

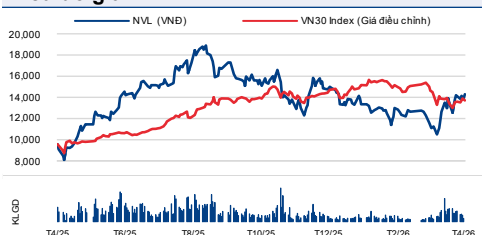
Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ14,000
Tiềm năng tăng/giảm: -2.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/4/2026)	14,300
Mã Bloomberg	NVL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	8,100-18,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,070
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	27,886
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,059
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	9,073	7,120	10,310
EBITDA đc (tỷ đồng)	(2,193)	471	1,758
LNTT (tỷ đồng)	(2,530)	(1,512)	513
LNT ĐC (tỷ đồng)	(6,412)	(1,512)	411
FCF (tỷ đồng)	(5,943)	(1,113)	(6,689)
EPS ĐC (đồng)	(3,084)	(641)	174
DPS (đồng)	-	-	-
BVPS (đồng)	19,423	16,292	16,476
T.trưởng EBITDA (%)	(174)	121	274
T.trưởng EPS ĐC (%)	(1,159)	79.4	127
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(24.2)	6.61	17.0
Tỷ suất LNTTT (%)	(27.9)	(21.2)	4.98
Tỷ suất LNT ĐC (%)	(70.7)	(21.2)	3.98
Tỷ lệ LN trả CT (%)	-	-	-
Nợ thuần/VCSH (%)	200	222	263
ROAE (%)	(16.9)	(4.07)	1.12
ROACE (%)	(1.30)	0.59	1.49
EV/doanh thu (lần)	9.35	12.8	9.43
EV/EBITDA ĐC (lần)	(38.7)	194	55.3
P/E ĐC (lần)	N/a	N/a	82.2
P/B (lần)	0.74	0.88	0.87
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-

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
tuam.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

Tài liệu ĐHCĐ: Đặt mục tiêu doanh thu tăng 3,2 lần, nhưng LNST đi ngang

- NVL lên kế hoạch tổ chức ĐHCĐ năm 2026 vào ngày 23/4. Đại hội và quy trình biểu quyết sẽ diễn ra tại Clubhouse - NovaWorld Phan Thiết Golf Club, tỉnh Lâm Đồng.
- Công ty đề ra mục tiêu kinh doanh với doanh thu tăng trưởng mạnh (gấp 3,2 lần so với năm 2025) với LNST đi ngang – cao hơn nhiều so với dự báo của HSC. Tài liệu ĐHCĐ cũng cung cấp thông tin chi tiết về các điều khoản tái cấu trúc và sửa đổi đối với lô trái phiếu chuyển đổi quốc tế của NVL.
- Chúng tôi đang xem xét khuyến nghị và giá mục tiêu.

Sự kiện: Công bố tài liệu và ngày họp ĐHCĐ

NVL lên kế hoạch tổ chức ĐHCĐ năm 2026 vào ngày 23/4/2026. Đại hội và quy trình biểu quyết sẽ diễn ra tại Clubhouse - NovaWorld Phan Thiết Golf Club, phường Tiến Thành, tỉnh Lâm Đồng. Những thông tin đáng chú ý bao gồm:

KHKD năm 2026 – đặt mục tiêu doanh thu tăng 3,2 lần, nhưng LNST đi ngang

Cho năm 2026, NVL đề ra các mục tiêu kinh doanh như sau:

- Doanh thu:** 22,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,2 lần; cao hơn dự báo của chúng tôi ở mức 10.310 tỷ đồng)
- LNST:** 1.852 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ; cao hơn so với dự báo của chúng tôi ở mức 411 tỷ đồng)

Mặc dù cả mục tiêu kinh doanh của NVL và dự báo của chúng tôi đều hướng tới việc công ty có lãi trong năm 2026, nhưng hiện đang tồn tại khoảng cách đáng kể giữa hai bộ chỉ số dự báo này. Sự khác biệt này chủ yếu bắt nguồn từ kỳ vọng của NVL về việc ghi nhận doanh thu tại một số dự án trọng điểm tại TP.HCM. Ngược lại, HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng do thiếu dữ liệu xác thực, hoặc dự báo rằng các điểm nghẽn pháp lý chưa được tháo gỡ triệt để sẽ tiếp tục trì hoãn khả năng ghi nhận doanh thu của các dự án này. Chúng tôi chờ có thêm thông tin tại ĐHCĐ sắp tới.

Các khoản mục khác:

- Không chia cổ tức năm 2026

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 6/4.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh năm 2026, NVL

Tỷ đồng	2025	2026	Tăng trưởng	HSC dự báo 2026	KH so với dự báo của HSC	2025
Doanh thu	6,966	22,715	226.1%	10,310	48.0%	120.3%
LNST	1,861	1,852	-0.5%	411	-77.9%	350.6%

Nguồn: NVL, HSC

- **Tái cấu trúc trái phiếu nước ngoài:** NVL đã đề xuất các điều khoản và điều kiện sửa đổi và bổ sung liên quan đến lô trái phiếu quốc tế trị giá 305 triệu USD của mình, bao gồm:

Bảng 2: Cập nhật kế hoạch tái cơ cấu và điều chỉnh một số điều khoản liên quan đến trái phiếu chuyển đổi quốc tế

Chỉ tiêu	Điều khoản và điều kiện hiện hành	Các điều khoản được sửa đổi và bổ sung
Giá trị gốc ban đầu	Được cố định ở mức 305.390.720 USD (cộng thêm 644.640 USD lãi hoãn lại) tại thời điểm ngày nghị quyết HĐQT	Sẽ được xác định lại tại Ngày hiệu lực, bao gồm: - Dư nợ gốc - Lãi phạt - Lãi dồn tích (bao gồm lãi trên phần lãi chưa thanh toán) đến ngày 16/07/2026.
Ngày đáo hạn	30-6-27	16-7-28
Quyền mua lại trước hạn	Trái chủ có thể yêu cầu mua lại vào ngày 31/12/2026, tối đa 50% giá trị gốc ban đầu	Trái chủ có thể yêu cầu mua lại vào ngày 31/12/2027, tối đa 50% giá trị gốc ban đầu
Cơ chế điều chỉnh giá chuyển đổi	Ba (3) lần điều chỉnh dựa trên Ngày hiệu lực sửa đổi - Sau 6 tháng: 90% ICP - Sau 18 tháng: 85% ICP - Sau 30 tháng: 75% ICP	Bốn (4) lần điều chỉnh dựa trên ngày 05/07/2024 - Sau 6 tháng: 90% ICP - Sau 18 tháng: 85% ICP - Sau 30 tháng: 75% ICP - Sau 42 tháng: 70% ICP

*ICP - Initial Conversion Price – VND34,000
Source: NVL

- Điều chỉnh kế hoạch phát hành riêng lẻ của NVL (đã được phê duyệt từ năm 2025 nhưng chưa được triển khai).

Bảng 3: Điều chỉnh nội dung liên quan đến phương án chào bán riêng lẻ

Chỉ tiêu	Nội dung hiện tại	Cập nhật
Số lượng cổ phiếu phát hành dự kiến	Tối đa 350 triệu cổ phiếu	Tối đa 800 triệu cổ phiếu
Tổng giá trị phát hành theo mệnh giá	Tối đa 3.500 tỷ đồng	Tối đa 8.000 tỷ đồng
Giá phát hành	10.000d/cp	Không thấp hơn giá đóng cửa bình quân của cổ phiếu NVL trong 30 phiên giao dịch liên tiếp ngay sau và bao gồm ngày ĐHCĐ thông qua Nghị quyết này, có thể được điều chỉnh giảm trong trường hợp phát sinh các sự kiện doanh nghiệp hoặc yếu tố yêu cầu điều chỉnh giá cổ phiếu NVL theo quy định pháp luật

Nguồn: NVL

- Công ty dự kiến tiếp tục triển khai phương án phát hành khoản vay có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu, một phần trong kế hoạch huy động vốn đã được phê duyệt từ năm 2025.

Xem xét lại dự báo lợi nhuận

Chúng tôi đang xem xét lại dự báo lợi nhuận.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	4,757	9,073	7,120	10,310	15,360
Lợi nhuận gộp	1,322	109	2,627	4,245	5,787
Chi phí BH&QL	(1,782)	(1,970)	(1,824)	(2,156)	(2,613)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(460)	(1,861)	803	2,090	3,174
Lãi vay thuần	1,884	1,231	(2,464)	(1,577)	(1,692)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(152)	(6.11)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	726	(1,894)	149	0	0
LN TT	1,999	(2,530)	(1,512)	513	1,481
Chi phí thuế TNDN	(1,513)	(1,821)	0	(103)	(296)
Lợi ích cổ đông thiểu số	120	(2,060)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	606	(6,412)	(1,512)	411	1,185
Lợi nhuận thuần ĐC	606	(6,412)	(1,512)	411	1,185
EBITDA ĐC	(799)	(2,193)	471	1,758	2,842
EPS (đồng)	311	(3,288)	(678)	184	531
EPS ĐC (đồng)	291	(3,084)	(641)	174	502
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,950	1,950	2,232	2,232	2,232
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,950	1,950	2,232	2,232	2,232
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,079	2,079	2,361	2,361	2,361

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	3,413	4,608	1,545	1,643	25,900
Đầu tư ngắn hạn	43.5	31.2	42.1	42.1	42.1
Phải thu khách hàng	47,011	54,818	44,160	29,097	32,851
Hàng tồn kho	138,935	146,611	159,120	187,178	197,907
Các tài sản ngắn hạn khác	1,752	1,764	1,852	1,630	1,793
Tổng tài sản ngắn hạn	191,155	207,831	206,718	219,590	258,493
TSCĐ hữu hình	2,332	1,876	1,782	1,689	1,596
TSCĐ vô hình	69.8	62.0	58.1	54.2	50.3
Bất động sản đầu tư	5,543	5,737	5,912	6,095	6,293
Đầu tư dài hạn	305	302	302	302	302
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,423	1,411	2,823	1,976	2,371
Tài sản dài hạn khác	40,659	20,961	31,135	36,944	43,404
Tổng tài sản dài hạn	50,332	30,350	42,013	47,060	54,016
Tổng cộng tài sản	241,486	238,181	248,731	266,651	312,509
Nợ ngắn hạn	30,937	36,946	35,101	38,909	38,909
Phải trả người bán	9,877	8,509	9,193	8,408	8,361
Nợ ngắn hạn khác	26,266	33,064	38,277	36,743	30,780
Tổng nợ ngắn hạn	87,283	105,346	111,641	123,241	146,117
Nợ dài hạn	26,775	24,586	25,904	28,037	46,529
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	13,708	14,614	13,883	13,883	11,106
Nợ dài hạn khác	68,157	45,649	50,829	54,605	60,688
Tổng nợ dài hạn	108,639	84,849	90,617	96,525	118,323
Tổng nợ phải trả	196,184	190,473	202,536	220,045	264,718
Vốn chủ sở hữu	38,047	37,877	36,365	36,775	37,960
Lợi ích cổ đông thiểu số	7,256	9,831	9,831	9,831	9,831
Tổng vốn chủ sở hữu	45,303	47,708	46,195	46,606	47,791
Tổng nợ phải trả và VCSH	241,486	238,181	248,731	266,651	312,509
BVPS (đ)	19,510	19,423	16,292	16,476	17,007
Nợ thuần*/(tiền mặt)	54,300	56,925	59,461	65,303	59,537

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(460)	(1,861)	803	2,090	3,174
Khấu hao	339	332	332	332	332
Lãi vay thuần	1,884	1,231	(2,464)	(1,577)	(1,692)
Thuế TNDN đã nộp	(416)	(569)	0	(103)	(296)
Thay đổi vốn lưu động	(6,096)	(3,150)	5,920	(3,250)	9,286
Khác	3,776	1,639	(462)	1,911	1,987
LCT thuần từ HKKD	(7,626)	(5,938)	(704)	(6,271)	6,593
Đầu tư TS dài hạn	(12.8)	(5.67)	(410)	(418)	(432)
Góp vốn & đầu tư	0	(3.70)	(1,422)	847	(395)
Thanh lý	8,279	2,901	0	0	0
Khác	(1,118)	1,318	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	7,149	4,210	(1,832)	429	(827)
Cổ tức trả cho CSH	(0.03)	(0.03)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(4,710)	2,923	(527)	5,941	18,491
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(4,710)	2,923	(527)	5,941	18,491
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,600	3,413	4,608	1,545	1,643
LCT thuần trong kỳ	(5,188)	1,195	(3,063)	98.6	24,257
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,413	4,608	1,545	1,643	25,900
Dòng tiền tự do	(7,639)	(5,943)	(1,113)	(6,689)	6,161

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	27.8	1.20	36.9	41.2	37.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(16.8)	(24.2)	6.61	17.0	18.5
Tỷ suất LNT (%)	12.7	(70.7)	(21.2)	3.98	7.72
Thuế TNDN hiện hành (%)	75.7	(72.0)	0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(57.3)	90.7	(21.5)	44.8	49.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(151)	(174)	121	274	61.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	76.4	127	189
Tăng trưởng EPS (%)	(72.0)	(1,159)	79.4	127	189
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	79.2	127	189
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.60	(16.9)	(4.07)	1.12	3.17
ROACE (%)	(0.27)	(1.30)	0.59	1.49	2.05
Vòng quay tài sản (lần)	0.02	0.04	0.03	0.04	0.05
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	16.6	3.19	(0.88)	(3.00)	2.08
Số ngày tồn kho	14,764	5,970	12,927	11,265	7,546
Số ngày phải thu	4,996	2,232	3,588	1,751	1,253
Số ngày phải trả	1,050	346	747	506	319
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	193	200	222	263	318
Nợ/tài sản (%)	31.8	33.8	33.0	36.8	47.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	0.33	1.33	1.88
Nợ/EBITDA (lần)	(96.1)	(36.7)	175	55.9	51.7
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.19	1.97	1.85	1.78	1.77
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	17.3	9.35	12.8	9.43	5.95
EV/EBITDA ĐC (lần)	(103)	(38.7)	194	55.3	32.2
P/E (lần)	46.0	N/a	N/a	77.8	26.9
P/E ĐC (lần)	49.1	N/a	N/a	82.2	28.5
P/B (lần)	0.73	0.74	0.88	0.87	0.84
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 W: www.hsc.com.vn