MIRAE ASSET
Securities

Equity Research
05/02/2026

HDC · Bất động sản

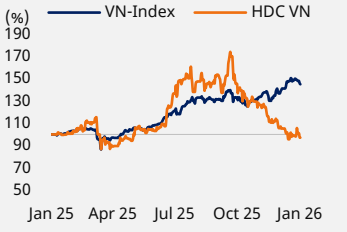
CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu

Đóng góp tích cực từ hoạt động thoái vốn

(Cập nhật)	**Mua**
Giá mục tiêu (VND)	▼ **26,850**
Thị giá (05/02/2026, VND)	22,050
Lợi nhuận kỳ vọng	21.8%

Lợi nhuận HĐKD (26F, tỷ đồng)	223
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (26F, %)	-52.7%
Kỳ vọng thị trường (26F, %)	-
P/E (26F, x)	15.4
P/E thị trường (x)	14.8
VNIndex	1,791
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,435
SLCP đang lưu hành (triệu)	200
% tự do chuyển nhượng (%)	80.5
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	1.6
Beta (12T)	1.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,482
Cao nhất 52 tuần (VND)	37,768

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-8.1	-28.2	-2.8
Tương đối	-14.7	-50.5	-48.6



CTCP Chứng Khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên
nguyen.nhb@miraeasset.com.vn

Cập nhập kết quả kinh doanh

HDC ghi nhận doanh thu Q4/2025 đạt 175 tỷ đồng (+175% sv Q3, -6% CK), trong đó doanh thu bất động sản chiếm 40% (77 tỷ đồng, +8.2 lần sv Q3, -23% CK). Biên lợi nhuận gộp BĐS ước tính 74%, phản ánh việc ghi nhận một số sản phẩm có biên lợi nhuận cao tại dự án Biệt thự Ngọc Tước 2. Lợi nhuận ròng đạt 30 tỷ đồng, cải thiện so với mức gần hòa vốn trong Q4/2024 nhưng giảm 94% sv Q3. Lợi nhuận trong quý đóng chính từ việc ghi nhận 86 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế từ thương vụ thoái vốn dự án Đại Dương. Cho cả năm 2025, LNST tăng gấp 10 lần CK lên 639 tỷ đồng, phần lớn đến từ 852 tỷ đồng LN trước thuế từ thoái vốn dự án Đại Dương, được ghi nhận trong Q2–Q4.

Trong bối cảnh hoạt động bán hàng BĐS thấp điểm, dòng tiền HĐKD giảm xuống mức thấp nhất nhiều năm, đạt mức âm 1,016 tỷ đồng do gia tăng chi phí đầu tư dự án. Chi phí xây dựng dở dang tăng 869 tỷ đồng, tập trung vào các dự án chỉ mới giai đoạn đầu đầu tư như Phước Thắng (chiếm 23%) và Long Điền (36%).

Về bản cân đối, tổng nợ tăng lên 2,201 tỷ đồng (+38% CK). Trong FY25, HDC tái cơ cấu nợ thông qua phát hành 1,000 tỷ đồng trái phiếu trong đó 500 tỷ là trái phiếu chuyển đổi. Chi phí vốn bình quân cả năm tăng 87bps CK lên 4.24%, với nợ ngắn hạn chiếm 44% tổng nợ.

Triển vọng và dự phóng

HDC công bố kế hoạch LNST 2026 đạt 486 tỷ đồng (-24% CK), dựa trên ghi nhận lợi nhuận từ chuyển nhượng Chung cư Thống Nhất, phần chưa ghi nhận còn lại tại dự án Đại Dương cũng như ghi nhận lợi nhuận từ triển khai các dự án The Light City, Biệt thự Ngọc Tước, Tây 3/2 và Ecotown Phú Mỹ.

Mặc dù tiến độ bán hàng/bàn giao dự án chậm trong 2 năm trở lại đây, bốn dự án trên đã được cấp phép xây dựng và xu hướng giá bất động sản BR-VT đã sôi động trở lại, có thể hỗ trợ phần nào cho các đợt mở bán tiếp theo. Về tiến độ, chung cư nhà ở xã hội Ecotown Phú Mỹ đã cất nóc vào cuối tháng 12/2025, trong khi giai đoạn bán tiếp theo của The Light City được triển khai trong Q4/2025. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng doanh thu FY26 đạt 568 tỷ đồng (+24% CK) và LNST đạt 283 tỷ đồng (-56% CK).

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị mua nhưng giảm giá mục tiêu xuống 26,850 đồng/cp theo phương pháp NAV với tỷ suất chiết khấu 30%.

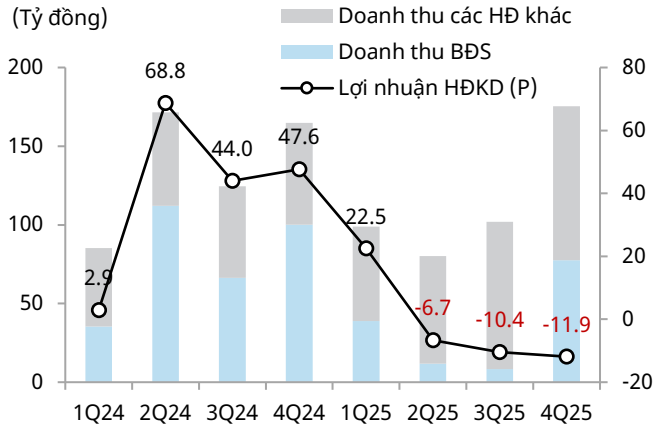
Rủi ro: (1) tiến độ mở bán; (2) nhu cầu thị trường có thể chịu áp lực nhất định trong bối cảnh điều kiện thanh khoản không còn thuận lợi như trước; (3) rủi ro pha loãng khi các trái phiếu thực hiện chuyển đổi.

FY (31/12)	12/31/2024	12/31/2025	12/31/2026F	12/31/2027F	12/31/2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	546	456	568	1,476	3,455
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	163	-6	223	762	1,788
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	29.9	-1.4	39.2	51.6	51.7
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	61	599	283	544	1,411
EPS (VND)	341	2,998	1,418	2,477	5,651
ROE (%)	2.9	23.0	9.2	15.2	29.3
P/E (x)	64.2	7.3	15.4	8.8	3.9
P/B (x)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.0
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

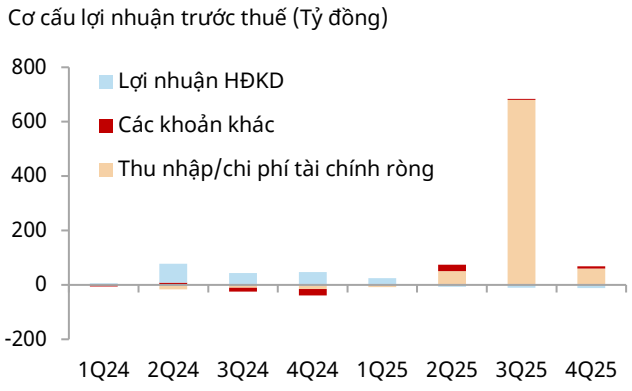
Ghi chú: lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ
Nguồn: dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research ước tính

Please see analyst certifications and important disclosures & disclaimers in Appendix 1 at the end of the report.

Hình 1. Lợi nhuận hoạt động ghi nhận lỗ 3 quý liên tiếp do doanh thu từ bàn giao bất động sản giảm

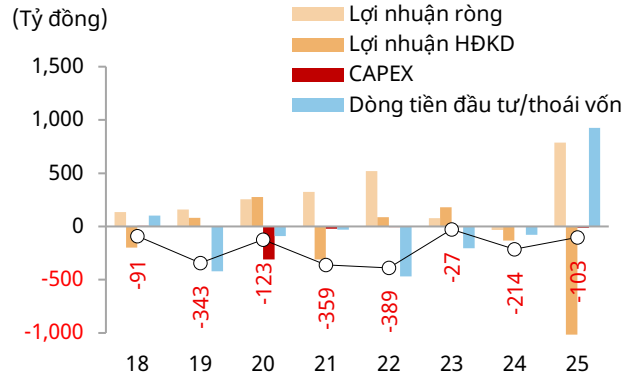


Hình 2. Lợi nhuận tổng thể vẫn duy trì tích cực từ khoản lãi tài chính từ chuyển nhượng dự án Đại Dương trong Q2-Q4

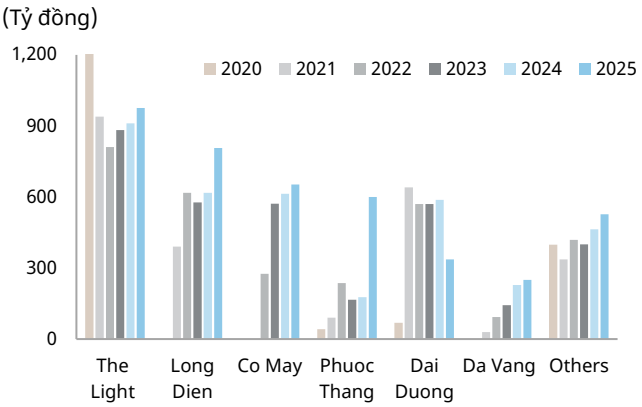


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Hình 3. Được hỗ trợ bởi dòng tiền từ thoái vốn dự án, dòng tiền tự do vẫn duy trì âm ở mức cao

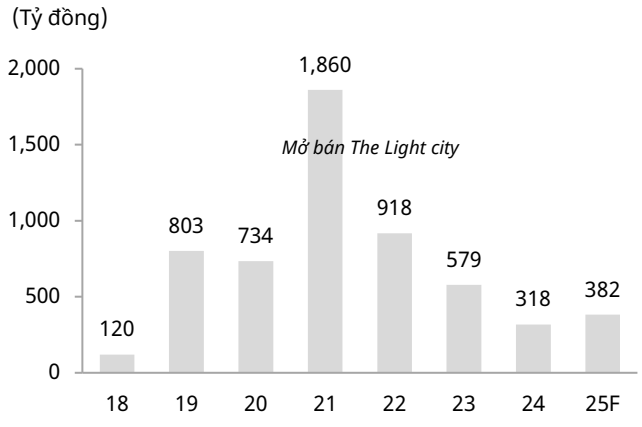


Hình 4. Chủ yếu do nhu cầu đầu tư cao tại các dự án có tiến độ triển khai chậm như Long Điền và Phước Thắng

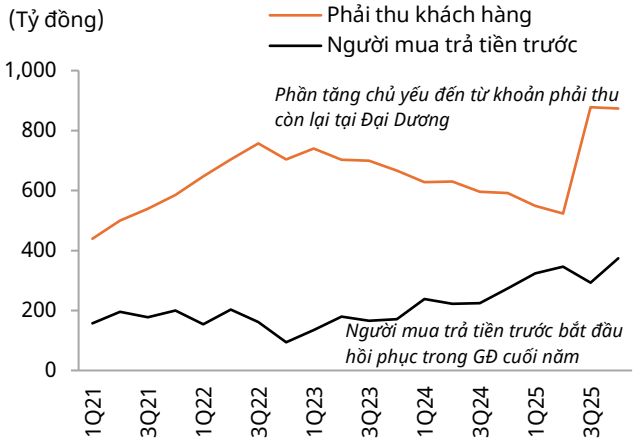


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 5. Sau giai đoạn mở bán The Light City vào 2021, presales các năm qua tương đối thấp do không có dự án mới



Hình 6. Hoạt động mở bán đợt kế tiếp của The Light City GĐ1 được khởi động vào Q4/2025



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Luận điểm đầu tư

Thị trường bất động sản Bà Rịa – Vũng Tàu đang xuất hiện những tín hiệu cải thiện ban đầu

Trước đây, quỹ dự án lớn của HDC thường bị nhìn nhận là bất lợi do tiến độ triển khai chậm. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường xuất hiện một số tín hiệu ổn định hơn, quỹ dự án này có thể được xem như nguồn dư địa tăng trưởng đối với định giá của HDC, trong dài hạn, mặc dù ngắn hạn vẫn phụ phuộc vào tốc độ triển khai của doanh nghiệp.

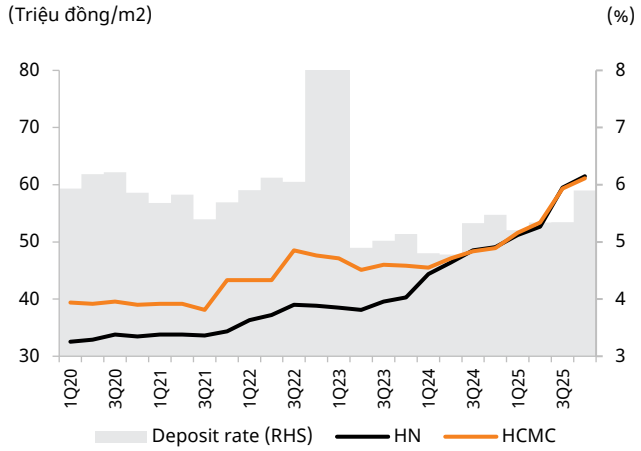
Đầu tiên, HDC vẫn sở hữu quỹ đất đủ lớn để duy trì doanh số bán hàng (presales) ở mức cao hơn so với các năm trở lại đây, nếu tiến độ triển khai cải thiện. Trên tổng 443ha quỹ đất (14 dự án), chúng tôi ước tính khoảng 345 nghìn m² diện tích thương phẩm có thể từng bước đưa vào khai thác trong giai đoạn 2026–2030, dựa trên kế hoạch của doanh nghiệp và đánh giá sơ bộ về tình trạng pháp lý (hình 7). **Thứ hai**, mặt bằng giá bất động sản trong năm 2025 nhìn chung vẫn duy trì tích cực, tương đương năm 2024, thể hiện qua giá thứ cấp của các sản phẩm HDC đã mở bán tại một số dự án (hình 9-11). Việc triển khai chậm trong các năm trước khiến một phần lớn quỹ đất chưa được thương mại hóa và vẫn ghi nhận theo giá vốn thấp, qua đó có thể hỗ trợ định giá RNAV khi các dự án bắt đầu mở bán trong 2026. **Cuối cùng**, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu dự kiến bắt đầu hoạt động và trước Tết âm lịch 2026, và sẽ giúp rút ngắn thời gian di chuyển từ TP.HCM đến Vũng Tàu xuống khoảng 70 phút so với khoảng 2,5 giờ hiện nay. So với Long An hay Bình Dương, BR-VT có thêm lợi thế về vị trí ven biển và nền du lịch sẵn có, có thể giúp nhu cầu nhà ở ổn định hơn trong trung hạn.

Hình 7. Danh mục dự án và tiến độ pháp lý

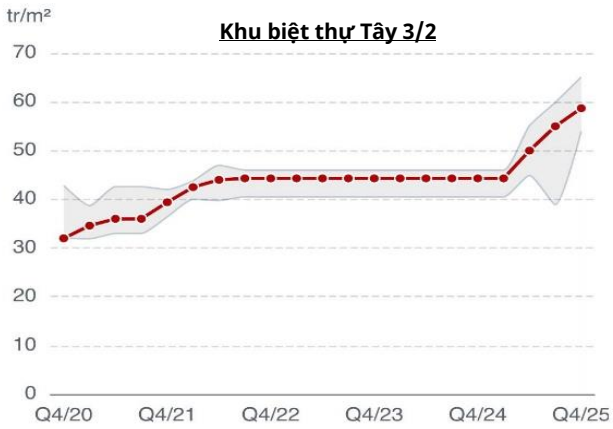
Dự án	Diện tích (ha)	Vị trí	Tiến độ pháp lý		
			QH 1/500	Thanh toán tiền SD đất	Giấy phép xây dựng
The Light City GĐ1	27.2	Vũng Tàu	✓	2/3	✓
Khu biệt thự Tây 3/2	6.3	Vũng Tàu	✓	✓	✓
Biệt thự đồi Ngọc Tước 2	15.1	Vũng Tàu	✓	✓	✓
Ecotown Phú Mỹ	6.3	Tân Thành, BR-VT	✓	✓	✓
Hodeco Phú Mỹ	1.8	Phú Mỹ, BR-VT	✓	✓	✗
Hodeco Seavillage	3.2	Vũng Tàu	✓	✓	✗
The Light City GĐ2	21.8	Vũng Tàu	✗	✗	✗
Phước Thắng	54	Vũng Tàu	✓	✗	✗
Resort Biển Đá Vàng	8.6	Bình Thuận	✗	✗	✗
Long Điền	40.8	Long Điền, BR-VT	✗	✗	✗
Đồi Cỏ May	28	Vũng Tàu	✗	✗	✗
Vũng Tàu Wonderland	234	Vũng Tàu	✗	✗	✗
Bãi Nhát	44	Côn Đảo, BR-VT	✗	✗	✗

Ghi chú: Vị trí thể hiện địa giới hành chính trước thời điểm sáp nhập
Nguồn: Mirae Asset Research tổng hợp và ước tính

Hình 8. Giá chung cư tại Hà Nội và TP. HCM



Hình 9. Diễn biến giá thứ cấp tại dự án Khu biệt thự Tây 3/2



Nguồn: CBRE, Batdongsan.com, Mirae Asset Research

Hình 10. Giá thứ cấp tại dự án Biệt thự đồi Ngọc Tước 2

Hình 11. Diễn biến giá thứ cấp tại dự án The Light City

Nguồn: Batdongsan.com, Mirae Asset Research

Hình 12. Danh mục dự án của HDC

Dự án	Vị trí*	Tổng diện tích	Ước tính DT thương phẩm thấp tầng	Ước tính DT thương phẩm cao tầng	Ước tính doanh số bán hàng còn lại
		ha	k m2	k m2	Tỷ đồng
The Light City GĐ1	Vũng Tàu	27.2	57	24	3.9
Ecotown Phú Mỹ	Tân Thành, BRVT	6.3	32	60	1.2
Biệt thự đồi Ngọc Tước 2	Vũng Tàu	15.1	44	-	4.5
Khu biệt thự Tây 3/2	Vũng Tàu	6.3	9	-	0.5
Long Điền	Long Điền, BRVT	40.8	234	-	7.5
Hodeco Seavillage	Vũng Tàu	3.2	11	-	1.1
The Light City GĐ 2	Vũng Tàu	21.8	127	-	7.8
HODECO Phú Mỹ	Phú Mỹ, BRVT	1.8	-	21	0.4
Phước Thắng	Vũng Tàu	54.0	324	-	16.0
Đồi Cỏ May	Vũng Tàu	28.0	117	-	5.4
Biển Đá Vàng Resort	Bình Thuận	8.6	54	-	1.8
Vũng Tàu Wonderland	Vũng Tàu	234.0	819	-	30.1
Tổng cộng		**442.4**	**1,795**	**106**	80.0
Dự kiến mở bán trong 2026-30		54.9	142	84	10.1

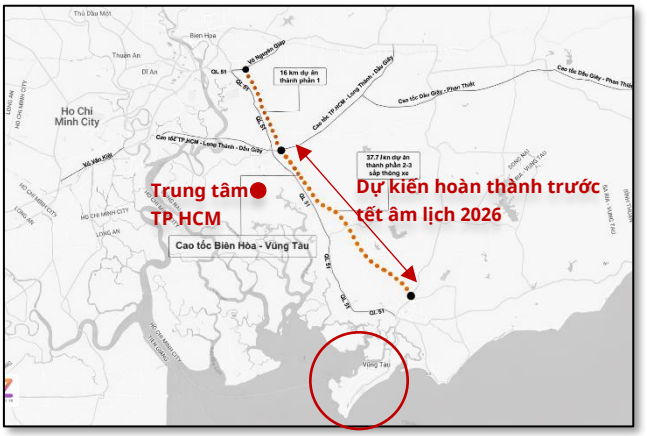
Ghi chú: Vị trí dự án được xác định theo địa giới hành chính cấp tỉnh trước thời điểm sáp nhập, Diện tích thương phẩm là ước tính diện tích còn lại để bán
Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

Hình 13. So với khu vực vệ tinh Tp HCM, nguồn cung bất động sản tại BR-VT tương đối thấp hơn

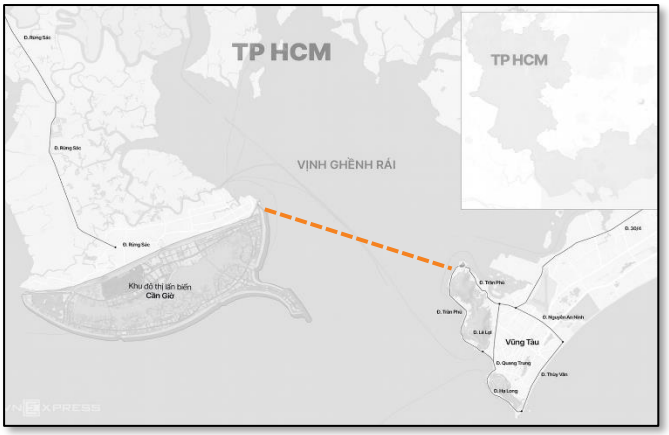
Hình 14. HDC sở hữu phần lớn quỹ đất tại khu vực này, tập trung tại TP. Vũng Tàu

Nguồn: CBRE, Mirae Asset research

Hình 15. Cao tốc Vũng Tàu – Biên Hòa tuyến kết nối với TP.HCM dự kiến thông xe trước tết âm lịch 2026



Hình 16. Cầu vượt biển Vũng Tàu – Cần Giờ dự kiến khởi công vào tháng 6/2026



Nguồn: Truyền thông đại chúng

Tuy vậy, HDC vẫn còn một số thách thức trong việc triển khai dự án

Chi phí phát triển dự án dự kiến gia tăng...

Chi phí tài chính vẫn là điểm then chốt đối với việc hiện thực hóa gia tăng NAV trong ngắn hạn từ các yếu tố tích cực nêu trên. Đối với bốn dự án trọng điểm trong ngắn hạn, doanh nghiệp đã đi qua giai đoạn sử dụng vốn lớn nhất, với tiền sử dụng đất đã được nộp cho các phần diện tích được cấp phép xây dựng. Tuy nhiên, một số khu đất vẫn chưa hoàn tất giải phóng mặt bằng, và sẽ cần chi phí bổ sung cho GPMB và tiền sử dụng đất để có thể tiếp tục triển khai. Dưới đây là cập nhật tiến độ các dự án chính:

The Light city: Dự án mở bán từ năm 2021 và ghi nhận kết quả bán hàng ban đầu tích cực. Năm 2023, HDC được phê duyệt mở bán giai đoạn hai với 199 căn nhà phố và biệt thự. Tuy nhiên, hoạt động bán mới tương đối trầm lắng trong giai đoạn 2023–2024. Dù bối cảnh thị trường cải thiện trong năm 2025, việc mở bán chỉ được nối lại từ 4Q25, với mức giá mới khoảng 50 triệu đồng/m² (+20% so với đợt mở bán năm 2021). Tính đến tháng 11/2025, còn khoảng 38,6 nghìn m² (14% diện tích dự án) chưa giải phóng mặt bằng. Các cơ chế giải phóng mặt bằng mới (GPMB), theo Nghị quyết 254/2025/QH15 có hiệu lực từ 1/1/2026, được kỳ vọng hỗ trợ đẩy nhanh tiến độ.

Biệt thự đồi Ngọc Tước 2: Đây là dự án có giá bán cao nhất trong danh mục, với giá thứ cấp hiện khoảng 125 triệu đồng/m². Đối với các phần đã hoàn tất tiền sử dụng đất, biên lợi nhuận gộp ghi nhận trong quá khứ đạt tới 70%. Tiến độ GPMB/thanh toán tiền sử dụng đất ước đạt

60%/50%. Phần diện tích thương phẩm chưa bán ước tính còn lại khoảng 70%.

Khu nhà ở phía Tây 3/2: Dự án gồm 185 căn thấp tầng, với khoảng 70% diện tích đã được bán. Hoạt động bán tiếp theo có thể bị chậm lại do còn khoảng 12% diện tích dự án chưa hoàn tất GPMB. Tương tự The Light City, các cơ chế GPMB mới được kỳ vọng giúp cải thiện tiến độ. Dự án đã nộp tiền sử dụng đất và được cấp phép xây dựng cho phần diện tích đã giải phóng.

Ecotown Phú Mỹ. Dự án nhà ở xã hội gồm 319 căn thấp tầng (đã bàn giao trước năm 2023) và 870 căn chung cư nhà ở xã hội. Tiến độ phần chung cư đã cất nóc vào cuối năm 2025.

Phước Thắng. HDC đang đẩy nhanh quá trình đầu tư tại dự án này trong các năm gần đây, giá trị sổ sách của dự án ước tính tăng lên 600 tỷ đồng vào Q4/2025 từ mức 177 tỷ đồng đầu năm. Đầu năm 2024, dự án được UBND tỉnh chấp thuận triển khai theo hình thức nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất.

Long Điền: Đầu tháng 12/2025, dự án được phê duyệt tham gia cơ chế thí điểm phát triển nhà ở thương mại theo Nghị quyết 171/2024/QH15 của Quốc hội (ban hành 30/11/2024). Nghị quyết cho phép triển khai dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận nhận quyền sử dụng đất đối với đất nông nghiệp, đất thương mại – dịch vụ hoặc đất phi nông nghiệp không phải đất ở.

...Kéo theo nhu cầu vốn cao trong thời gian tới

Do các dự án The Light City, Tây 3/2 và Ngọc Tước 2 vẫn đang trong quá trình giải phóng mặt bằng, nhu cầu vốn trong ngắn hạn của HDC tiếp tục ở mức cao. Doanh nghiệp đã chủ động thu xếp nguồn vốn, bao gồm phát hành 1.000 tỷ đồng trái phiếu trong năm 2025, đồng thời bổ sung thanh khoản thông qua thoái vốn tại Đại Dương trong 2025 và Thống Nhất trong 2026.Tại thời điểm cuối tháng 12/2025, tổng nợ đạt 17,7 nghìn tỷ đồng (+7% YoY), tương ứng tỷ lệ đòn bẩy ròng 0,57x, cải thiện so với mức 0,7x trong 2024.

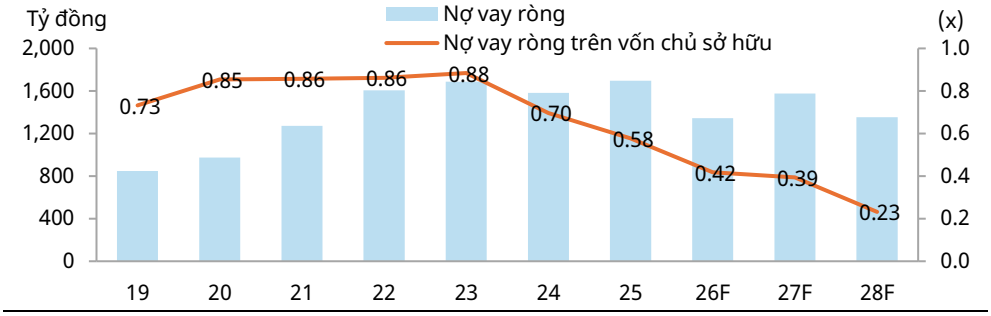
Giả định doanh nghiệp sẽ thu được dòng tiền từ việc mở bán các sản phẩm còn lại từ Ngọc Tước 2 và The Light City, kết hợp với nguồn tiền từ thoái vốn, chúng tôi kỳ vọng dư nợ sẽ ổn định trong năm 2026. Sau đó, đòn bẩy có thể tăng trở lại theo tiến độ triển khai dự án. Tuy nhiên, mức đòn bẩy nợ trên vốn chủ nhiều khả năng duy trì trong vùng 0,4–0,6x, khi các trái phiếu chuyển đổi phát hành trong 2025 sẽ chuyển đổi sang vốn chủ sở hữu.

Hình 17. Các sự kiện tài chính đáng chú ý của HDC trong năm 2025 chủ yếu xoay quanh hoạt động thoái vốn tài sản và phát hành trái phiếu

Hạng mục	Giá trị	Mục đích	Ghi chú
Thoái vốn dự án Đại Dương	1.143	Cơ cấu danh mục dự án	Còn khoảng 291 tỷ đồng dự kiến thu trong 2026
Thoái vốn dự án Thống Nhất	180	Cơ cấu danh mục dự án	Đã nhận 80 tỷ đồng trong 2025
Phát hành trái phiếu riêng lẻ #1	200	Cơ cấu nợ	Không chuyển đổi; kỳ hạn 3 năm; lãi suất 11% năm đầu, sau đó thả nổi
Phát hành trái phiếu riêng lẻ #2	300	Đầu tư dự án Phước Thắng	Không chuyển đổi; kỳ hạn 3 năm; lãi suất 10.5% năm đầu, sau đó thả nổi
Phát hành trái phiếu riêng lẻ #3	500	Cơ cấu nợ	Trái phiếu chuyển đổi; tỷ lệ chuyển đổi 1:10; chuyển đổi bắt buộc 40% lượng trái phiếu năm đầu và 60% vào năm 2

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Hình 18. Xu hướng nợ vay



Nguồn: HDC, Mirae Asset Research

Dự phóng và định giá

Dự phóng kết quả kinh doanh

Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận cốt lõi từ bất động sản sẽ phục hồi từ mức thấp trong năm 2025, nhờ hoạt động bán hàng cải thiện đến từ dự án Ecohomes, phân khu mở bán của The Light và phần đóng góp trọng yếu của Ngọc Tước 2. Doanh thu bất động sản được dự báo đạt 330 tỷ đồng, tăng 1,4 lần so với cùng kỳ, qua đó đưa tổng doanh thu lên 568 tỷ đồng (+24,6% CK). Lợi nhuận hoạt động dự kiến đạt 223 tỷ đồng, so với lỗ 6 tỷ đồng năm 2025.

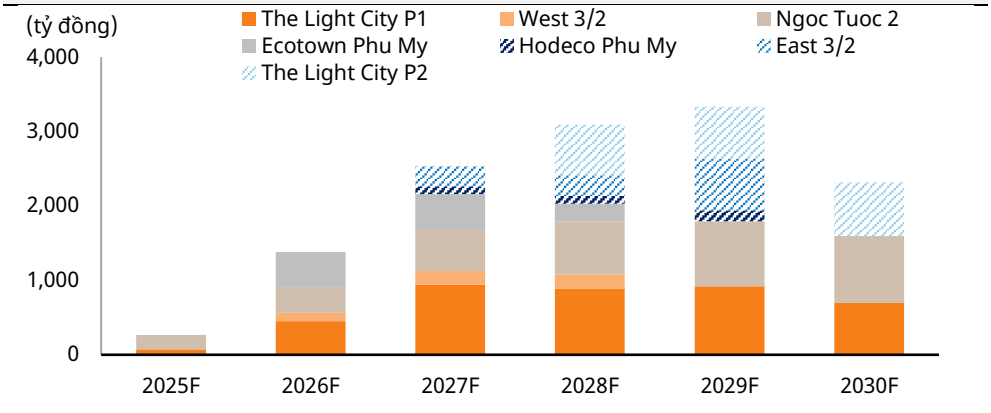
Sau khi phần lớn lợi nhuận từ thoái vốn dự án Đại Dương đã được ghi nhận trong năm 2025, dự kiến thu nhập tài chính sẽ giảm về mức hơn trong 2026, ước đạt 272 tỷ đồng (-69% YoY), nhưng vẫn chiếm khoảng 77% lợi nhuận trước thuế. Theo đó, LNST được dự phóng đạt 283 tỷ đồng, giảm 56% so với cùng kỳ.

Hình 19. Dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2026-2027

(tỷ đồng)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Doanh thu thuần	**85**	**172**	**125**	**165**	**99**	**80**	**102**	**175**	**546**	**456**	**568**	**1,476**	**3,455**
Bất động sản	35	112	66	100	39	12	8	77	314	137	330	1,232	3,204
Các mảng khác	50	59	58	65	60	68	94	98	232	320	238	245	251
Giá vốn hàng bán	**-71**	**-87**	**-67**	**-101**	**-62**	**-70**	**-85**	**-143**	**-326**	**-360**	**-269**	**-565**	**-1,371**
Lợi nhuận gộp	**15**	**84**	**57**	**64**	**36**	**11**	**17**	**32**	**220**	**97**	**298**	**911**	**2,084**
Bất động sản	10	79	51	58	30	4	3	20	198	56	215	826	1,996
Chi phí BH&QLDN	-12	-16	-13	-16	-14	-17	-28	-44	-57	-103	-76	-150	-296
Lợi nhuận HĐ	**3**	**69**	**44**	**48**	**22**	**-7**	**-10**	**-12**	**163**	**-6**	**223**	**762**	**1,788**
Lợi nhuận ngoài HĐ	**-3**	**-7**	**-25**	**-39**	**-6**	**74**	**683**	**68**	**-74**	**820**	**131**	**-81**	**-25**
Chi phí tài chính & lãi vay	-9	-23	-14	-15	-12	-21	-20	-30	-60	-83	-140	-135	-79
Thu nhập tài chính	12	7	3	0	3	72	700	90	22	865	272	54	54
Lợi nhuận liên doanh	-5	9	1	0	3	23	6	9	5	40	0	0	0
Thu nhập/chi phí khác	0	0	-15	-25	0	1	-2	-1	-40	-3	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**0**	**62**	**19**	**9**	**17**	**68**	**673**	**56**	**90**	**813**	**354**	**680**	**1,763**
Thuế TNDN	1	-11	-6	-7	-3	-10	-134	-25	-23	-172	-71	-136	-353
Lợi nhuận sau thuế	**1**	**50**	**13**	**2**	**14**	**58**	**539**	**31**	**67**	**641**	**283**	**544**	**1,410**
LN cổ đông cty mẹ	1	50	13	1	14	58	538	30	66	639	283	544	1,410
LN cổ đông thiểu số	0	0	0	1	0	0	1	1	1	2	0	0	0
Biên LN gộp (%)	*17.2*	*49.2*	*46.0*	*38.8*	*36.9*	*13.3*	*16.9*	*18.4*	*40.3*	*21.2*	*52.6*	*61.7*	*60.3*
Biên gộp mảng BĐS (%)	*28.6*	*70.7*	*76.7*	*57.7*	*75.8*	*31.1*	*30.7*	*26.0*	*63.1*	*40.9*	*65.3*	*67.0*	*62.3*
Biên LNHĐ (%)	*3.4*	*40.1*	*35.3*	*28.9*	*22.7*	*-8.3*	*-10.2*	*-6.8*	*29.9*	*-1.4*	*39.2*	*51.6*	*51.7*
Biên LN trước thuế (%)	*0.1*	*35.9*	*15.5*	*5.2*	*16.7*	*84.4*	*659.8*	*32.0*	*16.4*	*178.2*	*62.3*	*46.1*	*51.0*
Biên LN ròng (%)	*1.5*	*29.3*	*10.5*	*0.8*	*13.7*	*72.1*	*527.3*	*17.0*	*12.1*	*140.0*	*49.9*	*36.9*	*40.8*

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research ước tính

Hình 20. Dự báo doanh số bán hàng



Nguồn: Mirae Asset Research estimates

Định giá

Sau nhịp điều chỉnh mạnh trong những tháng gần đây, cổ phiếu HDC hiện giao dịch quanh vùng thấp của dải định giá P/B lịch sử 5 năm. Ở mặt bằng hiện tại, định giá phần nào đã phản ánh giai đoạn presales trầm lắng cũng như khả năng hiển thị lợi nhuận còn hạn chế. Với P/B dự phóng quanh 1,3x, tiệm cận vùng đáy lịch sử, cổ phiếu có thể hưởng lợi nếu tiến độ triển khai dự án hoặc điều kiện thị trường cải thiện dần theo thời gian.

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu của HDC xuống 26.850 đồng/cp, phản ánh dư nợ vay cao hơn tại thời điểm cuối năm 2025. Mức giá mục tiêu này tương ứng mức sinh lợi kì vọng 21,8% so với giá đóng cửa ngày 05/02/2026, tương ứng với khuyến nghị mua.

Hình 21. Tóm tắt định giá

Dự án	Phương pháp	Tỷ đồng	% giá trị tài sản gộp
The Light City GĐ 1	NPV	1,550	16.5%
Biệt thự đồi Ngọc Tước 2	NPV	1,783	19.0%
Khoản phải thu từ Đại Dương	BV	291	3.1%
Khu biệt thự Tây 3/2	NPV	243	2.6%
Ecotown Phú Mỹ	NPV	286	3.1%
Các dự án khác	NPV	5,219	55.7%
Giá trị tài sản gộp		**9,371**	**100%**
(+) Tiền mặt	BV	499	
(-) Nợ vay	BV	-2,201	
Giá trị tài sản ròng		**7,669**	
Số lượng CP lưu hành*		200	
Giá trị mỗi cổ phần		**38,394**	
Chiết khấu		30.0%	
Giá mục tiêu (làm tròn)		**26,850**	
Giá đóng cửa (05/02/2026)		22,050	
Lợi nhuận kì vọng		*21.8%*	

Ghi chú: * Số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại chưa phản ánh tác động pha loãng từ các trái phiếu chuyển đổi khi thực hiện chuyển đổi

Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

Hình 22. Lịch sử định giá và kỳ vọng

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Vốn hóa (VNDbn)	913	3,812	1,812	3,198	3,990	4,474			
Giá CP (VND)	13,720	44,080	16,760	23,670	22,370	23,750	21,900		
P/B (cuối kì, x)	2.5	6.4	2	2.3	2	1.6	1.3	1.1	0.8
P/B (cao nhất, x)	2.5	7.3	6.5	2.8	2.7	1.9	1.4	1.2	0.9
P/B (thấp nhất, x)	0.9	2	1.7	1.6	1.8	1.6	1.3	1.1	0.8
P/B (trung bình, x)	1.3	4	3.6	2.2	2.2	1.8	1.3	1.1	0.8
Giá trị sổ sách (VND)	17,171	17,162	17,243	14,122	12,739	14,703	16,121	18,041	22,722
EPS (VND)	3,716	3,721	4,299	967	341	2,998	1,418	2,477	5,651
YoY (%)	*39.9*	*0.1*	*15.5*	*-77.5*	*-64.7*	*779.1*	*-52.7*	*74.7*	*128.1*
ROE (%)	20.2	21	22.6	6.9	2.9	23.0	9.2	15.2	29.3

Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

Rủi ro

Các rủi ro chính đối với luận điểm đầu tư gồm: (1) rủi ro triển khai; (2) tâm lý người mua và tốc độ hấp thụ có thể còn yếu trong ngắn hạn do điều kiện cho vay mua nhà kém thuận lợi hơn; và (3) Khả năng cận vốn ngân hàng có thể thấp hơn trước với lãi vay cao hơn; (3) rủi ro pha loãng khi các trái phiếu thực hiện chuyển đổi.

CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu (HDC)

Báo cáo tài chính (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**456**	**568**	**1,476**	**3,455**
Giá vốn hàng bán	**-360**	**-269**	**-565**	**-1,371**
Lợi nhuận gộp	**97**	**298**	**911**	**2,084**
Chi phí bán hàng & quản lý	**-103**	**-76**	**-150**	**-296**
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	**-6**	**223**	**762**	**1,788**
Lợi nhuận hoạt động	**773**	**354**	**680**	**1,764**
Lợi nhuận ngoài HĐKD	**780**	**131**	**-81**	**-24**
Thu nhập tài chính thuần	782	131	-81	-25
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	0	0	0	1
Lãi/lỗ khác	-3	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**773**	**354**	**680**	**1,764**
Thuế TNDN	-172	-71	-136	-353
Lợi nhuận sau thuế	**601**	**283**	**544**	**1,411**
LNST cổ đông công ty mẹ	**599**	**283**	**544**	**1,411**
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	0	0	0
EBITDA	10	241	780	1,812
Dòng tiền tự do	-103	349	-464	-202
Biên lợi nhuận gộp (%)	21.2	52.6	61.7	60.3
Biên EBITDA (%)	2.2	42.5	52.9	52.5
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	169.4	62.3	46.1	51.1
Biên lợi nhuận ròng (%)	131.7	49.9	36.9	40.9

Bản cân đối kế toán (tóm tắt)

	2025	2026F	2027F	2028F
Tài sản ngắn hạn	**3,154**	**2,845**	**4,554**	**6,148**
Tiền và các khoản tương đương tiền	499	96	338	593
Phải thu và các khoản phải thu khác	878	697	838	882
Hàng tồn kho	1,481	1,756	3,083	4,377
Tài sản ngắn hạn khác	296	296	296	296
Tài sản dài hạn	**2,930**	**2,923**	**2,916**	**3,504**
Tài sản cố định hữu hình	298	287	275	257
Xây dựng cơ bản dở dang	2,234	2,239	2,244	2,849
Bất động sản đầu tư	56	56	56	56
Tài sản dài hạn khác	640	628	616	598
Tổng tài sản	**6,084**	**5,769**	**7,471**	**9,651**
Nợ ngắn hạn	**1,918**	**1,778**	**1,859**	**2,308**
Phải trả người bán	598	778	1,139	1,404
Nợ vay ngắn hạn	977	684	313	449
Nợ ngắn hạn khác	344	316	407	455
Nợ dài hạn	**1,229**	**770**	**1,647**	**1,668**
Nợ vay dài hạn	1,224	765	1,642	1,663
Nợ dài hạn khác	5	5	5	5
Tổng nợ phải trả	**3,147**	**2,548**	**3,506**	**3,977**
Vốn chủ sở hữu	**2,937**	**3,220**	**3,965**	**5,675**
Vốn điều lệ	1,998	1,998	2,198	2,498
Lợi nhuận giữ lại	706	989	1,534	2,944
Thặng dư vốn và các khoản khác	186	186	186	186
Lợi ích cổ đông thiểu số	47	47	47	47

Báo cáo chuyển lưu tiền tệ (tóm tắt)

	2025	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền từ HĐ kinh doanh	**-1,016**	**356**	**-457**	**-195**
Lợi nhuận sau thuế	788	283	544	1,410
Các khoản điều chỉnh trước VĐL	-875	19	19	25
Khấu hao và khấu trừ	16	19	19	25
Khác	-892	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	-928	54	-1,021	-1,630
Thay đổi khoản phải thu	117	186	-140	-44
Thay đổi hàng tồn kho	-989	-279	-1,332	-1,899
Thay đổi khoản phải trả	-55	65	84	143
Các thay đổi Khác	-1	81	367	170
Các khoản mục khác	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	**902**	**-7**	**-7**	**-7**
Thay đổi chi phí xây dựng cơ bản	-12	-7	-7	-7
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-19	0	0	0
Thay đổi tài sản đầu tư dài hạn	925	0	0	0
Các khoản mục khác	9	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	**602**	**-751**	**706**	**457**
Nợ vay	603	-751	506	157
Vốn và các quỹ	-1	0	200	300
Cổ tức tiền mặt	-1	-1	0	0
Các khoản mục khác	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần	**489**	**-402**	**241**	**255**
Số dư đầu kì	10	499	96	338
Số dư cuối kì	499	96	338	593

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Định giá và các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

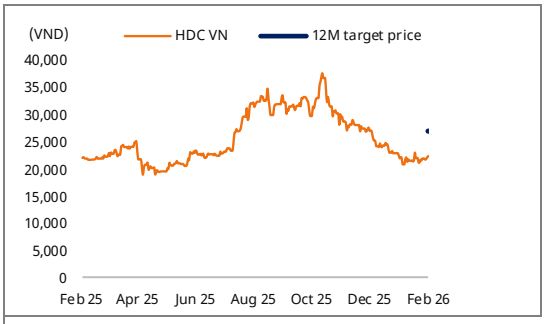
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	7.3	15.4	8.8	3.9
P/CF (x)	-42.5	12.5	-10.4	-27.1
P/B (x)	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	494.2	20.8	6.2	3.0
EPS (VND)	2,998	1,418	2,477	5,651
CFPS (VND)	-516	1,746	-2,113	-809
BPS (VND)	14,703	16,121	18,041	22,722
DPS (VND)	0	0	0	0
Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Cổ tức tiền mặt trên thị giá (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	-16.4	24.4	159.9	134.0
Tăng trưởng EBITDA (%)	-94.5	2332.6	223.6	132.2
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	-104.0	-3545.9	242.1	134.7
Tăng trưởng EPS (%)	779.1	-52.7	74.7	128.1
Vòng quay phải thu (x)	0.6	0.7	1.9	4.1
Vòng quay tồn kho (x)	0.3	0.2	0.2	0.4
Vòng quay phải trả (x)	1.4	1.8	2.4	3.7
ROE (%)	23.0	9.2	15.2	29.3
ROA (%)	10.9	4.8	8.2	16.5
ROIC (%)	-0.1	3.9	12.0	22.4
Nợ vay ròng trên vốn chủ (x)	57.9	42.0	40.8	26.8
Tiền mặt trên nợ ngắn hạn (%)	51.1	14.1	107.7	132.0
Chỉ số thanh khoản hiện hành (x)	1.6	1.6	2.4	2.7
Chỉ số thanh khoản nhanh (x)	0.7	0.4	0.6	0.6

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu	05/02/2025	Mua	26,850



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành	
Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.
Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.
Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.
MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)
One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.
Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.
41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Securities (USA) Inc.
810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.
555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM
Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil
Tel: 55-11-2789-2100

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia
Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia
Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.
6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC
7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC
#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd
2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Beijing Representative Office
2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Shanghai Representative Office
38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Ho Chi Minh Representative Office
7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited
Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road,
Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098
India

Tel: 91-22-62661336