



CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)

MUA +39,8%

Ngành	BDS
Ngày báo cáo	18/06/2026
Giá hiện tại	13.300 VND
Giá mục tiêu	18.600 VND
Giá mục tiêu gần nhất*	18.600 VND
TL tăng	+39,8%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+39,8%

* Đã điều chỉnh cho việc phát hành cổ phiếu thưởng (ngày GDKHQ 10/06/2026)

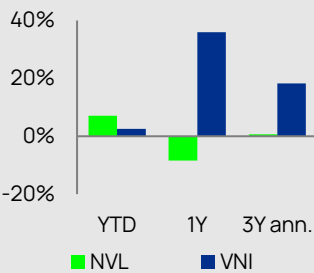
GT vốn hóa	31,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	14,1 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	276,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	2,4 tỷ

	NVL	VNI
P/E (trượt)	9,5x	14,9x
P/B (hiện tại)	0,7x	2,1x
ROE	7,3%	15,1%
ROA	1,3%	2,2%

Tổng quan Công ty

Novaland là một trong những chủ đầu tư BĐS lớn nhất tại Việt Nam, chủ yếu tập trung vào các dự án BĐS nhà ở và BĐS nghỉ dưỡng tại khu vực phía Nam. Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn trải dài từ khu vực trung tâm TP.HCM, Đồng Nai đến các vùng ven biển thuộc tỉnh Lâm Đồng (trước đây là Bình Thuận) và TP.HCM (trước đây là Bà Rịa - Vũng Tàu). NVL đã tiến hành tái cấu trúc hoạt động kinh doanh kể từ quý 4/2022.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên Cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.966	16.135	22.564	30.270
% YoY	-23,2%	131,6%	39,8%	34,1%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.524	3.072	4.130	5.644
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.744	1.486	2.390	3.631
% YoY	N.M.	-14,8%	60,9%	51,9%
EPS	N.M.	-23,3%	60,8%	51,9%
Doanh số bán BĐS (tỷ đồng)	2.500	11.400	31.300	39.500
Biên LN gộp	63,5%	37,9%	34,8%	33,9%
Biên LN từ HĐKD	36,2%	19,0%	18,3%	18,6%
Biên LN ròng	25,0%	9,2%	10,6%	12,0%
ROE	9,2%	6,6%	10,2%	14,8%
Nợ vay ròng/CSH	106,9%	115,3%	106,8%	96,4%
P/E	16,5x	21,5x	13,4x	8,8x
P/B	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x

Dự án Aqua City dự kiến dẫn dắt đà phục hồi mạnh mẽ của doanh số bán bất động sản

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với NVL, với giá mục tiêu giữ nguyên ở mức 18.600 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu của chúng tôi đến từ việc cập nhật mô hình định giá từ cuối năm 2026 sang giữa năm 2027, bù đắp cho giả định WACC cao hơn 0,2 điểm % và chi phí xây dựng dự kiến cao hơn.
- Chúng tôi dự báo LNST sau CĐTS năm 2026 đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (-15% YoY), được thúc đẩy bởi việc ghi nhận một giao dịch chuyển nhượng lô đất trong quý 1/2026 và sự gia tăng các hoạt động bàn giao bất động sản trong các quý còn lại của năm. Các đợt bàn giao bất động sản dự kiến của chúng tôi trong khoảng thời gian còn lại của năm 2026 bao gồm các sản phẩm đã bán tại Aqua City, Novaworld Phan Thiet, Novaworld Ho Tram và bắt đầu bàn giao dự án Victoria Village (phân khu cao tầng).
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST sau CĐTS năm 2026 thêm 270%, chủ yếu do tăng dự báo bàn giao tại Aqua City (chủ yếu do tiến độ bàn giao chậm hơn dự kiến của quý 4/2025 được dời sang năm 2026), cùng với việc đưa giao dịch chuyển nhượng lô đất trong quý 1/2026 vào mô hình dự báo.
- Chúng tôi duy trì dự báo doanh số bán bất động sản năm 2026 ở mức 11,4 nghìn tỷ đồng, cải thiện so với mặt bằng hoạt động trầm lắng trong giai đoạn 2023-2025, chủ yếu nhờ việc kỳ vọng mở bán lại Aqua City vào cuối năm 2026.
- Tại cuối quý 1/2026, tổng giá trị của các sản phẩm đã giới thiệu ra thị trường trong giai đoạn trước của NVL (backlog) đạt 227 nghìn tỷ đồng, trong đó một phần lớn vẫn cần phải thu tiền từ phía khách hàng. Aqua City chiếm 51% lượng backlog, tiếp theo là NovaWorld Phan Thiet (24%), NovaWorld Ho Tram (11%) và các dự án tại TP.HCM (14%). Chúng tôi kỳ vọng lượng backlog này sẽ dần chuyển hóa thành doanh thu và dòng tiền thu từ khách hàng từ năm 2026 đến năm 2029, được hỗ trợ bởi tiến độ xây dựng và bàn giao đang được triển khai.
- Rủi ro chính đối với quan điểm của chúng tôi: (1) Thời gian mở bán mới kéo dài hơn dự kiến, (2) rủi ro pha loãng từ các kế hoạch phát hành cổ phiếu, (3) cấu trúc sở hữu và lợi ích tại dự án có thể thay đổi trong quá trình tái cấu trúc.

Mở bán trở lại Aqua City sẽ là bước tiến quan trọng khẳng định triển vọng phục hồi của NVL:

Chúng tôi tiếp tục nhận thấy các yếu tố hỗ trợ củng cố cho kỳ vọng của chúng tôi về việc mở bán mới trở lại tại Aqua City trong nửa cuối năm 2026, bao gồm 1) các tiến triển về pháp lý (sổ hồng bắt đầu được bàn giao từ tháng 6/2026) và hoạt động xây dựng, 2) việc nâng cấp hạ tầng tại Đồng Nai (cụ thể là cầu Long Hưng, đường Hương Lộ 2, và việc mở rộng cao tốc TP.HCM-Long Thành-Dầu Giây) cùng với tiến độ Sân bay Quốc tế Long Thành, những yếu tố này sẽ góp phần cải thiện niềm tin của người mua nhà đối với đợt mở bán mới sắp tới và đẩy nhanh hoạt động bàn giao backlog. Chúng tôi dự phóng Aqua City sẽ đóng góp 58% tổng dự báo doanh số bán BĐS và 40% dự báo doanh thu của chúng tôi trong giai đoạn 2026-2028.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vốn trong tầm kiểm soát, nhờ được hỗ trợ bởi dòng tiền thu về tăng tốc và khả năng tiếp cận nguồn vốn vay được duy trì. Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH năm 2026/27 ở mức 115%/107%, do chúng tôi kỳ vọng nợ vay ròng sẽ tăng trong năm 2026 trước khi giảm từ năm 2027 khi dòng tiền thu về tăng tốc và quá trình giảm đòn bẩy bắt đầu. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng sự tiếp tục đồng hành của các chủ nợ sẽ hỗ trợ NVL trong việc thu xếp các nghĩa vụ nợ.

Triển vọng 2026: Ghi nhận chuyển nhượng lô đất trong quý 1 và hoạt động bàn giao BĐS tăng so với cùng kỳ sẽ giúp duy trì lợi nhuận dương

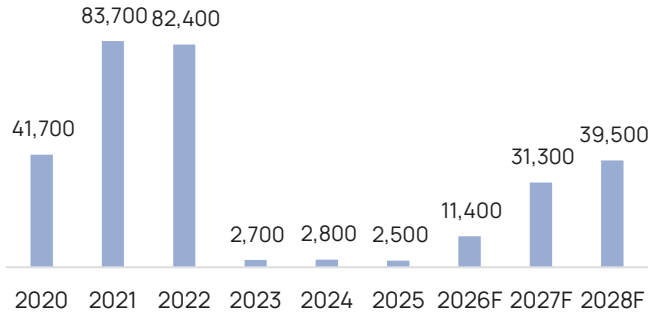
Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 điều chỉnh	Dự báo 2026 điều chỉnh/ KQ 2025	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Doanh thu thuần	6.966	12.772	16.135	132%	* Chúng tôi kỳ vọng hoạt động bàn giao các sản phẩm đã bán tại Aqua City sẽ cải thiện, tiếp theo là NovaWorld Phan Thiet, và việc bắt đầu bàn giao tại Victoria Village (cao tầng) sẽ thúc đẩy dự báo doanh thu bàn giao BĐS của chúng tôi đạt 13,2 nghìn tỷ đồng (+108% YoY; chiếm 82% tổng dự báo doanh thu của chúng tôi). * Chúng tôi nâng dự báo doanh thu năm 2026, chủ yếu do tăng dự báo bàn giao tại Aqua City (chủ yếu do tiến độ bàn giao chậm hơn dự kiến của quý 4/2025 được dời sang năm 2026), cùng với việc đưa giao dịch chuyển nhượng lô đất trong quý 1/2026 vào mô hình dự báo.
Lợi nhuận gộp	4.425	4.631	6.115	38%	
Chi phí SG&A	-1.901	-2.504	-3.043	60%	
LN từ HĐKD	2.524	2.127	3.072	22%	
Thu nhập tài chính	3.188	3.119	3.348	5%	
Chi phí tài chính	-3.673	-4.833	-4.304	17%	
Lợi nhuận từ công ty LDLK	22	-6	0	N.M.	
Lợi nhuận/(chi phí) khác	965	0	0	N.M.	* Chúng tôi kỳ vọng sẽ không có khoản thu nhập bất thường như trong năm 2025, khi công ty đã ghi nhận khoản hoàn nhập 1,3 nghìn tỷ đồng tiền phạt chậm thanh toán vào thu nhập khác trong quý 4/2025.
LNTT	3.027	407	2.115	-30%	
LNST	1.861	325	1.586	-15%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.744	402	1.486	-15%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026, chủ yếu nhờ dự phóng doanh thu cao hơn, trong khi chúng tôi giả định sẽ không có thêm khoản lợi nhuận bất thường nào được ghi nhận trong thời gian còn lại của năm 2026.
Biên LN gộp	63,5%	36,3%	37,9%		* Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ trở lại mức bình thường từ năm 2026 sau mức cao bất thường của năm 2025, do khoản hoàn nhập dự phòng liên quan đến khoản phải trả tiền sử dụng đất tại Lakeview City, bao gồm 2,2 nghìn tỷ đồng được ghi nhận vào giá vốn hàng bán trong quý 4/2025.
Chi phí SG&A/doanh thu	27,3%	19,6%	18,9%		
Biên LN từ HĐKD	36,2%	16,7%	19,0%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	25,0%	3,1%	9,2%		

Nguồn: BCTC của NVL, dự báo của Vietcap

Dự báo giai đoạn 2026-2028

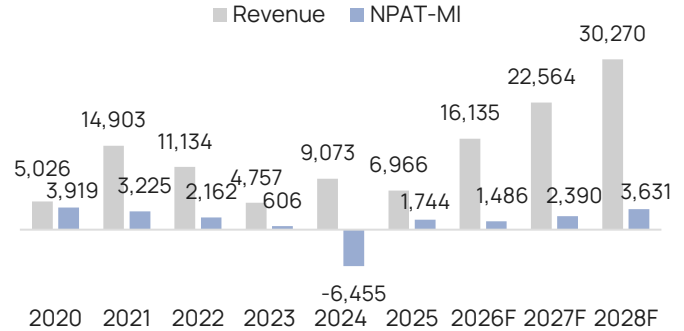
Hình 2: Dự báo doanh số bán BĐS



Các dự án chính (% dự báo doanh số bán BĐS)	2026F	2027F	2028F
Aqua City	84%	49%	57%
NovaWorld Phan Thiet	11%	13%	17%
NovaWorld Ho Tram	5%	12%	26%
Các dự án tại TP.HCM	0%	26%	0%

Nguồn: Dự báo và ước tính của Vietcap (giá trị doanh số bán được làm tròn đến hàng trăm gần nhất). Lưu ý: Bao gồm các giai đoạn dự án đã xác định; doanh số bán trong giai đoạn 2020-2025 bao gồm cả số liệu công ty công bố và ước tính của Vietcap.

Hình 3: Dự báo doanh thu và LNST sau lợi ích CĐT S



Các dự án chính (% dự báo doanh thu)	2026F	2027F	2028F
Aqua City	47%	39%	36%
NovaWorld Phan Thiet	21%	18%	27%
NovaWorld Ho Tram	6%	5%	10%
Các dự án tại TP.HCM	8%	34%	25%
Chuyển nhượng lô đất	14%	0%	0%
Dịch vụ khác	4%	3%	2%

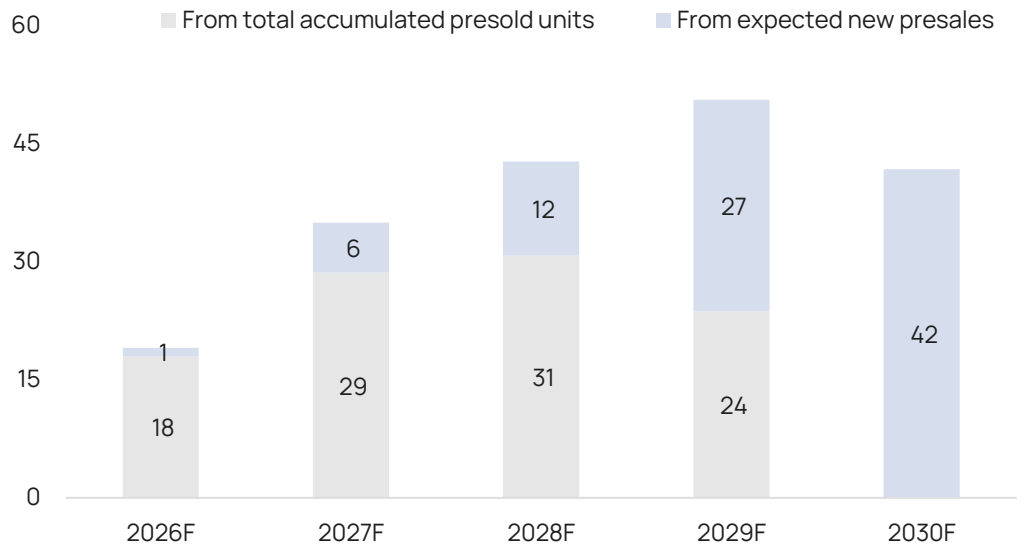
Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: Lỗ ròng năm 2024 bao gồm khoản dự phòng 4,4 nghìn tỷ đồng cho khoản phải trả tiền sử dụng đất của dự án Lakeview City (TP.HCM), trong khi LNST sau lợi ích CĐT S năm 2025 chủ yếu được thúc đẩy bởi việc hoàn nhập liên quan đến khoản dự phòng này.

Hình 4: Tình trạng pháp lý và tiến độ phát triển các dự án trọng điểm của NVL

Vị trí	Tên dự án	Quy mô (ha)	Tổng số căn (% đã bán trên tổng số căn) *	Thời điểm giới thiệu sản phẩm	Giai đoạn mở bán **	Giai đoạn bàn giao **	Tình trạng pháp lý				
							Chủ trương đầu tư & QH 1/500	Được giao/ chuyển nhượng	Tiền SDD	Giấy phép xây dựng	
Đồng Nai	Aqua City	615	Thấp tầng: ~13.200 (~70%)	Q2 2019	2019-30	2020-32	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất một phần	Hoàn tất một phần	
Lâm Đồng (Bình Thuận)	NovaWorld Phan Thiet	1.000	Thấp tầng: ~18.500 (~50%)	Q2 2019	2019-33	2021-35	Hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Hoàn tất một phần	
TP.HCM (Bà Rịa - Vũng Tàu)	NovaWorld Ho Tram	519	Thấp tầng: ~4.200 (~68%)	Q2 2019	2019-33	2021-35	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất một phần	Hoàn tất	
TP.HCM (TP.HCM)	Victoria Village	4	Thấp tầng: 92 (100%) Cao tầng: 1.044 (100%)	2017	2017-20	Thấp tầng: 2019 Cao tầng: 2026-28	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	
	Grand Manhattan	1,4	Cao tầng: 1.027 (~70%)	2018	2018-27	2027-29	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	
	Palm City	9,5	Thấp tầng: 178 (100%) Cao tầng: 250			2029-30	2032	Cao tầng: Đang điều chỉnh Thấp tầng: Hoàn tất	N/A	Hoàn tất	Cao tầng: Chưa hoàn tất Thấp tầng: Hoàn tất
	Các dự án khác trong kế hoạch	~270	N/A			2029-38	2031-40	Trong giai đoạn đầu			

Nguồn: NVL, Vietcap. Lưu ý: (*) % đã bán trên tổng số căn tính đến cuối quý 1/2026; (**) Dự báo của Vietcap.

Hình 5: Dòng tiền thu về cốt lõi dự kiến từ doanh số bán BĐS giai đoạn 2026-2030 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: Bao gồm các giai đoạn dự án đã xác định.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá đánh giá lại tài sản ròng (RNAV) và ước tính giá mục tiêu cho cổ phiếu NVL ở mức 18.600 đồng/cổ phiếu. Theo quan điểm của chúng tôi, phương pháp RNAV là phù hợp nhất để phản ánh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của công ty. Chúng tôi đã đưa vào mô hình định giá toàn bộ quỹ đất đã xác định cho các dự án đang xây dựng và phát triển thông qua phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (DTTD) ước tính về giữa năm 2026.

Chúng tôi cung cấp giá trị hợp lý ước tính theo cơ sở “nỗ lực tối đa” dành cho NVL dựa trên thông tin sẵn có và quá trình đánh giá lại của chúng tôi. Cần lưu ý rằng tỷ lệ sở hữu tại các công ty con liên quan đến dự án/quỹ đất mà NVL công bố (ví dụ: Aqua City – 112 ha, Dự án C) có sự khác biệt so với tỷ lệ lợi ích thực tế/mục tiêu của công ty, do các quyền mua lại và quyền phát triển (theo thông tin từ công ty). Định giá của chúng tôi phản ánh tỷ lệ lợi ích thực tế/mục tiêu, nhưng áp dụng chi phí lãi vay cao hơn cho hai dự án này (chi phí nợ vay: 15% và WACC: 13,4%).

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu (đã điều chỉnh cho việc phát hành cổ phiếu thưởng trong tháng 6/2026), do tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá từ cuối năm 2026 sang giữa năm 2027 phần lớn bù đắp cho giả định WACC cao hơn 0,2 điểm % và chi phí xây dựng giả định cao hơn.

Hình 6: Tóm tắt định giá

Tên dự án	NPV thực tế (tỷ đồng)*
Aqua City**	22.702
Aqua City River Park (92 ha)	3.589
Aqua City Riverside (81 ha)	2.340
Aqua City (112 ha)	4.765
Aqua City Phoenix	10.583
Aqua Marina City	1.425
Dự án BĐS nghỉ dưỡng	40.881
Azerai Cần Thơ & Villas	1.301
NovaWorld Phan Thiết **	25.552
NovaWorld Hồ Tràm **	6.378
Quỹ đất mới – Mũi Né	7.650
Các dự án BĐS Nhà ở tại TP.HCM	49.434
Victoria Village	474
Palm City	42
Grand Manhattan	5.804
Dự án tại Quận 4	1.477
Water Bay và 2 dự án tại Thạnh Mỹ Lợi	41.638
Tổng giá trị tài sản ròng dự phóng	113.017
(+)Tiền mặt và tương đương	5.618
(-)Tổng nợ vay	68.971
Giá trị tài sản ròng	49.664
Tỷ lệ chiết khấu %	10%
Giá trị tài sản ròng sau chiết khấu	44.698
Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu) (***)	2.402
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	18.600
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)	13.300
Tỷ lệ tăng	+39,8%
P/B các năm 2026/27/28 tại giá mục tiêu	1,0x/0,9x/0,8x
P/E các năm 2026/27/28 tại giá mục tiêu	30,1x/18,7x/12,3x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Dựa trên dự báo cấp dự án của Vietcap và tỷ lệ lợi ích mục tiêu đối với dự án của công ty; (**) Bao gồm toàn bộ các giai đoạn đã xác định; (***) Chúng tôi đã đưa việc phát hành cổ phiếu thưởng (ngày GDKHQ 10/06/2026) vào dự báo và định giá nhưng chưa tính đến các kế hoạch phát hành cổ phiếu (Hình 8).

Hình 7: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi theo các kế hoạch phát hành cổ phiếu với giả định các kế hoạch được đăng ký mua toàn bộ

		[A] Phát hành quyền mua	[B] Phát hành riêng lẻ	[C] ESOP
Giá phát hành		Tối thiểu 10.000 đồng/cổ phiếu	Không thấp hơn 75% giá đóng cửa bình quân của 30 phiên giao dịch trước ngày HĐQT phê duyệt kế hoạch. Tính đến ngày 18/06/2026, giá phát hành tương ứng sẽ tối thiểu là 10.600 đồng/cổ phiếu.	Tối thiểu 10.000 đồng/cổ phiếu
Số lượng cổ phiếu chào bán		Tối đa 800,7 triệu cổ phiếu	Tối đa 800 triệu cổ phiếu	Tối đa 111,7 triệu cổ phiếu
	Hiện tại	[A]	[A] + [B]	[A] + [B] + [C]
Ước tính RNAV trước chiết khấu của chúng tôi (tỷ đồng)	49.664	57.671	66.151	67.268
Ước tính RNAV sau chiết khấu của chúng tôi (tỷ đồng)	44.698	51.904	59.536	60.542
Số cổ phiếu pha loãng hoàn toàn (triệu)	2.402	3.203	4.003	4.115
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	18.600	16.200	14.900	14.700
Giá cổ phiếu hiện tại (đồng/cổ phiếu)	13.300	12.500	12.500	12.500
Tỷ lệ tăng	+39,8%	+29,6%	+19,2%	+17,6%

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ tháng 4/2026 của NVL, tài liệu lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản (công bố ngày 18/06/2026), ước tính của Vietcap.

Hình 8: Tóm tắt các kế hoạch phát hành của NVL

Kế hoạch phát hành	Số lượng cổ phiếu		Giá phát hành	Thời gian dự kiến	Số tiền huy động nếu đăng ký mua toàn bộ
	(triệu cổ phiếu)	(% lượng cổ phiếu đang lưu hành)			
Theo NVL, thứ tự thực hiện dự kiến sẽ ưu tiên kế hoạch phát hành quyền mua mới đề xuất, tiếp theo là các kế hoạch khác (bao gồm phát hành riêng lẻ, ESOP và các kế hoạch khác).					
Phát hành quyền mua (Đang lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản, dự kiến hoàn tất biểu quyết trước ngày 29/06/2026.)	Tối đa 800,7	33%	Tối thiểu 10.000 đồng/cổ phiếu	2026G	Tối thiểu 8,01 nghìn tỷ đồng
Phát hành riêng lẻ (Đã được ĐHCĐ tháng 4/2025 thông qua cho tối đa 350 triệu cổ phiếu với giá 10.000 đồng/cổ phiếu, nhưng chưa thực hiện. Đã thông qua kế hoạch điều chỉnh tại ĐHCĐ tháng 4/2026.)	Tối đa 800	33%	Không thấp hơn 75% giá đóng cửa bình quân của 30 phiên giao dịch trước ngày HĐQT phê duyệt kế hoạch	2026G	N/A
ESOP (Kế hoạch đã được thông qua tại ĐHCĐ tháng 4/2026.)	Tối đa 111,7	5%	Tối thiểu 10.000 đồng/cổ phiếu	2026G	Tối thiểu 1,11 nghìn tỷ đồng
Phát hành cổ phiếu hoán đổi trái phiếu trong nước (Đã được ĐHCĐ bất thường tháng 8/2025 thông qua nhưng chưa thực hiện. Đã thông qua việc gia hạn thời gian tại ĐHCĐ tháng 4/2026.)	Tối đa 151,85	6%	40.000 đồng/cổ phiếu	2026G	0
Khoản vay chuyển đổi (Đã được ĐHCĐ bất thường tháng 8/2025 thông qua. Đã thông qua việc gia hạn thời gian tại ĐHCĐ tháng 4/2026.)				2026G	Được thông qua tối đa 15 nghìn tỷ đồng (trong đó 2,5 nghìn tỷ đồng đã được giải ngân tính đến cuối quý 1/2026).

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ tháng 4/2026 của NVL, tài liệu lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản (công bố ngày 18/06/2026), Vietcap tổng hợp. Chúng tôi chưa tính đến các kế hoạch phát hành cổ phiếu này và khả năng pha loãng từ quyền chuyển đổi gắn với các khoản vay chuyển đổi và trái phiếu chuyển đổi quốc tế.

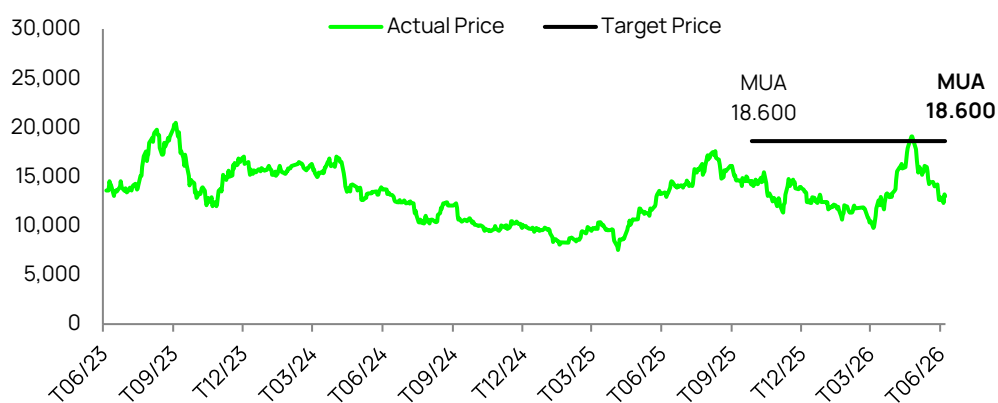
Hình 9: Các giả định của Vietcap đối với WACC

Chi phí vốn	Trước đây	Hiện tại
Beta	1,1	1,1
Phần bù rủi ro vốn cổ phần %	8,0%	8,0%
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Chi phí vốn cổ phần %	14,8%	14,8%
Chi phí nợ vay %	12,0%	12,5%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
Nợ vay/vốn %	50,0%	50,0%
WACC %	12,2%	12,4%

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 10: Lịch sử giá mục tiêu của Vietcap đối với NVL (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu trong quá khứ đã điều chỉnh theo thay đổi số lượng cổ phiếu lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	6.966	16.135	22.564	30.270
Giá vốn hàng bán	-2.541	-10.021	-14.705	-20.003
Lợi nhuận gộp	4.425	6.115	7.859	10.267
Chi phí bán hàng	-611	-1.495	-2.104	-2.916
Chi phí quản lý DN	-1.290	-1.548	-1.625	-1.706
LN từ HĐKD	2.524	3.072	4.130	5.644
Thu nhập tài chính	3.188	3.348	3.515	3.691
Chi phí tài chính	-3.673	-4.304	-4.243	-4.167
Trong đó, chi phí lãi vay	-148	-454	-392	-316
Lợi nhuận từ công ty LDLC	22	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	965	0	0	0
LNTT	3.027	2.115	3.402	5.168
Thuế TNDN	-1.166	-529	-851	-1.292
LNST trước CĐTS	1.861	1.586	2.552	3.876
Lợi ích CĐ thiểu số	-118	-100	-161	-245
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.744	1.486	2.390	3.631
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	1.744	1.486	2.390	3.631
EBITDA	3.568	3.995	5.073	6.607
EPS báo cáo, VND	807	619	995	1.512
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng (TT) YoY				
TT Doanh thu	-23,2%	131,6%	39,8%	34,1%
TT LN từ HĐKD	N.M.	21,7%	34,5%	36,7%
TT LNTT	N.M.	-30,1%	60,9%	51,9%
TT EPS báo cáo	N.M.	-23,3%	60,8%	51,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	63,5%	37,9%	34,8%	33,9%
Biên LN từ HĐKD %	36,2%	19,0%	18,3%	18,6%
Biên EBITDA	51,2%	24,8%	22,5%	21,8%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	25,0%	9,2%	10,6%	12,0%
ROE	9,2%	6,6%	10,2%	14,8%
ROA	0,8%	0,6%	0,9%	1,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	21.063	5.585	4.121	3.237
Số ngày phải thu	3.780	1.730	1.396	1.135
Số ngày phải trả	6.987	1.946	1.571	1.275
TG luân chuyển tiền	17.856	5.369	3.946	3.096
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,2	1,9	1,8	1,7
CS thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,6	0,6
CS thanh toán tiến mặt	0,0	0,0	0,1	0,0
Nợ vay/Tài sản	27,0%	26,0%	24,1%	21,0%
Nợ vay/Vốn sử dụng	53,4%	55,3%	54,4%	52,4%
Nợ vay rỗng/Vốn CSH	106,9%	115,3%	106,8%	96,4%
Khả năng thanh toán lãi vay	17,0	6,8	10,5	17,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	4.395	5.156	7.874	8.978
Đầu tư TC ngắn hạn	54	54	54	54
Các khoản phải thu	46.998	70.731	80.366	107.809
Hàng tồn kho	153.324	166.020	177.387	184.455
TS ngắn hạn khác	2.081	4.034	5.641	7.567
Tổng TS ngắn hạn	206.852	245.994	271.322	308.863
TS dài hạn (gộp)	2.535	2.604	2.807	3.056
- Khấu hao lũy kế	-634	-576	-618	-682
TS dài hạn (ròng)	1.901	2.028	2.188	2.374
Đầu tư TC dài hạn	5.293	5.293	5.293	5.293
TS dài hạn khác	35.862	34.962	34.062	33.162
Tổng TS dài hạn	43.056	42.283	41.543	40.829
Tổng Tài sản	249.908	288.277	312.865	349.692
Phải trả ngắn hạn	23.752	50.104	59.230	80.567
Nợ vay ngắn hạn	31.718	33.304	34.969	36.718
Nợ ngắn hạn khác	40.527	43.436	56.001	69.360
Tổng nợ ngắn hạn	95.997	126.844	150.199	186.645
Nợ vay dài hạn	35.673	41.608	40.290	36.795
Nợ dài hạn khác	59.345	59.345	59.345	59.345
Tổng nợ	191.015	227.798	249.834	282.785
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	22.320	24.021	24.021	24.021
Thặng dư vốn CP	6.043	4.343	4.343	4.343
Lợi nhuận giữ lại	16.976	18.461	20.852	24.483
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	13.554	13.654	13.815	14.060
Vốn chủ sở hữu	58.893	60.479	63.031	66.907
Tổng cộng nguồn vốn	249.908	288.277	312.865	349.692
SL CP lưu hành cuối năm (triệu)	2.232	2.402	2.402	2.402

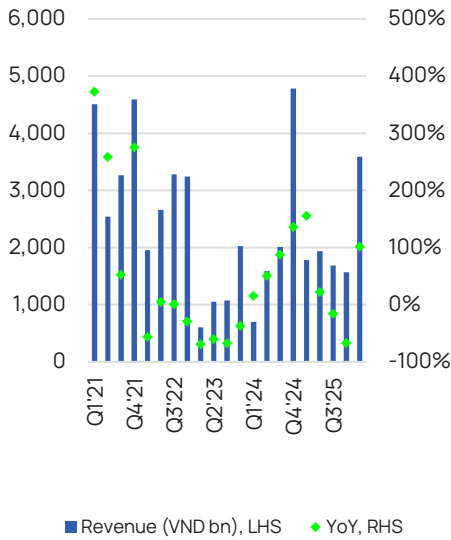
LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	4.608	4.395	5.156	7.874
Thu nhập ròng	1.744	1.486	2.390	3.631
Khấu hao	1.044	923	942	963
Thay đổi vốn lưu động	-5.176	-9.119	-920	-1.740
Điều chỉnh khác	-3.757	0	0	0
Tiền từ HĐKD	-6.145	-6.711	2.413	2.854
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-24	-79	-132	-178
Đầu tư, ròng	269	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	266	-151	-203	-249
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	487	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	-5.260	1.586	1.665	1.748
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	11.085	5.936	-1.319	-3.495
Tiền từ các hoạt động khác	-645	100	161	245
Tiền từ hoạt động TC	5.667	7.622	508	-1.501
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-212	761	2.718	1.103
Tiền cuối năm	4.395	5.156	7.874	8.978

Nguồn: NVL, Vietcap. Lưu ý: (*) Chúng tôi đã đưa việc phát hành cổ phiếu thưởng vào dự báo và định giá, nhưng chưa tính đến các kế hoạch phát hành cổ phiếu (phát hành quyền mua, phát hành riêng lẻ, ESOP, phát hành cổ phiếu hoán đổi trái phiếu trong nước) và khả năng pha loãng từ quyền chuyển đổi gắn với các khoản vay chuyển đổi và trái phiếu chuyển đổi quốc tế.

Phụ lục

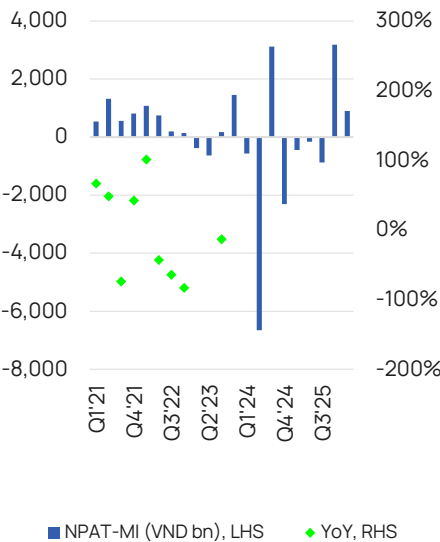
Phụ lục 1: Kết quả kinh doanh theo quý qua các năm

Hình 11: Doanh thu



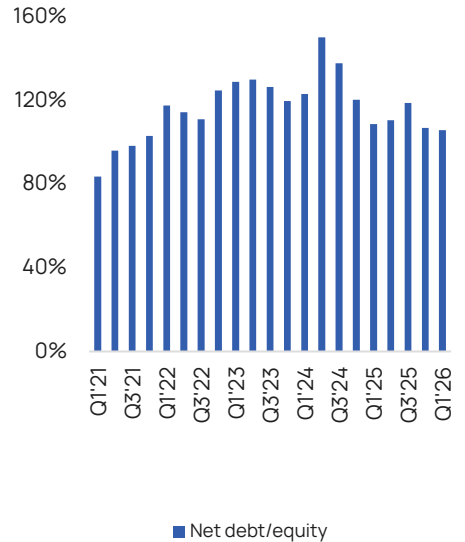
Nguồn: NVL, Vietcap

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS



Nguồn: NVL, Vietcap

Hình 13: Nợ vay ròng/VCSH



Nguồn: NVL, Vietcap

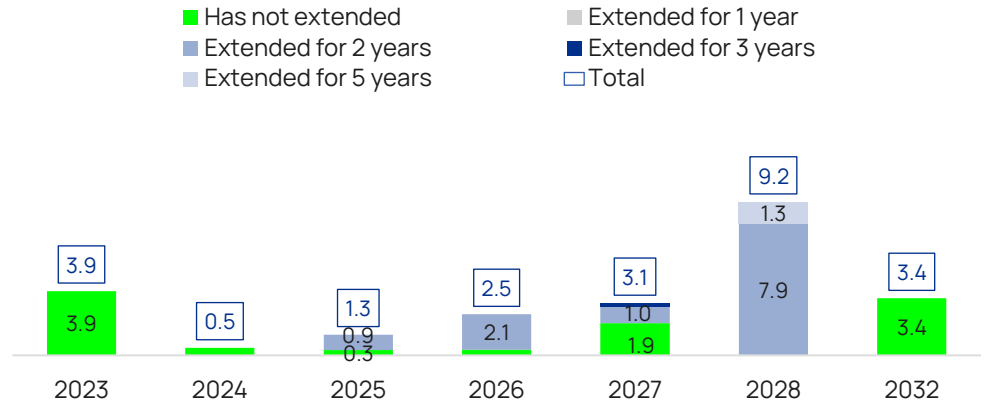
Phụ lục 2: Cập nhật tình hình tái cơ cấu nợ vay

Hình 14: Cập nhật tình hình tái cơ cấu nợ vay

Loại nợ	Dư nợ (tỷ đồng)						Cập nhật của NVL vào cuối quý 1/2026
	Cuối năm 2022	Cuối năm 2023	Cuối năm 2024	Cuối năm 2025	Cuối quý 1/2026	% thay đổi s/v cuối năm 2022	
Nợ trong nước (bao gồm các khoản vay ngân hàng trong nước và trái phiếu do TCTD nắm giữ)	26.570	23.452	27.301	30.033	31.846	+19,86%	Đã nhận được khoản giải ngân mới tổng cộng 27,8 nghìn tỷ đồng kể từ cuối năm 2022, đồng thời đã thanh toán 22,5 nghìn tỷ đồng.
Nợ nước ngoài (bao gồm các khoản vay/trái phiếu bằng USD hoặc do các tổ chức nước ngoài nắm giữ)	23.754	21.101	21.834	22.469	22.287	-6,18%	Số dư phản ánh tổng các khoản thanh toán 4,0 nghìn tỷ đồng, được bù đắp một phần bởi 2,5 nghìn tỷ đồng chênh lệch tỷ giá và lãi gộp so với cuối năm 2022. Trong tháng 6/2026, NVL đã nhận được sự chấp thuận của các trái chủ về việc gia hạn kỳ đáo hạn của lô trái phiếu chuyển đổi quốc tế từ năm 2027 sang năm 2028.
Trái phiếu trong nước phát hành cho nhà đầu tư cá nhân	12.433	10.892	10.473	10.397	10.133	-18,50%	Đã thanh toán 2,3 nghìn tỷ đồng so với cuối năm 2022.
Tổng cộng	62.757	55.445	59.609	62.717^(*)	64.266^(*)	+2,40%	

Nguồn: NVL, Vietcap tổng hợp. (*) Các số liệu trong bảng này được lấy từ tài liệu cập nhật hoạt động kinh doanh quý 1/2026 của NVL, có thể chênh lệch với số liệu trong BCTC hợp nhất của NVL, chủ yếu do một phần dư nợ đã đạt được sự đồng thuận về phương án tái cơ cấu.

Hình 15: Lịch đáo hạn trái phiếu của NVL đối với các lô trái phiếu đang lưu hành tại cuối quý 1/2026 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của NVL, Vietcap tổng hợp và ước tính

Phụ lục 3: Tóm tắt các dự án chính

Hình 16: Tiến độ phát triển các dự án đang triển khai

AQUA CITY

615 ha; TP. Đồng Nai

Tổng cộng ~13.200 căn thấp tầng

- **Kết nối giao thông:** Dự kiến tiếp cận qua đường Hương Lộ 2, kết nối trực tiếp với cao tốc TP.HCM–Long Thành–Dầu Giây.
- **Tình trạng pháp lý:** Đã được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 vào tháng 6/2025, bắt đầu bàn giao số hồng từ tháng 6/2026.
- **Tiến độ bán hàng:**
 - Mở bán từ năm 2019 và bắt đầu bàn giao từ năm 2020.
 - Lũy kế số căn đã bán tính đến cuối quý 1/2026: ~70% tổng số căn.
 - Lũy kế số căn đã bàn giao tính đến cuối quý 1/2026: ~1.100 (~8%).
 - Chúng tôi dự báo hoạt động mở bán mới sẽ được khôi phục trong năm 2026.



NOVAWORLD PHAN THIẾT

~1.000 ha; tỉnh Lâm Đồng (trước đây là Phan Thiết)

Tổng cộng ~18.500 căn thấp tầng

- **Kết nối giao thông:** Kết nối trực tiếp qua cao tốc Dầu Giây – Phan Thiết (đi vào hoạt động từ năm 2023).
- **Tình trạng pháp lý:** Đang chờ xác định tiền sử dụng đất.
- **Tiến độ bán hàng:**
 - Mở bán từ năm 2019 và bắt đầu bàn giao từ năm 2021.
 - Lũy kế số căn đã bán tính đến cuối quý 1/2026: ~50% tổng số căn.
 - Lũy kế số căn đã bàn giao tính đến cuối quý 1/2026: ~1.500 (~8%).



NOVAWORLD HO TRAM

~519 ha; TP.HCM (trước đây là Bà Rịa – Vũng Tàu)

Tổng cộng ~4.200 căn thấp tầng

- **Kết nối giao thông:** Kế hoạch cao tốc Long Thành – Hồ Tràm dự kiến hỗ trợ khả năng kết nối.
- **Tình trạng pháp lý:** Đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500 và giấy phép xây dựng.
- **Tiến độ bán hàng:**
 - Mở bán từ năm 2019 và bắt đầu bàn giao từ năm 2021.
 - Lũy kế số căn đã bán tính đến cuối quý 1/2026: ~68% tổng số căn.
 - Lũy kế số căn đã bàn giao tính đến cuối quý 1/2026: ~500 (~13%).



VICTORIA VILLAGE (phân khu cao tầng)

Tại TP.HCM (Quận 2 cũ)

Bốn tòa tháp với tổng cộng ~1.000 căn cao tầng

- Mở bán từ năm 2017, đã bán hết.
- Dự kiến bắt đầu bàn giao từ cuối tháng 6/2026.



THE GRAND MANHATTAN

Tại TP.HCM (Quận 1 cũ)

~1.000 căn cao tầng

- Mở bán từ năm 2018, đã bán ~70%.
- Đang thi công.
- Dự kiến bàn giao từ cuối năm 2026/2027.



Nguồn: NVL, Vietcap tổng hợp

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Thân Như Đoàn Thực, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi 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. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.