

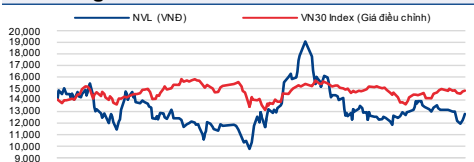
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ15,000 (từ VNĐ16,744)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/9/2026)	12,800
Mã Bloomberg	NVL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,767-19,069
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	12,300
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	30,746
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,182
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,402
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	4.76%
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	(3.03)	(3.76)	(8.87)
So với chỉ số	(7.38)	(3.61)	(13.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,163	969	20.0
2027F	1,011	1,388	(27.1)
2028F	2,249	2,533	(11.2)

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

Các đợt tái mở bán giúp hỗ trợ triển vọng còn yếu; duy trì k/n Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NVL nhưng giảm 10,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 15.000đ sau khi phân tích KQKD Q2/2026, tiến độ dự án điều chỉnh và áp dụng quan điểm thận trọng đối với triển vọng ngành BĐS.
- HSC tăng 28,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 2.815 tỷ đồng, hoàn toàn nhờ lợi nhuận không thường xuyên từ thoái vốn trong nửa đầu năm 2026 – lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi năm 2026 hầu như không đổi ở mức 2.066 tỷ đồng – nhưng giảm lần lượt 21,5% và 4,4% dự báo các năm 2027-2028 xuống 2.452 tỷ đồng và 5.426 tỷ đồng do giảm giá định doanh số bán nhà và giá bán bình quân.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua (và 3,8% trong 3 tháng qua), NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,1% so với ước tính RNAV/cp, lớn hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 31,8%; cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần.

Sự kiện: KQKD Q2/2026 và phương án chào bán cổ phiếu ra công chúng đã được phê duyệt

HSC cập nhật dự báo, định giá và khuyến nghị đối với NVL sau khi đánh giá KQKD Q2/2026, tiến độ bàn giao dự án điều chỉnh và việc UBCKNN vào ngày 14/9 đã phê duyệt phương án chào bán cổ phiếu ra công chúng trị giá 8.007 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần Q2/2026 đạt 969 tỷ đồng (Q2/2025: lỗ 161 tỷ đồng), được hỗ trợ đáng kể nhờ 1.039 tỷ đồng lợi nhuận thoái vốn; nếu loại trừ khoản này, lợi nhuận HĐKD cốt lõi chỉ đạt 60 tỷ đồng.

Tác động: Nâng dự báo năm 2026 nhờ khoản mục không thường xuyên, giảm dự báo các năm 2027-2028 do doanh số bán nhà yếu

HSC nâng 28,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 2.815 tỷ đồng (tăng trưởng 61,4%), gần như hoàn toàn nhờ lợi nhuận thoái vốn trong nửa đầu năm 2026. Đồng thời, chúng tôi giảm lần lượt 21,5% và 4,4% dự báo các năm 2027-2028 xuống 2.452 tỷ đồng (giảm 12,9%) và 5.426 tỷ đồng (tăng trưởng 121,3%), do giảm giá định tỷ lệ hấp thụ sản phẩm và giá bán bình quân tại Aqua City, NovaWorld Phan Thiết và Hồ Tràm. Doanh thu dự báo cho giai đoạn 2026-2028 hiện lần lượt là 10,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 45,6%), 14,3 nghìn tỷ đồng và 20,1 nghìn tỷ đồng; theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 46% trong giai đoạn 2025-2028, chủ yếu nhờ các dự án Victoria Village (đã bán hết, bắt đầu đóng góp từ nửa cuối năm 2026), The Grand Manhattan (đã bán trên 80%, bắt đầu đóng góp từ năm 2027) và Aqua City tái mở bán vào cuối Q4/2026.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 10,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 15.000đ (từ mức 16.774đ đã điều chỉnh sau phát hành cổ phiếu thường), do giảm giá định dòng tiền dự án (tiền độ bán hàng chậm lại, tỷ lệ hấp thụ sản phẩm thấp hơn và giá bán bình quân giảm). HSC giữ nguyên mức chiết khấu 40% so với ước tính RNAV, lớn hơn đáng kể so với mức bình quân 3 năm là 31,8%, do (1) dự nợ lớn và phức tạp; và (2) những bất định về tỷ lệ hấp thụ tại các dự án BĐS nghỉ dưỡng.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua, NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,1% so với ước tính RNAV/cp của HSC và ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần. Với tiềm năng tăng giá 17,2%, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(2,220)	4,511	2,417 ▼	3,649 ▼	7,775 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(6,455)	1,744	2,815 ▲	2,452 ▼	5,426
EPS ĐC (đồng)	(3,307)	771	1,163 ▲	1,011 ▼	2,249
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	19,401	20,313	20,082	21,103	23,361
EV/EBITDA ĐC (lần)	(36.9)	20.3	38.3	24.8	11.6
P/E ĐC (lần)	N/a	16.6	11.0	12.7	5.69
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.66	0.63	0.64	0.61	0.55
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(952)	123	50.7	(13.0)	122
ROAE (%)	(17.0)	4.19	6.02	4.96	10.2

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

Doanh số bán nhà yếu nhưng các đợt tái mở bán dự án giúp hỗ trợ triển vọng các năm 2026-2027

Lợi nhuận thuần công bố Q2/2026 của NVL đạt 969 tỷ đồng nhưng gần như hoàn toàn đến từ khoản mục không thường xuyên, trong khi lợi nhuận HĐKD cốt lõi chỉ đạt 60 tỷ đồng. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh đang cải thiện: Dự án Victoria Village bắt đầu bàn giao vào cuối tháng 6/2026, dự án The Grand Manhattan bước vào giai đoạn thi công nước rút và tiền trả trước của người mua tăng 20,6% từ đầu năm lên 24.551 tỷ đồng khi hoạt động thanh toán theo tiến độ được nối lại. Ở chiều ngược lại, thời điểm tái mở bán Aqua City lùi sang cuối Q4/2026 và các dự án nghỉ dưỡng lùi sang năm 2028. Cùng với quan điểm thận trọng đối với triển vọng ngành BĐS, các yếu tố này khiến HSC giảm lần lượt 21,5% và 4,4% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2027-2028, trong khi nâng dự báo năm 2026 nhờ lợi nhuận thoái vốn. Chúng tôi giảm 10,5% giá mục tiêu xuống 15.000đ; với tiềm năng tăng giá 17,2% và cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,1% so với ước tính RNAV/cp, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Cập nhật sau KQKD Q2/2026

Khoản lợi nhuận không thường xuyên thúc đẩy lợi nhuận thuần Q2/2026

NVL đã công bố KQKD Q2/2026 với doanh thu thuần đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (giảm 21,6% so với cùng kỳ và 57,9% so với quý trước) và lợi nhuận thuần đạt 969 tỷ đồng (so với khoản lỗ 161 tỷ đồng trong Q2/2025).

Theo đó, trong nửa đầu năm 2026, Công ty ghi nhận doanh thu thuần 5,1 nghìn tỷ đồng (tăng 37,6% so với cùng kỳ; bằng 41% dự báo cả năm 2026 của HSC) và lợi nhuận thuần 1,9 nghìn tỷ đồng (so với khoản lỗ 604 tỷ đồng trong Q2/2025; bằng 85,6% dự báo cả năm).

Đáng chú ý, doanh thu HĐ tài chính trong Q2/2026 tăng mạnh đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (tăng 240,2% so với cùng kỳ), nhờ 1.039 tỷ đồng lợi nhuận từ thoái vốn công ty con, chủ yếu phát sinh sau khi hoàn tất chuyển nhượng 99,93% cổ phần tại Công ty TNHH BĐS Ngôi Nhà Mega (công ty này sở hữu Công ty TNHH Mega Tie và Công ty TNHH An Phát, đều liên quan đến phân khu Đảo Phương Hoàng 2 thuộc Aqua City). Giao dịch nằm trong quá trình tái cơ cấu danh mục đang diễn ra của NVL. HSC đang chờ thêm công tin cập nhật từ BLĐ về tỷ lệ lợi ích thực tế thuần của NVL tại dự án sau giao dịch.

Nếu loại trừ khoản lợi nhuận này (909 tỷ đồng sau thuế), lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi Q2/2026 vẫn dương ở mức 59,9 tỷ đồng (Q2/2025: 134 tỷ đồng). Trong khi đó, lợi nhuận HĐKD cốt lõi nửa đầu năm 2026 đạt 1.121 tỷ đồng (nửa đầu năm 2025: chỉ 3 tỷ đồng), bằng 55,3% dự báo trước đó của HSC cho cả năm 2026 là 2.025 tỷ đồng.

Bảng 1: KQKD Q2 và 6 tháng đầu năm 2026, NVL

Tỷ đồng	Q2/26	Q2/25	So với cùng kỳ	6T26	6T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,509	1,925	-21.6%	5,096	3,703	37.6%
Lợi nhuận gộp	392	703	-44.3%	2,281	1,349	69.1%
Lợi nhuận tài chính	1,169	(624)	N/m	1,125	(741)	N/m
Chi phí BH&QL	369	506	-27.1%	743	901	-17.5%
Lợi nhuận HĐ	1,220	(418)	N/m	2,696	(278)	N/m
Thu nhập thuần khác	2	279	-99.3%	(126)	18	-816.8%
LNTT	1,222	(138)	N/m	2,571	(261)	N/m
Lợi nhuận thuần	969	(161)	N/m	1,870	(604)	N/m
Các khoản mục ròng không thường xuyên	909	(368)	N/m	749	(758)	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	60	134	-55.3%	1,121	3	37.3x

Nguồn: NVL, HSC

Bảng CĐKT – Nợ vay tăng nhẹ nhưng khoản trả trước của người mua cũng tăng mạnh

Tại cuối Q2/2026, tổng dư nợ của NVL tăng 17,9% so với cùng kỳ lên 72,9 nghìn tỷ đồng. Mức tăng này chủ yếu do khoản vay ngân hàng và các khoản nợ khác tăng 55,6% so với cùng kỳ lên 49,3 nghìn tỷ đồng, bù trừ hoàn toàn mức giảm 21,8% xuống 23,7 nghìn tỷ đồng của TPDN. Nợ đáo hạn trong vòng 12 tháng ở mức 30,5 nghìn tỷ đồng, trong đó TPDN chiếm 13,2 nghìn tỷ đồng.

Khoản trả trước của người mua tăng mạnh 20,6% từ đầu năm lên 24.551 tỷ đồng tại cuối Q2/2026. HSC kỳ vọng việc thi công trở lại sẽ giúp NVL đạt các mốc thanh toán tiếp theo theo hợp đồng và nối lại dòng tiền thu theo tiến độ, nhiều khả năng chủ yếu đến từ Aqua City và các dự án tại TP.HCM.

Bảng 2: Tổng hợp các khoản nợ, NVL

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước
Nợ ngắn hạn					
Nợ ngân hàng	4,632	6,169	7,137	54.1%	15.7%
Trái phiếu DN	17,211	13,309	13,185	-23.4%	-0.9%
Nợ bên thứ 3	10,470	12,763	10,139	-3.2%	-20.6%
Chi phí liên quan đến khoản vay	-	-	(10)	N/m	N/m
Chi phí phát hành trái phiếu	(53)	(18)	(31)	40.3%	-71.6%
Nợ với bên liên quan	61	62	62	2.3%	0.2%
Tổng nợ ngắn hạn	32,321	32,285	30,482	-5.7%	-5.6%
Nợ dài hạn					
Nợ ngân hàng	16,537	23,716	24,191	46.3%	2.0%
Trái phiếu DN	13,081	10,526	10,514	-19.6%	-0.1%
Nợ bên thứ 3	1	2,501	2,500	N/m	0.0%
Hợp tác đầu tư	-	-	5,292	N/m	N/m
Chi phí lãi vay trả trước	-	-	(29)	N/m	N/m
Chi phí phát hành trái phiếu	(109)	(56)	(40)	63.5%	28.6%
Tổng nợ dài hạn	29,510	36,687	42,429	43.8%	15.7%
Tổng cộng	61,831	68,971	72,911	17.9%	5.7%

Nguồn: NVL, HSC

Tiến độ dự án: Các dự án tại TP.HCM tăng tốc, Aqua City dự kiến tái mở bán trong Q4

Sau khi các vướng mắc pháp lý được tháo gỡ trong năm 2025, các dự án trọng điểm của NVL tại TP.HCM gồm Victoria Village (TP. Thủ Đức) và The Grand Manhattan (Quận 1) đã tăng tốc để sớm hoàn thiện.

Do Victoria Village đã bán hết và The Grand Manhattan đã bán trước hơn 80% số căn (trước khi dự án tạm dừng), NVL có động lực lớn để đẩy nhanh tiến độ hoàn thiện các dự án này. Việc hoàn thiện dự án sẽ giúp NVL bàn giao sản phẩm, thu hồi phần công nợ còn lại từ khách hàng và ghi nhận doanh thu, qua đó tạo nền tảng quan trọng cho quá trình phục hồi mà HSC kỳ vọng NVL sẽ đạt được.

Trong khi đó, dù hoạt động xây dựng tại tất cả các phân khu của Aqua City đã được khởi động lại trong nửa đầu năm 2026 nhưng kế hoạch tái mở bán chính thức hiện vẫn tạm hoãn do BLĐ ưu tiên bàn giao các sản phẩm đã bán trước đó trong bối cảnh thị trường còn trầm lắng. Tuy vậy, BLĐ kỳ vọng việc Đồng Nai gần đây được nâng cấp lên thành phố trực thuộc trung ương sẽ là động lực quan trọng hỗ trợ kế hoạch tái mở bán dự án vào cuối Q4/2026.

- **Victoria Village:** Chính thức bắt đầu bàn giao căn hộ từ cuối tháng 6/2026.
- **The Grand Manhattan:** Đang bước vào giai đoạn thi công nước rút; dự kiến bắt đầu bàn giao từ Q3/2026.

- **Aqua City (Đồng Nai):** Chính thức bắt đầu trao sổ hồng vào ngày 23/7, với kế hoạch trao 732 sổ hồng cho khách hàng tại các phân khu Sun Harbor 2 và Ever Green 1 trong thời gian tới.

HSC lưu ý tiến độ bàn giao các dự án nghỉ dưỡng của NVL đã lùi sang năm 2028. Các nguyên nhân chính gồm: (1) nhu cầu trên thị trường thứ cấp đối với BĐS nghỉ dưỡng ngoài các đô thị loại 1 còn yếu; và (2) quá trình tháo gỡ các vướng mắc pháp lý vẫn đang tiếp diễn, đặc biệt tại NovaWorld Phan Thiết, nơi vẫn đang chờ quyết định cuối cùng về quyền sử dụng đất.

UBCKNN phê duyệt việc chào bán ra công chúng hơn 800 triệu cổ phiếu bổ sung

Ngày 14/9/2026, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) đã phê duyệt cho Novaland (HOSE: NVL) phát hành thêm 800,7 triệu cổ phiếu (tương đương 33,3% số cổ phiếu đang lưu hành) thông qua chào bán ra công chúng để huy động 8.007 tỷ đồng. Các nội dung chính gồm:

- Tỷ lệ thực hiện quyền mua: cố định ở mức 3:1.
- **Giá phát hành:** cố định ở mức 10.000đ/cp.
- **Điều khoản hạn chế chuyển nhượng:** Không áp dụng hạn chế chuyển nhượng đối với cổ đông mua trực tiếp thông qua quyền mua. Tuy nhiên, thời hạn hạn chế chuyển nhượng 1 năm sẽ áp dụng nếu HĐQT phân phối lại số cổ phiếu chưa bán hết cho bên thứ ba hoặc chủ nợ.
- **Điều chỉnh mục đích sử dụng vốn huy động:** Ưu tiên thanh toán ngay các khoản nợ và tái cơ cấu bảng CĐKT, phần còn lại dùng để bổ sung vốn lưu động.

Ngoài đợt chào bán ra công chúng, NVL cũng có kế hoạch [phát hành riêng lẻ và phát hành ESOP trong thời gian tới](#). Nếu cả ba phương án huy động vốn được triển khai thành công, tổng vốn CSH huy động được dự kiến sẽ đạt 17,4 nghìn tỷ đồng.

Nếu thành công, đợt chào bán ra công chúng này sẽ hỗ trợ thanh khoản trong ngắn hạn, giúp xử lý một phần các nghĩa vụ nợ quá hạn tồn đọng và tạo nguồn lực để khôi phục hoạt động xây dựng tại các dự án trọng điểm. HSC hiện chưa nhận được thông tin về các nhà đầu tư tiềm năng tham gia đợt phát hành riêng lẻ và đang chờ thêm cập nhật từ phía Công ty.

Lợi nhuận: Giảm dự báo các năm 2027-2028 do doanh số yếu

Nhìn chung, sau khi đưa các giả định nêu trên vào dự báo, HSC đã điều chỉnh dự báo giai đoạn 2026-2028. Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, chủ yếu phản ánh thu nhập không thường xuyên trong nửa đầu năm 2026, đồng thời hạ dự báo các năm 2027-2028 để phản ánh triển vọng thận trọng hơn đối với thị trường BĐS. Cụ thể:

HSC giảm 18,4% dự báo doanh thu năm 2026 xuống 10.144 tỷ đồng (tăng trưởng 45,6%); giảm 18,2% dự báo năm 2027 xuống 14.279 tỷ đồng (tăng trưởng 40,8%); và giảm 8,8% dự báo năm 2028 xuống 20.102 tỷ đồng (tăng trưởng 40,8%).

Đối với lợi nhuận thuần, chúng tôi tăng 28,8% dự báo năm 2026 lên 2.815 tỷ đồng (tăng trưởng 61,4%) để phản ánh KQKD nửa đầu năm 2026 (trong đó có khoản lợi nhuận không thường xuyên 1 nghìn tỷ đồng nêu trên). Đối với lợi nhuận HĐKD cốt lõi, mức điều chỉnh tăng chỉ là 2% lên 2.066 tỷ đồng (giảm 5,9% so với năm 2025): toàn bộ phần tăng của lợi nhuận công bố đến từ lợi nhuận thoái vốn, trong khi lợi nhuận cơ bản hầu như đi ngang. Đối với các năm 2027-2028, HSC giảm lần lượt 21,5% và 4,4% dự báo lợi nhuận thuần xuống 2.452 tỷ đồng (giảm 12,9% so với năm 2026) và 5.426 tỷ đồng (tăng trưởng 121,3%).

Dự báo giai đoạn 2026-2028 của HSC chủ yếu dựa trên tiến độ bàn giao tại ba dự án chính, gồm Victoria Village (đã bán hết, bắt đầu bàn giao từ nửa cuối năm 2026), The Grand Manhattan (đã bán trên 80%, bắt đầu bàn giao từ năm 2027) và Aqua City (dù đóng góp trong năm 2026 sẽ không đáng kể do chỉ tái mở bán vào cuối năm).

Trong khi đó, chúng tôi dự kiến NovaWorld Hồ Tràm và NovaWorld Phan Thiết sẽ đóng góp không đáng kể cho đến năm 2028, nhất quán với quyết định chiến lược của NVL trong việc lùi tiến độ triển khai hai dự án này.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 46% (doanh thu: 42,4%; lợi nhuận HĐKD cốt lõi: 38%).

Bảng 3: 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
2026F				
Doanh thu thuần	12,429	10,144	-18.4%	45.6%
Lợi nhuận gộp	5,576	4,661	-16.4%	5.3%
Lãi/(lỗ) tài chính	(46)	1,594	N/m	N/m
Chi phí BH&QL	(2,346)	(2,284)	-2.6%	20.2%
Lợi nhuận HĐ	3,206	3,993	24.6%	93.7%
Thu nhập thuần khác	-	-	N/m	-100.0%
LNTT	3,206	3,993	24.6%	31.9%
Lợi nhuận thuần	2,185	2,815	28.8%	61.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(160)	749	N/m	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	2,025	2,066	2.0%	-5.9%
2027F				
Doanh thu thuần	17,449	14,279	-18.2%	40.8%
Lợi nhuận gộp	7,310	6,027	-17.6%	29.3%
Lãi/(lỗ) tài chính	(231)	128	N/m	-92.0%
Chi phí BH&QL	(2,504)	(2,418)	-3.4%	5.8%
Lợi nhuận HĐ	4,597	3,759	-18.2%	-5.9%
Thu nhập thuần khác	-	-	N/m	N/m
LNTT	4,597	3,759	-18.2%	-5.9%
Lợi nhuận thuần	3,121	2,452	-21.5%	-12.9%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	3,121	2,452	-21.5%	-12.9%
2028F				
Doanh thu thuần	22,053	20,102	-8.8%	40.8%
Lợi nhuận gộp	11,198	10,331	-7.7%	71.4%
Lãi/(lỗ) tài chính	100	342	241.9%	167.6%
Chi phí BH&QL	(2,644)	(2,594)	-1.9%	7.3%
Lợi nhuận HĐ	8,677	8,101	-6.6%	115.5%
Thu nhập thuần khác	-	-	N/m	N/m
LNTT	8,677	8,101	-6.6%	115.5%
Lợi nhuận thuần	5,676	5,426	-4.4%	121.3%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	5,676	5,426	-4.4%	121.3%

*Thuế điều chỉnh
Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 10,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP đối với NVL xuống 15.000đ, phản ánh việc lùi thời điểm ghi nhận doanh số bán nhà, tỷ lệ hấp thụ sản phẩm giảm và giá bán bình quân giảm trong bối cảnh lãi suất cao và triển vọng thị trường BĐS còn trầm lắng. Với thị giá hiện tại 12.800đ, cổ phiếu có tiềm năng tăng giá 17,2% tại giá mục tiêu mới; do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Các yếu tố dẫn đến cập nhật định giá của HSC gồm:

- **Điều chỉnh dòng tiền:** HSC điều chỉnh giảm dự báo tỷ lệ hấp thụ sản phẩm cũng như giảm giả định giá bán bình quân tại các dự án BĐS nhà ở chính (gồm Aqua City, NovaWorld Phan Thiết và NovaWorld Hồ Tràm).
- **Điều chỉnh cổ phiếu thưởng:** Vào ngày 4/9/2026, NVL đã phát hành cổ phiếu thưởng theo tỷ lệ 40:3, phát hành thêm 167 triệu cổ phiếu từ nguồn thặng dư vốn cổ phần và lợi nhuận chưa phân phối. Cùng với 2,4 triệu cổ phiếu mới từ đợt chuyển đổi trái phiếu có hiệu lực ngày 6/5/2026, tổng số cổ phiếu đang lưu hành tăng từ 2.232 triệu lên 2.402 triệu cổ phiếu. HSC đã phản ánh sự kiện này vào giá mục tiêu.
- Đáng chú ý, đợt chào bán ra công chúng sắp tới nêu trên hiện chưa được phản ánh trong định giá của chúng tôi. Mặc dù phương án đã được UBCKNN chấp thuận nhưng đợt phát hành vẫn chưa hoàn tất và chúng tôi sẽ cập nhật tác động vào định giá sau khi giao dịch hoàn thành.

Về phương pháp định giá, HSC lưu ý thêm như sau:

Kết luận và phương pháp định giá

- HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để tính toán giá trị của các dự án đang được phát triển, phù hợp với thông tin công bố 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.
- HSC giữ nguyên giả định WACC ở mức 13,6%, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, beta 1,2 (theo Bloomberg) và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10,25%. Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh này bao gồm phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,75% cộng thêm 1,5% phần bù phụ trội áp dụng riêng cho ngành BĐS nhằm phản ánh đặc thù huy động vốn của ngành này tại Việt Nam.
- HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 40%. Mặc dù mức này lớn hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân 3 năm của NVL là 31,8% nhưng HSC cho rằng đây là mức hợp lý do (1) dư nợ của Công ty vẫn ở mức cao và (2) còn nhiều bất định về tỷ lệ hấp thụ tại các dự án BĐS nghỉ dưỡng trong danh mục phát triển.

Bảng 4: Định giá SOTP, NVL

Tỷ đồng	Định giá lại bởi HSC	Phương pháp
RNAV của dự án	137,607	DCF
Tài sản khác	37,207	BV
Các khoản nợ khác	(55,045)	BV
Tổng tài sản	119,770	
Nợ thuần	(61,690)	
NAV	58,079	
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,402	
RNAV/cp (đồng)	24,179	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV	40.0%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	15,000	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: 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	20.0%	30.0%	40.0%	50.0%	60.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	19,000	17,000	15,000	12,000	10,000
Tiềm năng tăng/giảm	48.4%	32.8%	17.2%	-6.3%	-21.9%

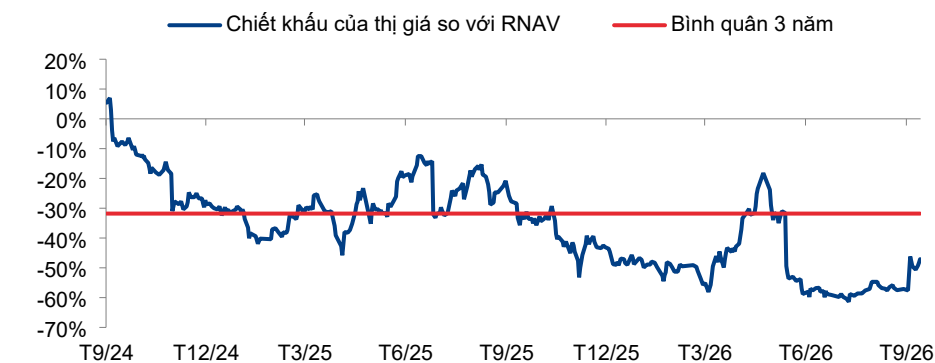
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua (và 3,8% trong 3 tháng qua), NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,1% so với ước tính RNAV/cp, lớn hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 31,8%. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng lần lượt là 11 lần cho năm 2026, 12,5 lần cho năm 2027, 5,6 lần cho năm 2028 và P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 11,4 lần.

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV/cp, NVL

NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 47,1% so với ước tính RNAV/cp, lớn hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 31,8%.



Nguồn: HSC ước tính

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	10,144	14,279	20,102
Lợi nhuận gộp	83.6	4,425	4,661	6,027	10,331
Chi phí BH&QL	(1,984)	(1,901)	(2,284)	(2,418)	(2,594)
Thu nhập khác	406	2,174	0	0	0
Chi phí khác	(2,285)	(1,209)	0	0	0
EBIT	(3,780)	3,490	2,377	3,609	7,737
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)	1,833	366	549
LN TT	(2,556)	3,027	3,993	3,759	8,101
Chi phí thuế TNDN	(1,839)	(1,166)	(799)	(752)	(1,620)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2,060)	(118)	(380)	(556)	(1,055)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	(6,455)	1,744	2,815	2,452	5,426
Lợi nhuận thuần ĐC	(6,449)	1,722	2,793	2,429	5,403
EBITDA ĐC	(2,220)	4,511	2,417	3,649	7,775
EPS (đồng)	(3,310)	781	1,172	1,021	2,259
EPS ĐC (đồng)	(3,307)	771	1,163	1,011	2,249
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,950	2,232	2,402	2,402	2,402
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,950	2,232	2,402	2,402	2,402
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,950	2,232	2,402	2,402	2,402

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	8,328	8,045	10,160
Đầu tư ngắn hạn	31.3	53.8	53.8	53.8	53.8
Phải thu khách hàng	54,813	46,998	42,193	44,069	46,451
Hàng tồn kho	146,607	153,324	162,180	171,677	185,081
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	214,714	225,693	243,495
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	252,552	259,135	276,508
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	92,831	103,365	119,652
Nợ dài hạn	24,588	35,673	38,354	29,812	22,674
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	14,632	15,847	15,847	17,432	19,175
Nợ dài hạn khác	44,045	43,498	43,348	43,348	43,348
Tổng nợ dài hạn	83,265	95,018	97,549	90,591	85,197
Tổng nợ phải trả	190,487	191,015	190,380	193,956	204,849
Vốn chủ sở hữu	37,834	45,339	48,238	50,690	56,115
Lợi ích cổ đông thiểu số	9,457	13,554	13,933	14,489	15,545
Tổng vốn chủ sở hữu	47,291	58,893	62,172	65,179	71,660
Tổng nợ phải trả và VCSH	237,778	249,908	252,552	259,135	276,508
BVPS (đ)	19,401	20,313	20,082	21,103	23,361
Nợ thuần/(tiền mặt)	56,958	62,995	61,744	59,729	59,422

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	(3,780)	3,490	2,377	3,609	7,737
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)	(799)	(752)	(1,620)
Thay đổi vốn lưu động	(3,518)	(6,037)	(7,380)	(5,512)	(6,718)
Khác	1,904	(3,328)	1,968	490	664
LCT thuần từ HKKD	(5,971)	(6,145)	(4,010)	(2,341)	(84.2)
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	83.9	0	0
Tăng/giảm nợ	2,957	5,229	2,682	(2,298)	1,808
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,956	5,667	2,766	(2,298)	1,808
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,413	4,608	4,395	8,328	8,045
LCT thuần trong kỳ	1,195	(212)	3,933	(283)	2,115
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	(0.00)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,608	4,395	8,328	8,045	10,160
Dòng tiền tự do	(5,977)	(6,169)	1,389	1,993	285

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	45.9	42.2	51.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(24.5)	64.8	23.8	25.6	38.7
Tỷ suất LNT (%)	(71.1)	25.0	27.8	17.2	27.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	(72.0)	38.5	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	90.7	(23.2)	45.6	40.8	40.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(246)	303	(46.4)	51.0	113
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(952)	127	62.2	(13.0)	122
Tăng trưởng EPS (%)	(1,166)	124	50.0	(12.9)	121
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(952)	123	50.7	(13.0)	122
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(17.0)	4.19	6.02	4.96	10.2
ROACE (%)	(2.65)	2.45	1.52	2.29	4.95
Vòng quay tài sản (lần)	0.04	0.03	0.04	0.06	0.08
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.58	(1.76)	(1.69)	(0.65)	(0.01)
Số ngày tồn kho	5,952	22,028	10,796	7,594	6,914
Số ngày phải thu	2,226	6,752	2,809	1,949	1,735
Số ngày phải trả	344	1,159	550	361	307
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	201	184	170	169	165
Nợ/tài sản (%)	33.8	35.1	35.7	36.1	37.1
EBIT/lãi vay (lần)	(13.0)	23.5	9.94	15.2	37.4
Nợ/EBITDA (lần)	(36.1)	19.4	37.0	25.5	13.2
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.94	2.15	2.31	2.18	2.04
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	9.03	13.1	9.12	6.34	4.49
EV/EBITDA ĐC (lần)	(36.9)	20.3	38.3	24.8	11.6
P/E (lần)	N/a	16.4	10.9	12.5	5.67
P/E ĐC (lần)	N/a	16.6	11.0	12.7	5.69
P/B (lần)	0.66	0.63	0.64	0.61	0.55
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) 2026.

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