

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

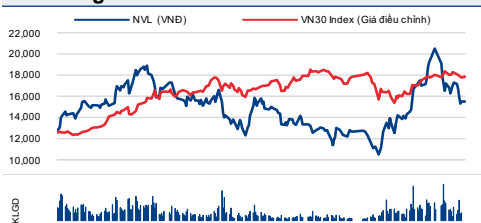
Giá mục tiêu: VNĐ18,000 (từ VNĐ14,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/5/2026)	15,500
Mã Bloomberg	NVL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,500-20,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,433
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	34,596
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,313
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,232
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,118
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,003
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.13%
Tỷ lệ freefloat	68.2%
Cổ đông lớn	NovaGroup (17.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(20.3)	22.5	24.5
So với chỉ số	(20.7)	24.2	(13.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	969	174	456.8
2027F	1,388	502	176.5
2028F	2,533	0	high

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

Aqua City và các dự án tại TP.HCM đang ghi nhận tín hiệu tích cực; duy trì k/n Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 28,6% giá mục tiêu đối với NVL lên 18.000đ do phản ánh ước tính RNAV tăng 31,7%, nhờ những thông tin cập nhật tại các dự án trọng điểm và do điều chỉnh một số giả định định giá. Với tiềm năng tăng giá 16% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.
- HSC tăng mạnh dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lên lần lượt 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25,3%) và 3,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 42,9%); đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với mức tăng trưởng 82%. Những điều chỉnh này chủ yếu đến từ việc giá bán bình quân tăng, tỷ lệ hấp thụ tích cực hơn tại Aqua City và tiến độ triển khai nhanh hơn tại các dự án trọng điểm ở TP.HCM.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 22,5% trong 3 tháng qua (nhưng vẫn giảm 20,3% trong 1 tháng qua), NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 49,5% so với ước tính RNAV/cp mới (lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 29,1%); cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,8 lần.

Sự kiện: Đồng Nai trở thành thành phố thứ 7 trực thuộc Trung ương; các dự án tại TP.HCM đang được đẩy nhanh tiến độ

HSC cập nhật triển vọng đối với NVL nhằm phản ánh các yếu tố hỗ trợ gần đây, bao gồm: (1) việc Đồng Nai được nâng cấp lên thành phố trực thuộc Trung ương, qua đó hỗ trợ giá bán bình quân và tỷ lệ hấp thụ tại Aqua City, và (2) tiến độ triển khai được đẩy nhanh tại các dự án Grand Manhattan và Victoria Village ở TP.HCM. Những yếu tố này giúp HSC nâng định giá cũng như dự báo KQKD. Lưu ý, đối với các dự án tại TP.HCM, việc điều chỉnh tiến độ chủ yếu ảnh hưởng đến thời điểm ghi nhận lợi nhuận hơn là dòng tiền, do NVL đã thu được phần lớn khoản thanh toán từ trước.

Tác động: Nâng dự báo cho các năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC tăng mạnh dự báo LNST năm 2026-2027 – tăng 431,5% lên 2.185 tỷ đồng (tăng trưởng 25,3%) cho năm 2026 và tăng 163,4% lên 3.121 tỷ đồng (tăng trưởng 42,9%) cho năm 2027 – chủ yếu nhờ (1) tăng giả định giá bán bình quân và tỷ lệ hấp thụ tại Aqua City và (2) việc bán giao các dự án Grand Manhattan và Victoria Village được thực hiện sớm hơn, đẩy lên giai đoạn 2026-2027 (thay vì sau năm 2028 như dự báo trước đó). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 5.676 tỷ đồng (tăng trưởng 81,9%). Nhìn chung, dự báo mới cho thấy trong giai đoạn 2025-2028, lợi nhuận thuần và lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 48,2% và 37,2%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22,5% trong 3 tháng qua (nhưng giảm 20,3% trong 1 tháng qua), NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 49,5% so với ước tính RNAV/cp của HSC (đã điều chỉnh tăng 31,7% với giả định chiết khấu 40% được giữ nguyên); cao hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 29,1%; cổ phiếu cũng đang có P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 16,8 lần và 0,7 lần. HSC tăng 28,6% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 18.000đ, phản ánh (1) ước tính RNAV tăng 31,7% và (2) việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027.

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 vay, trong khi động lực hiện tại tiếp tục hỗ trợ triển vọng phục hồi từ năm 2026. Tuy nhiên, HSC vẫn quan ngại về dư nợ vay của NVL cũng như tỷ lệ hấp thụ chưa chắc chắn tại các dự án nghỉ dưỡng của Công ty.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(2,220)	4,511	3,270 ▲	4,845 ▲	8,592
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(6,455)	1,744	2,185 ▲	3,121 ▲	5,676
EPS ĐC (đồng)	(3,307)	771	969 ▲	1,388 ▲	2,533
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	19,401	20,313	21,292 ▲	22,690 ▲	25,233
EV/EBITDA ĐC (lần)	(39.3)	21.6	30.1	19.6	10.7
P/E ĐC (lần)	N/a	20.1	16.0	11.2	6.12
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.80	0.76	0.73	0.68	0.61
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(952)	123	25.6	43.3	82.5
ROAE (%)	(17.0)	4.19	4.70	6.36	10.6

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

Tăng 32% ước tính RNAV nhờ thông tin cập nhật tích cực tại các dự án

Triển vọng năm 2026 của NVL đang được củng cố mạnh mẽ bởi các động lực lợi nhuận rõ ràng hơn: Aqua City được kỳ vọng hưởng lợi từ việc Đồng Nai trở thành thành phố trực thuộc Trung ương (qua đó hỗ trợ giá bán bình quân và tỷ lệ hấp thụ), trong khi tiến độ triển khai được đẩy nhanh tại các dự án Grand Manhattan và Victoria Village ở TP.HCM sẽ hỗ trợ KQKD. Theo đó, HSC tăng bình quân gần 3 lần dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 (đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với mức tăng trưởng 82%); chúng tôi cũng tăng 28,6% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 18.000đ, phản ánh ước tính RNAV tăng 31,7% (giữ nguyên giả định chiết khấu 40%) cùng một số điều chỉnh trong giả định định giá. Với tiềm năng tăng giá 16,1%, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NVL.

KQKD Q1/2026: Bàn giao ở mức khiêm tốn, lợi nhuận chủ yếu đến từ hoạt động bán tài sản

Doanh thu Q1/2026 của NVL đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (tăng 101,7% so với cùng kỳ và 128,8% so với quý trước) trong khi lợi nhuận thuần đạt 901 tỷ đồng (cải thiện so với khoản lỗ thuần 443 tỷ đồng trong Q1/2025, nhưng giảm 71,7% so với quý trước do mức nền cao từ việc [hoàn nhập dự phòng tại dự án Lakeview trong Q4/2025](#)). Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh lên mức 51%.

KQKD này cao hơn đáng kể so với kỳ vọng của HSC; doanh thu và lợi nhuận thuần Q1/2026 bằng lần lượt 35% và 125% dự báo của chúng tôi cho cả năm 2026 trước KQKD. Tuy nhiên, kết quả này bị ảnh hưởng đáng kể bởi khoản doanh thu không thường xuyên từ việc bán một quỹ đất nhỏ. NVL chỉ công bố doanh thu liên quan đến giao dịch này ở mức 2,4 nghìn tỷ đồng mà chưa cung cấp đầy đủ thông tin để HSC có thể đánh giá tác động đến lợi nhuận ở thời điểm hiện tại. Hiện tại, chúng tôi tạm thời ghi nhận giao dịch này như một khoản mục thông thường trong mô hình dự báo, dù trên thực tế chúng tôi xem đây là khoản mục bất thường và sẽ điều chỉnh lại khi có thêm thông tin chi tiết.

Giá trị bàn giao BĐS cốt lõi trong kỳ vẫn ở mức thấp, đạt 981 tỷ đồng (122 căn), chủ yếu đến từ Aqua City. Do đó, KQKD tích cực trong quý này phần nào chưa phản ánh đúng mức độ phục hồi thực tế của HĐKD, đặc biệt khi so với mục tiêu bàn giao khá cao của NVL trong năm 2026 là 4.500 căn.

Loại trừ các khoản mục bất thường/không thường xuyên trong Q1/2026 – bao gồm khoản lỗ thuần 160 tỷ đồng từ thu nhập/chi phí khác thuần, chi phí tài chính thuần và thu nhập lãi cho vay (nhưng không bao gồm khoản lãi bất thường lớn trong Q1/2026 do thiếu thông tin công bố chi tiết như đã đề cập ở trên) – lợi nhuận HĐKD cốt lõi Q1/2026 đạt 1.061 tỷ đồng (đảo chiều so với lỗ thuần 131 tỷ đồng trong Q1/2025 nhưng giảm 33,3% so với quý trước).

Bảng 1: KQKD Q1/2026, NVL

Tỷ đồng	Q1/25	Q4/25	Q1/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	Dự báo cũ 2026	% hoàn thành dự báo cũ
Doanh thu thuần	1,778	1,567	3,587	101.7%	128.8%	10,310	34.8%
Lợi nhuận gộp	646	2,583	1,889	192.5%	-26.9%		
Lợi nhuận tài chính	(117)	1,142	(44)	-62.7%	-103.8%		
Chi phí BH&QL	394	594	374	-5.1%	-37.0%		
Lợi nhuận HĐ	1,395	31,431	14,764	958.1%	-53.0%		
Thu nhập thuần khác	(262)	891	(128)	-51.3%	-114.3%		
LNTT	(122)	4,034	1,349	N/m	-66.6%		
Lợi nhuận thuần	(443)	3,182	901	N/m	-71.7%	411	124.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(312)	1,590	(160)	-48.6%	-110.1%		
'Lợi nhuận cốt lõi'	(131)	1,592	1,061	N/m	-33.3%		

Nguồn: NVL, HSC

Aqua City: Nhiều khả năng hưởng lợi từ việc Đồng Nai trở thành thành phố trực thuộc Trung ương

Vào ngày 28/3, HĐND tỉnh Đồng Nai khóa XI đã chính thức thông qua nghị quyết phê duyệt đề án đưa Đồng Nai trở thành thành phố thứ 7 trực thuộc Trung ương của Việt Nam, đồng thời thành lập thêm 10 phường mới trong lộ trình tái cơ cấu hành chính quy mô lớn hơn.

Đến cuối tháng 4, quá trình này tiếp tục có thêm bước tiến quan trọng khi Bộ Xây dựng công nhận Đồng Nai là đô thị loại I, trước khi Quốc hội chính thức thông qua việc nâng cấp Đồng Nai thành thành phố trực thuộc Trung ương.

Với việc nghị quyết mang tính bước ngoặt này chính thức có hiệu lực từ ngày 30/4, Đồng Nai đã chính thức bước vào kỷ nguyên thành phố trực thuộc Trung ương, mở ra dư địa tăng định giá đáng kể cho thị trường BĐS trong khu vực.

Với vị thế mới, Đồng Nai sẽ tự chủ hơn trong quản lý ngân sách và quy hoạch đô thị, đồng thời được ưu tiên phân bổ vốn cho các dự án hạ tầng trọng điểm. Điều này được kỳ vọng sẽ thu hút dòng vốn FDI lớn hơn và thúc đẩy quá trình đô thị hóa diễn ra nhanh hơn.

HSC cho rằng đây là yếu tố hỗ trợ đáng kể đối với dự án Aqua City, khi làn sóng đầu tư và phát triển hạ tầng sắp tới sẽ cải thiện khả năng kết nối khu vực và mở khóa tiềm năng định giá cao hơn cho khu đô thị tích hợp này. Trên cơ sở đó, chúng tôi hiện nâng giả định giá bán bình quân cũng như kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ của dự án sẽ cải thiện nhẹ.

Cập nhật tình hình hiện tại của Aqua City

Vào ngày 13/11, NVL đã được cấp giấy phép bán hàng cho 2.400 sản phẩm thuộc phân khu Ever Green 1, trong khi hoạt động thi công tại phần còn lại của dự án cũng chính thức được tái khởi động vào ngày 15/11 tại sự kiện tổ chức ngay tại công trường.

Quá trình cấp phép xây dựng cho các phân khu đang được triển khai trong Q2/2026, trong khi giấy phép bán hàng cho toàn bộ dự án và quyết định cuối cùng về quyền sử dụng đất dự kiến sẽ hoàn tất vào cuối Q2/2026 hoặc đầu Q3/2026. NVL cho biết sẽ tái khởi động hoạt động mở bán Aqua City sau khi nhận được giấy phép bán hàng cho toàn bộ dự án – điều mà HSC hiện kỳ vọng sẽ diễn ra trong nửa cuối năm 2026 hoặc đầu năm 2027.

Các ngân hàng đã bắt đầu giải ngân trở lại cho hoạt động xây dựng, qua đó giúp Công ty tiếp tục làm việc với các nhà thầu, hoàn thiện sản phẩm, bàn giao cho khách hàng và thu về các khoản thanh toán còn lại.

Tác động tổng thể đến các giả định trong mô hình dự báo của HSC

HSC đưa ra các giả định như sau:

- **Tăng giả định giá bán bình quân** nhờ việc Đồng Nai được nâng cấp thành thành phố trực thuộc Trung ương.
- **Tỷ lệ hấp thụ cải thiện nhẹ:** Do (1) NVL đặt mục tiêu hoàn tất toàn bộ giấy phép bán hàng trước khi tái khởi động dự án, (2) cần thêm thời gian để các dự án hạ tầng mới đi vào hoạt động, (3) nguồn cung cạnh tranh trong khu vực vẫn ở mức lớn và (4) mặt bằng lãi suất cao cùng tín dụng BĐS hạn chế vẫn đang tiếp diễn, HSC cho rằng việc mở bán trở lại trên quy mô lớn vẫn còn nhiều thách thức. Theo đó, chúng tôi chỉ điều chỉnh tăng nhẹ giả định về tỷ lệ hấp thụ.

Các dự án tại TP.HCM: Tiến độ triển khai tại Grand Manhattan và Victoria Village được đẩy nhanh

Bên cạnh những tiến triển tại Aqua City, NVL cũng đang tích cực tháo gỡ các vướng mắc pháp lý tại các dự án ở TP.HCM. Trong 3 tháng đầu năm 2026, hai dự án The Grand Manhattan và Victoria Village đã ghi nhận nhiều tiến triển đáng kể, cụ thể:

- **Victoria Village:** NVL đã hoàn tất nghĩa vụ liên quan đến quyền sử dụng đất trong Q4/2025. Sau khi ký hợp đồng mua bán vào tháng 3/2026, Công ty hiện đang hoàn thiện xây dựng phân khu cao tầng và dự kiến bắt đầu bàn giao trong nửa cuối năm 2026.

- **The Grand Manhattan:** Công ty đã hoàn tất nghĩa vụ liên quan đến quyền sử dụng đất trong Q1/2026, tạo điều kiện để bắt đầu bàn giao từ Q4/2026. Đáng chú ý, tòa tháp cuối cùng đã chính thức cất nóc vào ngày 24/1.

Trước đây, HSC dự kiến hai dự án này chỉ có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu từ cuối năm 2028 trở đi. Tuy nhiên, với tiến độ hiện tại, chúng tôi điều chỉnh thời điểm ghi nhận doanh thu lên các năm 2026-2027, qua đó tăng đáng kể dự báo lợi nhuận – chỉ tiết được trình bày dưới đây. Tuy nhiên, HSC lưu ý rằng NVL đã thu phần lớn tiền thanh toán từ khách hàng (khoảng 70-80%) cho các dự án này trong giai đoạn 2019-2022. Do đó, tác động đến định giá sẽ thấp hơn đáng kể so với tác động đến lợi nhuận kế toán (trong khi các điều chỉnh tại Aqua City sẽ có ảnh hưởng đáng kể đến cả hai yếu tố này).

Mảng BĐS nghỉ dưỡng tạm thời kém tích cực hơn

Trái ngược với tiến độ được đẩy nhanh tại Aqua City và các dự án ở TP.HCM, tiến độ triển khai các dự án BĐS nghỉ dưỡng của Công ty hiện được lùi sang năm 2028. Việc trì hoãn này chủ yếu do nhu cầu trên thị trường thứ cấp đối với các sản phẩm nghỉ dưỡng ngoài các đô thị loại 1 vẫn còn yếu. Một số thông tin đáng chú ý bao gồm:

- NovaWorld Hồ Tràm: Quy hoạch tổng thể và giấy phép cho phân khu Bình Châu Onsen đã được phê duyệt, trong khi quyết định cuối cùng về quyền sử dụng đất dự kiến hoàn tất vào đầu năm 2027; thời điểm bàn giao được lùi sang từ năm 2028 trở đi.
- NovaWorld Phan Thiết: Quyết định cuối cùng về quyền sử dụng đất dự kiến được phê duyệt vào cuối Q2/2026 hoặc đầu Q3/2026, trong khi thời điểm bàn giao cũng được lùi sang năm 2028.

Được cấp phép giao dịch ký quỹ trở lại

Mới đây, HOSE đã công bố danh sách các cổ phiếu không đủ điều kiện giao dịch ký quỹ trong Q2/2026. Nhờ BCTC kiểm toán năm 2025 ghi nhận lợi nhuận 1,7 tỷ đồng, NVL đã được đưa ra khỏi danh sách này và chính thức đủ điều kiện giao dịch ký quỹ kể từ ngày 2/4/2026.

Lợi nhuận: Nâng mạnh dự báo các năm 2026-2027

Sau khi cập nhật các giả định nêu trên vào mô hình dự báo, HSC tăng bình quân gần 3 lần dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027, bao gồm tăng 431,5% cho năm 2026 và tăng 163,4% cho năm 2027. HSC hiện dự báo:

- Năm 2026: Lợi nhuận thuần đạt 2.185 tỷ đồng (tăng trưởng 25,3%) trên doanh thu 12.429 tỷ đồng (tăng trưởng 78,4%).
- Năm 2027: Lợi nhuận thuần đạt 3.121 tỷ đồng (tăng trưởng 42,9%) trên doanh thu 17.449 tỷ đồng (tăng trưởng 40,4%).

Bảng 2: Dự báo mới và dự báo cũ lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, NVL

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025				
Doanh thu thuần	7,120	6,966	-2.2%	-23.2%
Lợi nhuận gộp	2,624	4,425	68.6%	5195.0%
Lãi/(lỗ) tài chính	(2,464)	(485)	-80.3%	-139.4%
Chi phí BH&QL	(1,824)	(1,901)	4.2%	-4.2%
LNTT	(1,515)	3,027	N/m	N/m
Lợi nhuận thuần	(1,515)	1,744	N/m	N/m
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(1,354)	(452)	-66.6%	-73.5%
'Lợi nhuận cốt lõi'	(160)	2,195	N/m	N/m
2026				
Doanh thu thuần	10,310	12,429	20.6%	78.4%
Lợi nhuận gộp	4,245	5,576	31.4%	26.0%
Lãi/(lỗ) tài chính	(1,577)	(46)	-97.1%	-90.4%
Chi phí BH&QL	(2,156)	(2,346)	8.8%	23.4%
LNTT	513	3,206	524.9%	5.9%
Lợi nhuận thuần	411	2,185	431.5%	25.3%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	(160)	N/m	-64.6%
'Lợi nhuận cốt lõi'	411	2,025	392.6%	-7.8%
2027				
Doanh thu thuần	15,360	17,449	13.6%	40.4%
Lợi nhuận gộp	5,787	7,310	26.3%	31.1%
Lãi/(lỗ) tài chính	(1,692)	(231)	-86.4%	398.3%
Chi phí BH&QL	(2,613)	(2,504)	-4.2%	6.8%
LNTT	1,481	4,597	210.4%	43.4%
Lợi nhuận thuần	1,185	3,121	163.4%	42.9%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	1,185	3,121	163.4%	42.9%
2028				
Doanh thu thuần	-	22,053	-	26.4%
Lợi nhuận gộp	-	11,198	-	53.2%
Lãi/(lỗ) tài chính	-	100	-	N/m
Chi phí BH&QL	-	(2,644)	-	5.6%
LNTT	-	8,677	-	88.8%
Lợi nhuận thuần	-	5,676	-	81.9%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	-	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	-	5,676	-	81.9%

Ghi chú: Năm 2025 ""dự báo mới"" là kết quả thực hiện.
 Nguồn: HSC ước tính

Cụ thể, HSC hiện nâng nhẹ giả định giá bán bình quân và tỷ lệ hấp thụ tại Aqua City, đồng thời điều chỉnh toàn bộ kế hoạch bàn giao tại Grand Manhattan và Victoria Village sang các năm 2026-2027 (từ 2028-2029 trong dự báo trước đó).

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu đạt 22.053 tỷ đồng (tăng trưởng 26,4%) và lợi nhuận thuần đạt 5.676 tỷ đồng (tăng trưởng 81,9%). Aqua City – đặc biệt là phân khu Aqua Phoenix – tiếp tục là động lực lợi nhuận chính, trong khi HSC vẫn duy trì giả định thận trọng đối với tiến độ ghi nhận doanh thu tại NovaWorld Phan Thiết và NovaWorld Hồ Tràm.

Theo chính sách của HSC, chúng tôi không đưa các khoản lợi nhuận tài chính đáng kể hay thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi nào vào dự báo giai đoạn 2026-2028. Tuy nhiên, sau khi các khoản mục này được ghi nhận thực tế (chẳng hạn khoản lỗ 160 tỷ đồng ghi nhận trong Q1/2026), HSC sẽ điều chỉnh lợi nhuận báo cáo để tính toán lợi nhuận HĐKD cốt lõi. Thông thường, chúng tôi sẽ phân loại các giao dịch bán buôn, chuyển nhượng cổ phần và thoái vốn là các khoản mục ngoài HĐKD cốt lõi. Tuy nhiên, như đã đề cập, HSC hiện vẫn tạm thời ghi nhận giao dịch bán quỹ đất không thường xuyên

trong Q1/2026 vào lợi nhuận HĐKD cốt lõi do NVL chỉ công bố số liệu doanh thu mà chưa cung cấp đầy đủ thông tin để chúng tôi có thể tách riêng khoản mục này khỏi KQKD Q1/2026. Trên thực tế, HSC xem đây là khoản mục bất thường và sẽ điều chỉnh lại khi có thêm thông tin chi tiết.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 48,2% (doanh thu đạt 46,8% và lợi nhuận HĐKD cốt lõi đạt 37,2%).

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 28,6% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 18.000đ, phản ánh (1) RNAV tổng thể cao hơn (điều chỉnh tăng 31,7%) – chủ yếu nhờ Aqua City (với giá định giá bán bình quân tăng và tỷ lệ hấp thụ cải thiện nhẹ) cũng như Grand Manhattan và Victoria Village (thu tiền trở lại dù tác động còn hạn chế) – và (2) việc lùi thời điểm định giá từ cuối năm 2026 sang giữa năm 2027. Với tiềm năng tăng giá 16,1% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 40% đối với RNAV để xác định giá mục tiêu; dù cao hơn đáng kể so với mức bình quân 3 năm của NVL là 29,1%, chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này là hợp lý do (1) dư nợ vay của Công ty vẫn ở mức cao, 68,9 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 3, (2) lo ngại về tỷ lệ hấp thụ chưa chắc chắn đối với danh mục dự án nghỉ dưỡng và (3) mức độ công bố thông tin còn hạn chế của NVL (gần đây nhất là thông tin về giao dịch không thường xuyên liên quan đến bán quỹ đất trong Q1/2026).

Một số giả định định giá cơ bản khác bao gồm:

- HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để tính toán giá trị của các dự án đang được phát triển, phù hợp với cách trình bày trong BCTC kiểm toán năm 2025 của NVL.
- Đối với các tài sản khác và các khoản nợ, HSC sử dụng giá trị sổ sách. Lưu ý, chúng tôi hiện không có thông tin về bất kỳ khoản nợ nào ngoài bảng CĐKT.
- Giả định WACC tăng lên mức 13,6% (từ 12,5% trước đó). Trong khi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro (4%), beta (1,2 theo Bloomberg) và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh (10,25% – bao gồm phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,75% cộng thêm 1,5% phần bù phụ trội áp dụng cho ngành BĐS nhằm phản ánh đặc thù huy động vốn đối với ngành BĐS tại Việt Nam), thay đổi này chủ yếu phản ánh sự điều chỉnh trong cơ cấu vốn. Việc bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Grand Manhattan và Victoria Village trong thời gian tới được kỳ vọng sẽ giúp giảm đáng kể tỷ lệ nợ vay/vốn CSH (bình quân giai đoạn 2026-2028 ở mức 1,0 lần so với bình quân quá khứ 1,2 lần). Mức đòn bẩy thấp hơn này làm tăng tỷ trọng vốn CSH trong cơ cấu vốn, qua đó khiến giả định WACC tăng lên.

Bảng 3: Định giá SOTP, NVL

Tỷ đồng	Định giá lại theo HSC	Phương pháp
RNAV của dự án	147,706	DCF
Tài sản khác	35,271	BV
Các khoản nợ khác	(51,485)	BV
Tổng tài sản	131,493	
Nợ thuần	(62,039)	
NAV	68,496	
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,232	
RNAV/cp (đồng)	30,688	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV	40.0%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	18,000	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: 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	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	25,000	21,000	18,000	15,000	12,000
Tiềm năng tăng/giảm	61.3%	35.5%	16.1%	-3.2%	-22.6%

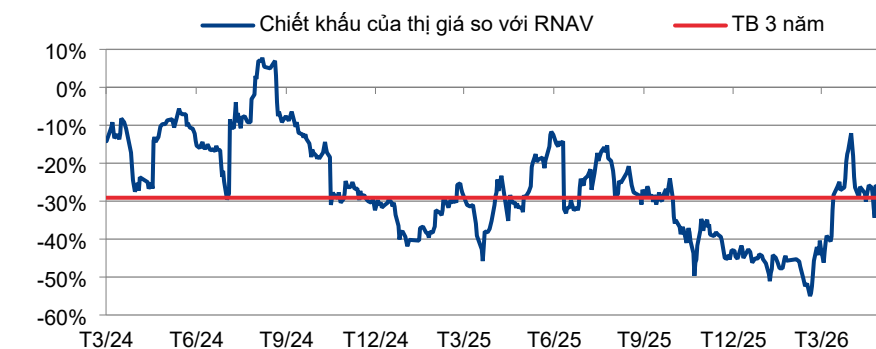
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22,5% trong 3 tháng qua (nhưng giảm 20,3% trong 1 tháng gần đây), NVL đang giao dịch ở mức mức chiết khấu 49,5% so với ước tính RNAV/cp, cao hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 29,1%. Cổ phiếu hiện đang có P/E dự phóng lần lượt là 15,8 lần cho năm 2026, 11,1 lần cho năm 2027, 6,1 lần cho năm 2028 và P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 16,8 lần.

Biểu đồ 5: Chiết khấu của thị giá so với RNAV/cp, NVL

NVL đang giao dịch ở mức mức chiết khấu 49,5% so với ước tính RNAV/cp, cao hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 29,1%.



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	9,073	6,966	12,429	17,449	22,053
Lợi nhuận gộp	83.6	4,425	5,576	7,310	11,198
Chi phí BH&QL	(1,984)	(1,901)	(2,346)	(2,504)	(2,644)
Thu nhập khác	406	2,174	0	0	0
Chi phí khác	(2,285)	(1,209)	0	0	0
EBIT	(3,780)	3,490	3,230	4,805	8,554
Lãi vay thuần	(291)	(148)	(239)	(238)	(207)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(6.16)	22.2	22.2	22.2	22.2
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	1,521	(336)	193	7.06	307
LN TT	(2,556)	3,027	3,206	4,597	8,677
Chi phí thuế TNDN	(1,839)	(1,166)	(641)	(919)	(1,735)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2,060)	(118)	(380)	(557)	(1,265)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	(6,455)	1,744	2,185	3,121	5,676
Lợi nhuận thuần ĐC	(6,449)	1,722	2,162	3,099	5,654
EBITDA ĐC	(2,220)	4,511	3,270	4,845	8,592
EPS (đồng)	(3,310)	781	979	1,398	2,543
EPS ĐC (đồng)	(3,307)	771	969	1,388	2,533
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,950	2,232	2,232	2,232	2,232
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,950	2,232	2,232	2,232	2,232
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,950	2,232	2,232	2,232	2,232

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	4,608	4,395	4,993	5,163	10,040
Đầu tư ngắn hạn	31.3	53.8	53.8	53.8	53.8
Phải thu khách hàng	54,813	46,998	42,764	44,862	46,939
Hàng tồn kho	146,607	153,324	161,005	168,850	181,467
Các tài sản ngắn hạn khác	1,771	2,081	1,959	1,848	1,748
Tổng tài sản ngắn hạn	207,831	206,852	210,774	220,777	240,248
TSCĐ hữu hình	1,876	1,839	1,826	1,812	1,801
TSCĐ vô hình	62.0	61.0	60.9	60.7	60.5
Bất động sản đầu tư	5,737	5,151	5,102	5,053	5,004
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,411	4,997	4,997	4,997	4,997
Tài sản dài hạn khác	20,861	31,007	25,852	21,520	21,151
Tổng tài sản dài hạn	29,947	43,056	37,838	33,442	33,013
Tổng cộng tài sản	237,778	249,908	248,612	254,219	273,261
Nợ ngắn hạn	36,978	31,718	31,718	37,962	46,908
Phải trả người bán	8,467	8,068	8,268	8,168	8,218
Nợ ngắn hạn khác	34,953	33,729	31,578	30,608	30,575
Tổng nợ ngắn hạn	107,222	95,997	91,806	101,849	119,345
Nợ dài hạn	24,588	35,673	37,179	27,481	20,343
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	14,632	15,847	15,847	17,432	19,175
Nợ dài hạn khác	44,045	43,498	42,322	42,322	42,322
Tổng nợ dài hạn	83,265	95,018	95,349	87,235	81,840
Tổng nợ phải trả	190,487	191,015	187,154	189,084	201,185
Vốn chủ sở hữu	37,834	45,339	47,524	50,644	56,320
Lợi ích cổ đông thiểu số	9,457	13,554	13,934	14,491	15,756
Tổng vốn chủ sở hữu	47,291	58,893	61,458	65,135	72,076
Tổng nợ phải trả và VCSH	237,778	249,908	248,612	254,219	273,261
BVPS (đ)	19,401	20,313	21,292	22,690	25,233
Nợ thuần*/(tiền mặt)	56,958	62,995	63,905	60,280	57,211

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	(3,780)	3,490	3,230	4,805	8,554
Khấu hao	(1,553)	(1,044)	(62.2)	(62.2)	(59.9)
Lãi vay thuần	(291)	(148)	(239)	(238)	(207)
Thuế TNDN đã nộp	(1,839)	(1,166)	(641)	(919)	(1,735)
Thay đổi vốn lưu động	(3,518)	(6,037)	(8,826)	(4,573)	(4,416)
Khác	1,904	(3,328)	327	131	422
LCT thuần từ HKKD	(5,971)	(6,145)	(6,087)	(731)	2,678
Đầu tư TS dài hạn	(5.67)	(23.8)	5,400	4,333	369
Góp vốn & đầu tư	(2,927)	(11,717)	0	0	0
Thanh lý	5,831	16,215	0	0	0
Khác	1,311	(4,207)	(222)	22.2	22.2
LCT thuần từ HĐĐT	4,210	266	5,178	4,355	391
Cổ tức trả cho CSH	(0.03)	(0.00)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	(0.41)	438	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,957	5,229	1,506	(3,454)	1,808
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,956	5,667	1,506	(3,454)	1,808
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,413	4,608	4,395	4,993	5,163
LCT thuần trong kỳ	1,195	(212)	597	170	4,877
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	(0.00)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,608	4,395	4,993	5,163	10,040
Dòng tiền tự do	(5,977)	(6,169)	(687)	3,602	3,047

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	0.92	63.5	44.9	41.9	50.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(24.5)	64.8	26.3	27.8	39.0
Tỷ suất LNT (%)	(71.1)	25.0	17.6	17.9	25.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	(72.0)	38.5	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	90.7	(23.2)	78.4	40.4	26.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(246)	303	(27.5)	48.2	77.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(952)	127	25.6	43.3	82.5
Tăng trưởng EPS (%)	(1,166)	124	25.3	42.9	81.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(952)	123	25.6	43.3	82.5
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(17.0)	4.19	4.70	6.36	10.6
ROACE (%)	(2.65)	2.45	2.08	3.11	5.59
Vòng quay tài sản (lần)	0.04	0.03	0.05	0.07	0.08
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.58	(1.76)	(1.88)	(0.15)	0.31
Số ngày tồn kho	5,952	22,028	8,575	6,078	6,102
Số ngày phải thu	2,226	6,752	2,278	1,615	1,578
Số ngày phải trả	344	1,159	440	294	276
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	201	184	175	167	160
Nợ/tài sản (%)	33.8	35.1	35.4	35.3	36.6
EBIT/lãi vay (lần)	(13.0)	23.5	13.5	20.2	41.4
Nợ/EBITDA (lần)	(36.1)	19.4	26.8	18.4	11.6
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.94	2.15	2.30	2.17	2.01
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	9.61	14.0	7.93	5.44	4.16
EV/EBITDA ĐC (lần)	(39.3)	21.6	30.1	19.6	10.7
P/E (lần)	N/a	19.8	15.8	11.1	6.10
P/E ĐC (lần)	N/a	20.1	16.0	11.2	6.12
P/B (lần)	0.80	0.76	0.73	0.68	0.61
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