (460)          | (1,861)        | 800            | 2,653          | 4,816         |
| Khấu hao                                   | 339            | 332            | 332            | 332            | 332           |
| Lãi vay thuần                              | 1,884          | 1,231          | (2,464)        | (1,567)        | (1,654)       |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (416)          | (569)          | 0              | (217)          | (632)         |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (6,096)        | (3,150)        | 6,581          | (3,304)        | 4,938         |
| Khác                                       | 3,776          | 1,639          | (462)          | 1,876          | 1,981         |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>(7,626)</b> | <b>(5,938)</b> | <b>(45.7)</b>  | <b>(5,762)</b> | <b>3,692</b>  |
| 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             |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>7,149</b>   | <b>4,210</b>   | <b>(1,832)</b> | <b>429</b>     | <b>(827)</b>  |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (0.03)         | (0.03)         | 0              | 0              | 0             |
| Thu từ phát hành CP                        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             |
| Tăng/giảm nợ                               | (4,710)        | 2,923          | (2,068)        | 6,164          | 12,328        |
| Khác                                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(4,710)</b> | <b>2,923</b>   | <b>(2,068)</b> | <b>6,164</b>   | <b>12,328</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 8,600          | 3,413          | 4,608          | 662            | 1,492         |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>(5,188)</b> | <b>1,195</b>   | <b>(3,946)</b> | <b>831</b>     | <b>15,193</b> |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>3,413</b>   | <b>4,608</b>   | <b>662</b>     | <b>1,492</b>   | <b>16,685</b> |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(7,639)</b> | <b>(5,943)</b> | <b>(456)</b>   | <b>(6,180)</b> | <b>3,260</b>  |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A  | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |         |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 27.8   | 1.20    | 36.9   | 40.7   | 36.1   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | (16.8) | (24.2)  | 6.58   | 19.2   | 20.7   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 12.7   | (70.7)  | (21.3) | 7.18   | 11.7   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 75.7   | (72.0)  | 0      | 20.0   | 20.0   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (57.3) | 90.7    | (21.5) | 69.8   | 78.9   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (151)  | (174)   | 121    | 396    | 93.2   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | (72.0) | (1,159) | 76.4   | 157    | 191    |
| Tăng trưởng EPS (%)       | (72.0) | (1,159) | 76.4   | 157    | 191    |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (72.0) | (1,159) | 76.4   | 157    | 191    |
| Tăng trưởng DPS (%)       | -      | -       | -      | -      | -      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | -      | -       | -      | -      | -      |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |         |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 1.60   | (16.9)  | (4.08) | 2.36   | 6.57   |
| ROACE (%)                 | (0.27) | (1.30)  | 0.59   | 1.90   | 3.27   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.02   | 0.04    | 0.03   | 0.05   | 0.08   |
| Tiềm mặt HD/EBIT (lần)    | 16.6   | 3.19    | (0.06) | (2.17) | 0.77   |
| Số ngày tồn kho           | 14,764 | 5,970   | 12,920 | 9,464  | 5,194  |
| Số ngày phải thu          | 4,996  | 2,232   | 3,647  | 1,512  | 768    |
| Số ngày phải trả          | 1,050  | 346     | 746    | 428    | 221    |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |         |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 193    | 200     | 220    | 251    | 284    |
| Nợ/tài sản (%)            | 31.8   | 33.8    | 32.8   | 36.5   | 44.5   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | N/a    | N/a     | 0.32   | 1.69   | 2.91   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | (96.1) | (36.7)  | 172    | 41.0   | 28.9   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 2.19   | 1.97    | 1.94   | 1.83   | 1.78   |
| <b>Định giá</b>           |        |         |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 17.1   | 9.24    | 12.0   | 7.53   | 4.08   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | (102)  | (38.2)  | 183    | 39.2   | 19.7   |
| P/E (lần)                 | 44.4   | N/a     | N/a    | 31.0   | 10.6   |
| P/E ĐC (lần)              | 47.4   | N/a     | N/a    | 33.0   | 11.3   |
| P/B (lần)                 | 0.71   | 0.71    | 0.74   | 0.72   | 0.68   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | -      | -       | -      | -      | -      |

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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)