

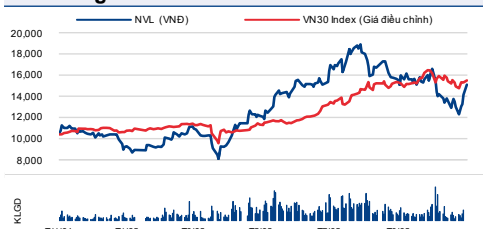
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ17,000 (từ VNĐ15,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/11/2025)	15,100
Mã Bloomberg	NVL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	8,100-18,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,167
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	29,447
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,117
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	(9.04)	(16.8)	45.2
So với chỉ số	(5.02)	(21.7)	(2.53)
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	647.6
2027F	1,217	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

Lạc quan về triển vọng có lãi trong năm 2026

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NVL nhưng tăng 11% giá mục tiêu lên 17.000đ, chủ yếu để phản ánh việc tăng 7% ước tính RNAV liên quan đến Aqua City, cũng như việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 thay vì giữa năm 2026.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận. HSC tiếp tục dự kiến NVL lỗ 1.515 tỷ đồng trong năm 2025, nhưng sẽ có lãi trở lại trong năm 2026 với lợi nhuận đạt 869 tỷ đồng, sau đó tăng lên 2.529 tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 1,9 lần).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% kể từ khi HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng ngày 31/10 (nhưng vẫn giảm 17% trong 3 tháng qua), NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 37,8% so với ước tính RNAVPS của chúng tôi, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 33%. Chúng tôi cho rằng mức cân bằng rủi ro – lợi nhuận của NVL hiện trở nên hấp dẫn hơn.

Sự kiện: Xác nhận việc tái khởi động dự án Aqua City

Vào ngày 15/11, HSC đã tham dự sự kiện do NVL tổ chức tại công trường dự án Aqua City, nơi Công ty công bố tiến độ hoàn thiện dự án và cập nhật triển vọng tổng thể. Đáng chú ý, mốc tái khởi động vào năm 2026 của Aqua City vốn đã được phản ánh trong mô hình dự báo của HSC; tuy nhiên, tình trạng pháp lý nay đã rõ ràng hơn, cho phép giả định tiến độ dòng tiền thu về nhanh hơn, qua đó giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn trong khi không làm thay đổi dự báo KQKD.

Tác động: Duy trì dự báo giai đoạn 2025-2027

HSC duy trì dự báo cho giai đoạn 2025-2027 do triển vọng của Công ty nhìn chung được giữ nguyên. Trong năm 2025, chúng tôi dự kiến NVL ghi nhận lỗ thuần 1.515 tỷ đồng và lỗ thuần HĐKD cốt lõi 160 tỷ đồng – đều thu hẹp đáng kể so với năm 2024 – trên doanh thu 7.120 tỷ đồng (giảm 21,5%). Đồng thời, chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm NVL sẽ có lãi trở lại từ năm 2026, với lợi nhuận thuần đạt 869 tỷ đồng, và tăng lên 2.529 tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 1,9 lần), trên doanh thu lần lượt 12,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 69,8%) và 21,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 78,9%). Cụ thể, liên quan đến Aqua City, chúng tôi tiếp tục dự báo dự án này sẽ là động lực lợi nhuận chính của NVL trong giai đoạn 2025-2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% kể từ khi HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng ngày 31/10 (nhưng vẫn giảm 17% trong 3 tháng qua), NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 37,8% so với ước tính RNAVPS của chúng tôi, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 33%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NVL nhưng tăng 11% giá mục tiêu lên 17.000đ, để phản ánh việc tăng 7% ước tính RNAV (chủ yếu liên quan đến Aqua City), cũng như việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026; chúng tôi giữ nguyên giả định chiết khấu 30% so với ước tính RNAVPS của mình.

Theo đánh giá của HSC, Công ty đã đạt được những tiến triển đáng kể ở cả mặt pháp lý lẫn tái cơ cấu nợ, và động lực hiện tại tiếp tục củng cố câu chuyện phục hồi từ năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn quan ngại về mức dư nợ của NVL cũng như tỷ lệ hấp thụ còn nhiều bất định đối với các dự án sắp mở bán hoặc tái khởi động – đặc biệt trong bối cảnh thị trường hiện nay, khi người mua có xu hướng tập trung vào các dự án phục vụ nhu cầu ở thực tại các đô thị loại 1, trong khi phần lớn dự án của NVL nằm tại các khu vực loại 2 và loại 3.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/11.

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	1,217
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	19,510	19,423	18,646	19,092	20,389
EV/EBITDA ĐC (lần)	(105)	(39.4)	188	40.3	19.5
P/E ĐC (lần)	51.8	N/a	N/a	36.1	12.4
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.77	0.78	0.81	0.79	0.74
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

Tái mở bán Aqua City hỗ trợ nâng định giá

NVL tiếp tục đạt tiến triển đáng kể trong việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý tại các dự án, trong đó Aqua City hiện được lên kế hoạch tái mở bán vào năm 2026. Động lực tích cực này tiếp tục củng cố câu chuyện phục hồi và quan điểm của chúng tôi rằng NVL sẽ có lãi trở lại trong năm 2026. HSC duy trì dự báo lợi nhuận, do triển vọng của Công ty nhìn chung không thay đổi nhiều và phần lớn đã được phản ánh vào trong dự báo của chúng tôi (đã điều chỉnh gần đây). Tuy vậy, chúng tôi nâng 11% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 17.000đ, trên cơ sở tăng 7% ước tính RNAV (chủ yếu liên quan đến Aqua City) và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026; chúng tôi tiếp tục áp dụng chiết khấu 30%. Với tiềm năng tăng giá 13%, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NVL.

Pháp lý: Bắt đầu mở bán trở lại Aqua City, khả năng hoàn nhập dự phòng dự án Lakeview

Kể từ báo cáo cập nhật gần đây nhất của HSC ngày 31/10, NVL tiếp tục ghi nhận những tiến triển đáng kể trong việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý tại các dự án của mình. Cụ thể:

- **Aqua City:** Ngày 13/11, NVL đã nhận giấy phép bán hàng cho 2.400 sản phẩm thuộc phân khu Ever Green 1, trong khi công tác xây dựng phần còn lại của dự án chính thức được tái khởi động vào ngày 15/11 tại sự kiện tổ chức ngay tại công trường. Sự kiện có sự tham dự của đại diện cơ quan quản lý, Bí thư và Phó Bí thư Tỉnh ủy, Chủ tịch UBND tỉnh Đồng Nai.

Công ty hiện kỳ vọng sẽ hoàn tất toàn bộ nghĩa vụ pháp lý còn lại của dự án Aqua City với khoản tiền sử dụng đất bổ sung rất nhỏ, và sẽ nhận giấy phép bán hàng toàn dự án trong Q1/2026 – phù hợp với dự báo của HSC. Khi giấy phép bán hàng quan trọng này được cấp, dự kiến các ngân hàng sẽ nổi lại giải ngân cho hoạt động xây dựng, cho phép Công ty tiếp tục làm việc với nhà thầu, hoàn thiện sản phẩm, bàn giao cho khách hàng và thu các khoản thanh toán còn lại.

Với tình trạng pháp lý và tiến độ rõ ràng hơn, HSC điều chỉnh giả định dòng tiền thu về từ dự án, đây là yếu tố chính dẫn đến việc nâng định giá NVL. Chúng tôi lưu ý rằng Aqua City tiếp tục được dự báo là động lực lợi nhuận chủ chốt của NVL trong giai đoạn 2025-2027, đóng góp khoảng một phần ba doanh thu trong giai đoạn ba năm tới (lần lượt 2,1 nghìn tỷ đồng, 3,6 nghìn tỷ đồng và 7,3 nghìn tỷ đồng).

- **Lakeview:** Như đã đề cập trong các báo cáo trước đây, trong Q2/2024, theo yêu cầu từ kiểm toán, NVL đã trích lập dự phòng 6,7 nghìn tỷ đồng liên quan đến dự án Lakeview (tiền sử dụng đất bổ sung). Tuy nhiên, đến tháng 10/2024, Hội đồng Thẩm định giá đất TP.HCM đã tổ chức cuộc họp để xác định lại giá đất cho các dự án thuộc phạm vi giải quyết của Nghị quyết 170, và phương pháp xác định giá đất mới đã được hoàn tất. Cụ thể:

Theo phương pháp mới, thành phố cho phép tách diện tích thành hai phần khi xác định nghĩa vụ tài chính. (1) Với phần diện tích liên quan đến hoán đổi đất, tương ứng với chi phí Novaland đã đầu tư vào khu 30,2 ha tại phường Bình Khánh (Water Bay), giá đất sẽ được tính theo mức giá tại thời điểm năm 2008 – khi Nhà nước hoàn tất đền bù và thu hồi đất.

(2) Với phần diện tích còn lại chưa nộp tiền sử dụng đất, tiền sử dụng đất sẽ được tính theo giá tại thời điểm giao đất năm 2017 của khu 30,1 ha Nam Rạch Chiếc (Lakeview).

Do đó, khoản tiền sử dụng đất trước đây mà cơ quan thuế công bố đầu năm 2021 sẽ được tính toán lại, mở ra khả năng NVL sẽ hoàn nhập một phần đáng kể của khoản dự phòng 6,7 nghìn tỷ đồng đã trích lập trước đó. Theo chia sẻ của BLĐ, NVL kỳ vọng sẽ có thể hoàn nhập 3-4 nghìn tỷ đồng từ Lakeview trong Q4/2025. Lưu ý, nếu hoàn nhập thành công, NVL có thể kết thúc năm 2025 với lợi nhuận dương – một sự đảo chiều đáng kể so với mức lỗ 1.515 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2025 – và tránh nguy cơ bị đưa vào

diện giám sát đặc biệt. Tuy nhiên, cho đến khi có thông tin chính thức hơn, chúng tôi chưa đưa khoản hoàn nhập này vào dự báo.

Cũng cần nhấn mạnh rằng Lakeview City là một trong những dự án đầu tiên tại TP.HCM được giải quyết theo cơ chế riêng của Nghị quyết 170.

Để biết thêm chi tiết về tình trạng pháp lý của các dự án khác của NVL, vui lòng tham khảo [báo cáo cập nhật gần nhất](#) (ngày 11/11) của HSC, trong đó đánh giá KQKD 9 tháng đầu năm 2025 và tình hình nợ của NVL.

Dự báo lợi nhuận: Giữ nguyên cho giai đoạn 2025-2027; tiếp tục chờ thông tin về Lakeview

HSC duy trì dự báo cho giai đoạn 2025-2027. Trong năm 2025, HSC tiếp tục dự báo NVL lỗ thuần 1.515 tỷ đồng và lỗ thuần HĐKD cốt lõi 160 tỷ đồng – đều thu hẹp đáng kể so với năm 2024 – trên doanh thu 7.120 tỷ đồng (giảm 21,5%). Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm NVL sẽ có lãi trở lại từ năm 2026, với lợi nhuận thuần đạt 869 tỷ đồng, rồi tăng lên 2.529 tỷ đồng trong 2027 (tăng trưởng 191%), trên doanh thu lần lượt 12,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 69,8%) và 21,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 78,9%).

Dự báo lợi nhuận của chúng tôi được xây dựng dựa trên một lộ trình phản ánh cả thông tin Công ty cung cấp lẫn quan điểm thận trọng hơn của HSC đối với xu hướng thị trường, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu ở thực hiện nay trở thành yếu tố quyết định. Cụ thể:

- Chúng tôi dời thời điểm ghi nhận doanh thu của Aqua City từ 2025 sang 2026, dẫn đến giảm doanh số bán nhà dự kiến cho dự án này trong 2025.
- Giảm giả định tỷ lệ hấp thụ của NovaWorld Phan Thiết trong 2026 và 2027, xét đến nhu cầu yếu đối với sản phẩm thấp tầng tại các đô thị loại 2, như đã phân tích trong báo cáo ngành gần đây.
- Chúng tôi dự kiến doanh thu năm 2025 sẽ được hỗ trợ bởi Novaworld Hồ Tràm và các sản phẩm còn lại của Aqua City trong khi các dự án tại TP.HCM (Victoria Village, Palm City) sẽ bắt đầu đóng góp từ 2026. NovaWorld Phan Thiết và Grand Manhattan dự kiến bắt đầu đóng góp từ 2027.

Bảng 1: Dự báo mới và dự báo cũ lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, NVL

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	7,120	-	-	-21.5%
Lợi nhuận gộp	2,624	-	-	2301.5%
Lãi/(lỗ) tài chính	-2,464	-	-	-300.2%
Chi phí BH&QL	-1,824	-	-	-7.4%
LNTT	-1,515	-	-	-40.1%
Lợi nhuận thuần	-1,515	-	-	-76.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-1,354	-	-	91.5%
'Lợi nhuận cốt lõi'	-160	-	-	-97.3%
2026F				
Doanh thu thuần	12,092	-	-	69.8%
Lợi nhuận gộp	4,916	-	-	87.3%
Lãi/(lỗ) tài chính	-1,567	-	-	-36.4%
Chi phí BH&QL	-2,263	-	-	24.1%
LNTT	1,086	-	-	N/m
Lợi nhuận thuần	869	-	-	N/m
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	-	-100.0%
'Lợi nhuận cốt lõi'	869	-	-	N/m
2027F				
Doanh thu thuần	21,636	-	-	78.9%
Lợi nhuận gộp	7,806	-	-	58.8%
Lãi/(lỗ) tài chính	-1,654	-	-	5.6%
Chi phí BH&QL	-2,990	-	-	32.2%
LNTT	3,161	-	-	191.1%
Lợi nhuận thuần	2,529	-	-	191.1%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	-	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	2,529	-	-	191.1%

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

Như quy trình thông lệ của HSC, chúng tôi không phản ánh bất kỳ khoản mục bất thường hay không thường xuyên nào vào dự báo cho giai đoạn giai đoạn 2025-2027 (ngoại trừ các khoản đã được ghi nhận trong 9 tháng đầu năm 2025). Lưu ý, mặc dù khả năng NVL hoàn nhập một phần khoản dự phòng 6,7 nghìn tỷ đồng của dự án Lakeview đang tăng lên nhưng khoản lợi nhuận dự kiến này vẫn chưa được đưa vào dự báo hiện tại của HSC. Lý do là chưa có thông báo chính thức từ cơ quan nhà nước liên quan về số liệu cuối cùng và thời điểm thực hiện.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 11% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 17.000đ, phản ánh việc tăng 7% ước tính RNAV, chủ yếu liên quan đến Aqua City (do giả định thu tiền nhanh hơn), đồng thời lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 30% (hẹp hơn một chút so với bình quân 3 năm) trên ước tính RNAV để xác định giá mục tiêu. Với tiềm năng tăng giá 13% tại giá mục tiêu mới, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Các giả định định giá cơ bản khác bao gồm:

- Tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá các dự án đang phát triển, phù hợp với thuyết minh trong BCTC kiểm toán năm 2024 của NVL (loại trừ Golf Park Residence, 32ha, TP Thủ Đức, do hiện chưa có đủ thông tin về tiến độ phát triển, cơ cấu sản phẩm, v.v., như đã đề cập trong bản cập nhật trước).
- Đối với các tài sản khác và các khoản nợ, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách. Lưu ý rằng chúng tôi không có thông tin về bất kỳ khoản nợ nào ngoài bảng CĐKT.

- Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 12,5%, do: phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh vẫn ở mức 10,25% (gồm phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ của HSC là 8,75% cộng với phần bù rủi ro đặc thù ngành 1,5% – áp dụng cho tất cả các doanh nghiệp BĐS) để phản ánh đặc thù của thị trường vốn BĐS tại Việt Nam; lãi suất phi rủi ro duy trì ở mức 4%; beta duy trì ở mức 1,2 (theo số liệu của Bloomberg).

Bảng 2: Bảng SOTP, NVL

Tỷ đồng	Định giá lại theo HSC	Phương pháp
RNAV của dự án	150,900	DCF
Tài sản khác	42,596	BV
Các khoản nợ khác	(82,051)	BV
Tổng tài sản	111,445	
Nợ thuần	(64,136)	BV
NAV	47,309	
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,950	
RNAV/cp (đồng)	24,260	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV	30%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	17,000	

Nguồn: HSC

Bảng 3: 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)	21,834	19,408	17,000	14,556	12,130
Tiềm năng tăng/giảm	44.6%	28.5%	12.6%	-3.6%	-19.7%

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% kể từ khi HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng ngày 31/10 (nhưng vẫn giảm 17% trong 3 tháng qua), NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 37,8% so với ước tính RNAVPS của chúng tôi, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 33%.

Biểu đồ 4: Chiết khấu của thị giá so với RNAV/cp, NVL

NVL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 37,5% so với ước tính RNAV/cp, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 33%.



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	4,757	9,073	7,120	12,092	21,636
Lợi nhuận gộp	1,322	109	2,624	4,916	7,806
Chi phí BH&QL	(1,782)	(1,970)	(1,824)	(2,263)	(2,990)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(460)	(1,861)	800	2,653	4,816
Lãi vay thuần	1,884	1,231	(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
LNTT	1,999	(2,530)	(1,515)	1,086	3,162
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	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	606	(6,412)	(1,515)	869	2,529
Lợi nhuận thuần ĐC	606	(6,412)	(1,515)	869	2,529
EBITDA ĐC	(799)	(2,193)	468	2,321	4,484
EPS (đồng)	311	(3,288)	(777)	446	1,297
EPS ĐC (đồng)	291	(3,084)	(729)	418	1,217
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	19,759
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
Tổng tài sản ngắn hạn	191,155	207,831	206,593	218,947	247,483
TSCĐ hữu hình	2,332	1,876	1,782	1,689	1,596
TSCĐ vô hình	69.8	62.0	58.1	54.2	50.3
Bất động sản đầu tư	5,543	5,737	5,912	6,095	6,293
Đầu tư dài hạn	305	302	302	302	302
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,423	1,411	2,823	1,976	2,371
Tài sản dài hạn khác	40,659	20,961	27,988	31,647	35,754
Tổng tài sản dài hạn	50,332	30,350	38,866	41,764	46,366
Tổng cộng tài sản	241,486	238,181	245,459	260,710	293,849
Nợ ngắn hạn	30,937	36,946	31,796	38,909	38,909
Phải trả người bán	9,877	8,509	9,193	8,408	8,361
Nợ ngắn hạn khác	26,266	33,064	36,559	35,025	31,525
Tổng nợ ngắn hạn	87,283	105,346	106,618	119,742	138,794
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	55,033
Tổng nợ dài hạn	108,639	84,849	92,370	93,629	105,186
Tổng nợ phải trả	196,184	190,473	199,266	213,649	244,258
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
Tổng vốn chủ sở hữu	45,303	47,708	46,193	47,062	49,591
Tổng nợ phải trả và VCSH	241,486	238,181	245,459	260,710	293,849
BVPS (đ)	19,510	19,423	18,646	19,092	20,389
Nợ thuần*/(tiền mặt)	54,300	56,925	58,803	64,136	58,196

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)	8,013
Khác	3,776	1,639	(462)	1,876	1,981
LCT thuần từ HKKD	(7,626)	(5,938)	(45.7)	(5,762)	6,767
Đầu tư TS dài hạn	(12.8)	(5.67)	(410)	(418)	(432)
Góp vốn & đầu tư	0	(3.70)	(1,422)	847	(395)
Thanh lý	8,279	2,901	0	0	0
Khác	(1,118)	1,318	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	7,149	4,210	(1,832)	429	(827)
Cổ tức trả cho CSH	(0.03)	(0.03)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(4,710)	2,923	(2,068)	6,164	12,328
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(4,710)	2,923	(2,068)	6,164	12,328
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,600	3,413	4,608	662	1,492
LCT thuần trong kỳ	(5,188)	1,195	(3,946)	831	18,267
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,413	4,608	662	1,492	19,759
Dòng tiền tự do	(7,639)	(5,943)	(456)	(6,180)	6,335

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	27.8	1.20	36.9	40.7	36.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(16.8)	(24.2)	6.58	19.2	20.7
Tỷ suất LNT (%)	12.7	(70.7)	(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 (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.60	(16.9)	(4.08)	2.36	6.57
ROACE (%)	(0.27)	(1.30)	0.59	1.90	3.25
Vòng quay tài sản (lần)	0.02	0.04	0.03	0.05	0.08
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	16.6	3.19	(0.06)	(2.17)	1.41
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
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	193	200	220	251	280
Nợ/tài sản (%)	31.8	33.8	32.8	36.5	44.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	0.32	1.69	2.91
Nợ/EBITDA (lần)	(96.1)	(36.7)	172	41.0	29.3
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.19	1.97	1.94	1.83	1.78
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	17.6	9.52	12.4	7.74	4.05
EV/EBITDA ĐC (lần)	(105)	(39.4)	188	40.3	19.5
P/E (lần)	48.6	N/a	N/a	33.9	11.6
P/E ĐC (lần)	51.8	N/a	N/a	36.1	12.4
P/B (lần)	0.77	0.78	0.81	0.79	0.74
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 gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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