

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

KHẢ QUAN +19,1%

Ngành	BDS
Ngày báo cáo	09/01/2026
Giá hiện tại	20.650 VND
Giá mục tiêu	24.600 VND
Giá mục tiêu gần nhất	27.100 VND
TL tăng	+19,1%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+19,1%

GT vốn hóa	4,1 nghìn tỷ đồng
Room KN	1,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	63,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	199,8 tr
Pha loãng	249,8 tr

	HDC	Peers	VNI
P/E (trượt)	6,8x	34,2x	18,1x
P/B (ht)	1,4x	1,5x	2,2x
ROE	23,9%	4,9%	13,5%
ROA	11,9%	2,4%	2,0%

Tổng quan Công ty

HDC là chủ đầu tư bất động sản với 35 năm kinh nghiệm. HDC hiện sở hữu các dự án với tổng diện tích đất khoảng hơn 400 ha, chủ yếu tại Bà Rịa Vũng Tàu (hiện thuộc TP.HCM sau sáp nhập).

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	546	437	1.119	1.371	1.578
% YoY	-17,9%	-20,0%	155,9%	22,5%	15,1%
Lợi nhuận từ HĐKD (tỷ đồng)	163	74	349	372	495
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	66	617	315	213	314
% YoY	-49,8%	833,6%	-49,0%	-32,2%	47,0%
EPS	-51,6%	773,4%	-49,0%	-38,4%	29,3%
Doanh số bán BDS (tỷ đồng)	300	300	1.100	1.600	2.000
Biên LN gộp	40,3%	28,7%	39,5%	34,1%	38,2%
Biên LN từ HĐKD	29,9%	16,9%	31,2%	27,1%	31,4%
Biên LN ròng	12,1%	141,0%	28,1%	15,6%	19,9%
ROE	3,2%	24,1%	10,1%	5,9%	7,7%
Nợ vay ròng/VCSH	69,9%	57,4%	44,7%	50,5%	55,7%
P/E	59,0x	6,8x	13,2x	21,5x	16,6x
P/B	1,8x	1,4x	1,3x	1,3x	1,2x

The Light City Giai đoạn 1, Eco Home 1 dự kiến sẽ thúc đẩy sự phục hồi của doanh số bán BDS trong năm 2026

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu (HDC), nhưng giảm 9% giá mục tiêu xuống mức 24.600 đồng/cổ phiếu. Nguyên nhân điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu đến từ việc chúng tôi (1) đưa việc pha loãng cổ phiếu từ đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi (trái phiếu hoàn tất phát hành vào tháng 12/2025; số cổ phiếu chuyển đổi tương đương 25% số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại) vào mô hình định giá của chúng tôi; và (2) điều chỉnh giảm 25% dự báo doanh số bán BDS giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi; các yếu tố này được bù đắp một phần bởi việc chúng tôi (3) cập nhật mô hình định giá từ cuối năm 2025 sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi dự báo KQKD quý 4/2025 sẽ không đáng kể do hoạt động bàn giao tiếp tục chậm; theo đó, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 9,3 lần YoY lên mức 617 tỷ đồng (cao gấp 3,6 lần so với dự báo trước đây), nhờ được thúc đẩy bởi khoản lãi trước thuế 767 tỷ đồng đến từ việc chuyển nhượng phần cổ phần tại dự án Đại Dương (lợi nhuận ghi nhận trong quý 2 và quý 3/2025).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ đạt 315 tỷ đồng (-49% so với mức nền cao của năm 2025), do: (1) sự cải thiện của hoạt động bàn giao BDS tại dự án The Light City giai đoạn 1 và Ngọc Tước 2; (2) việc khởi động mở bán và bàn giao phần nhà ở xã hội của dự án Ecotown Phú Mỹ (Eco Home 1; đã cất nóc vào tháng 12/2025); cùng với (3) khoản lãi từ việc chuyển nhượng dự án Thống Nhất cùng phần lợi nhuận còn lại được ghi nhận từ giao dịch bán cổ phần tại dự án Đại Dương.
- Chúng tôi lần lượt điều chỉnh +25%/+5%/-35% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/2026/2027 của chúng tôi, với nguyên nhân chủ yếu do sự điều chỉnh của chúng tôi đối với thời điểm ghi nhận lợi nhuận chuyển nhượng dự kiến của các dự án Đại Dương và Thống Nhất.
- Chúng tôi dự báo doanh số bán BDS năm 2026 của HDC sẽ đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (tăng gấp 3,6 lần so với mức dự kiến năm 2025), chủ yếu nhờ đợt mở bán giai đoạn tiếp theo của dự án The Light City giai đoạn 1 và đợt mở bán của NOXH Eco Home 1.
- HDC hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2026 là 1,3 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi), thấp hơn mức trung bình 2 năm của công ty là 2,1 lần.
- Rủi ro: Tiến độ mở bán dự án chậm hơn dự kiến.

Lợi nhuận từ chuyển nhượng dự án, cùng với việc bàn giao BDS khởi sắc dự kiến hỗ trợ lợi nhuận năm 2026: Chúng tôi dự báo tổng LNST từ việc chuyển nhượng dự án Thống Nhất và ghi nhận phần còn lại của thương vụ chuyển nhượng cổ phần Đại Dương sẽ đạt 194 tỷ đồng trong năm 2026, chiếm 61% LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026. Ngoài ra, việc bàn giao BDS tại các dự án The Light City GD1, Ngọc Tước 2 và Eco Home 1 dự kiến sẽ đóng góp phần lợi nhuận còn lại, với lợi nhuận gộp của mảng này dự báo tăng trưởng 189% so với năm 2025.

Doanh số bán hàng giai đoạn 2026/27 dự kiến phục hồi mạnh nhờ các đợt mở bán mới và nhu cầu cải thiện: Hoạt động bán hàng của HDC trong suốt năm 2025 diễn ra chậm hơn dự kiến của chúng tôi do công ty tập trung vào công tác chuẩn bị như làm thị trường và triển khai xây dựng. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 25% tổng dự báo doanh số bán hàng giai đoạn 2025–27. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo doanh số bán hàng năm 2026/27 sẽ tăng mạnh lên lần lượt 1,1 nghìn tỷ đồng/1,6 nghìn tỷ đồng, so với mức nền thấp trong giai đoạn 2023–2025. Điều này được hỗ trợ bởi việc mở bán giai đoạn tiếp theo của The Light City GĐ1 và mở bán mới dự án Eco Home 1 trong năm 2026, cùng các dự án nhỏ khác trong năm 2027 (Khu nhà ở Đông 3/2 và HODECO Phú Mỹ). Chúng tôi cũng kỳ vọng hoạt động nâng cấp cơ sở hạ tầng – như dự án Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu đang gần về đích và đề xuất đường vượt biển Cần Giờ – Vũng Tàu – sẽ hỗ trợ nhu cầu mua nhà tại Bà Rịa – Vũng Tàu (hiện đã sáp nhập vào TP.HCM), nhờ đó HDC sẽ được hưởng lợi nhờ quỹ đất lớn và vị trí chiến lược tại khu vực này.

Triển vọng năm 2025: Tăng trưởng lợi nhuận cả năm chủ yếu được dẫn dắt bởi lợi nhuận từ Đại Dương đã ghi nhận trong quý 2 & 3

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới/KQ 2024	Các giả định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	546	644	437	-20%	
– Bán BĐS	314	409	202	-36%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu BĐS, chủ yếu do mức đóng góp thấp hơn kỳ vọng từ dự án Ngọc Tước 2, dựa theo KQKD 9T 2025 kém khả quan và hoạt động bán hàng mới hạn chế.
– Các dịch vụ khác	233	236	236	1%	
Lợi nhuận gộp	220	243	126	-43%	
– Bán BĐS	198	221	103	-48%	
– Các dịch vụ khác	23	22	22	-1%	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-57	-63	-52	-10%	
Lợi nhuận từ HĐKD	163	180	74	-55%	
Thu nhập tài chính	22	119	777	3457%	* Chúng tôi đưa vào mô hình khoản lãi trước thuế 767 tỷ đồng đã ghi nhận trong 9T 2025 từ việc thoái vốn cổ phần tại Đại Dương. Chúng tôi kỳ vọng phần lãi còn lại, ước tính khoảng 139 tỷ đồng, sẽ được ghi nhận toàn bộ vào năm 2026, sớm hơn so với giả định trước đó là ghi nhận trong giai đoạn 2026–2027. * Chúng tôi lùi dự báo thời điểm ghi nhận lợi nhuận từ chuyển nhượng dự án Thống Nhất sang năm 2026 thay vì 2025, dựa theo cập nhật của ban lãnh đạo tại ĐHCĐ bất thường trong tháng 9/2025.
Chi phí tài chính	-60	-82	-80	32%	
Lợi nhuận từ các CTLK	4	0	0	N.M.	
LNTT	89	217	771	770%	
LNST	66	173	617	838%	
LNST sau lợi ích CĐTS	66	173	617	834%	* Chúng tôi dự báo lợi nhuận quý 4/2025 sẽ ở mức thấp. * LNST sau lợi ích CĐTS 9T 2025 đạt 609 tỷ đồng (gấp 9,4 YoY), được thúc đẩy bởi việc ghi nhận lãi từ thương vụ Đại Dương trong quý 2 và quý 3, giúp bù đắp cho hoạt động bàn giao BĐS còn yếu.
Biên lợi nhuận gộp	40,3%	37,7%	28,7%		
– Bán BĐS	63,1%	54,0%	51,3%		
– Các dịch vụ khác	9,7%	9,5%	9,5%		
Chi phí SG&A/doanh thu	10,5%	9,8%	11,8%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	29,9%	27,9%	16,9%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	12,1%	26,9%	141,0%		

Nguồn: Báo cáo tài chính của HDC, dự báo của Vietcap

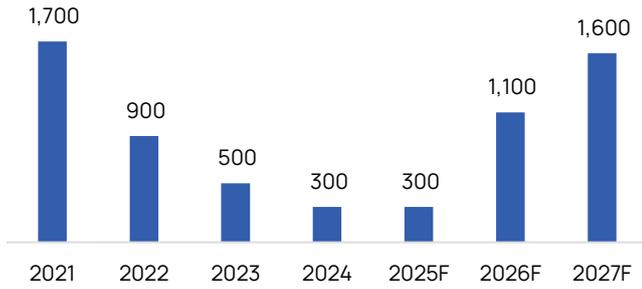
Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận được thúc đẩy bởi chuyển nhượng dự án và hoạt động bàn giao BĐS khởi sắc, nhưng giảm so với nền cao của năm 2025

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2026	Dự báo 2026/dự báo 2025	Các giả định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Doanh thu thuần	546	437	1.119	156%	
– Bán BĐS	314	202	877	335%	* Chúng tôi dự báo hoạt động bàn giao BĐS - từ việc tiếp tục bàn giao tại The Light City GD1, Ngọc Tước 2 và bắt đầu bàn giao tại Eco Home 1 - sẽ tạo ra doanh thu 711 tỷ đồng (gấp 3,5 lần so với dự báo năm 2025) và lợi nhuận gộp 299 tỷ đồng (gấp 2,9 lần so với dự báo năm 2025). * Chúng tôi hiện ghi nhận việc chuyển nhượng dự án Thống Nhất vào doanh thu thuần và lợi nhuận gộp thay vì doanh thu tài chính như trong dự báo trước đây, với doanh thu ước tính là 166 tỷ đồng và lợi nhuận gộp là 120 tỷ đồng.
– Các dịch vụ khác	233	236	242	3%	
Lợi nhuận gộp	220	126	442	252%	
– Bán BĐS	198	103	419	305%	
– Các dịch vụ khác	23	22	23	3%	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-57	-52	-93	79%	
Lợi nhuận từ HĐKD	163	74	349	372%	
Thu nhập tài chính	22	777	149	-81%	* Chúng tôi kỳ vọng phần lãi còn lại từ việc chuyển nhượng cổ phần Đại Dương sẽ được ghi nhận trong năm 2026.
Chi phí tài chính	-60	-80	-104	31%	
Lợi nhuận từ các CTLK	4	0	0	N.M.	
LNTT	89	771	393	-49%	
LNST	66	617	315	-49%	
LNST sau lợi ích CĐTS	66	617	315	-49%	* Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 đạt 315 tỷ đồng (giảm 49% so với mức nền cao của năm 2025), được thúc đẩy bởi (1) lợi nhuận từ chuyển nhượng dự án - bao gồm ghi nhận phần lãi còn lại từ Đại Dương và chuyển nhượng dự án Thống Nhất - đóng góp 61% vào LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026, và (2) hoạt động bàn giao BĐS được cải thiện.
Biên lợi nhuận gộp	40,3%	28,7%	39,5%		
– Bán BĐS	63,1%	51,3%	47,7%		
– Các dịch vụ khác	9,7%	9,5%	9,5%		
Chi phí SG&A/doanh thu	10,5%	11,8%	8,3%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	29,9%	16,9%	31,2%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	12,1%	141,0%	28,1%		

Nguồn: Báo cáo tài chính của HDC, dự báo của Vietcap

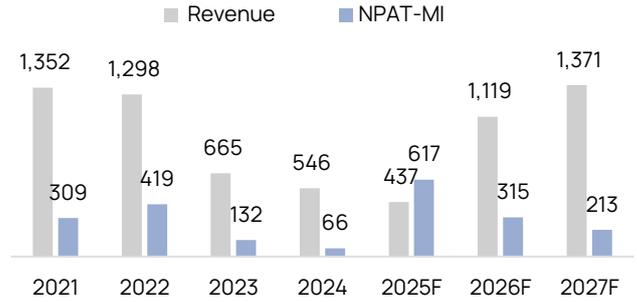
Hình 3: Dự báo doanh số bán BĐS (tỷ đồng)



Các dự án chính (% dự báo doanh số bán BĐS)	Dự báo 2025	Dự báo 2026	Dự báo 2027
The Light City giai đoạn 1	70%	32%	28%
Ngọc Tước 2	30%	17%	15%
Khu nhà ở Tây 3/2	0%	9%	6%
Ecotown Phú Mỹ	0%	42%	29%
Khu nhà ở Đông 3/2	0%	0%	15%
HODECO Phú Mỹ	0%	0%	7%

Nguồn: Dự báo của Vietcap (doanh số bán hàng được làm tròn đến hàng trăm)

Hình 4: Dự báo doanh thu và LNST sau lợi ích CĐT (tỷ đồng)



Các dự án chính (% dự báo doanh thu BĐS)	Dự báo 2025	Dự báo 2026	Dự báo 2027
The Light City giai đoạn 1	53%	37%	37%
Ngọc Tước 2	47%	22%	21%
Khu nhà ở Tây 3/2	0%	0%	7%
Ecotown Phú Mỹ	0%	22%	35%
Chuyển nhượng Thống Nhất	0%	19%	0%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 5: Tình trạng pháp lý và kế hoạch phát triển của các dự án chính của HDC

Dự án	Diện tích (ha)	Vị trí*	Số lượng căn (doanh số bán hàng %)**	Thời gian bán hàng***	Thời gian bàn giao***	Tình trạng pháp lý				
						Chủ trương đầu tư & QH 1/500	Giải phóng mặt bằng	Giao đất/nhận chuyển nhượng	Tiến sử dụng đất	Giấy phép xây dựng
The Light City giai đoạn 1	27,2	TP. Vũng Tàu	Căn thấp tầng: 703 (~45%) Căn hộ: 400 (0%)	2021-31	2021-33	Hoàn thành	~81%	~81%	~68%	Đã cấp phép
The Light City giai đoạn 2	21,8	TP. Vũng Tàu	Chưa có thông tin	2028-36	2030-38	Chưa hoàn thành	~59%	Chưa hoàn thành	Chưa hoàn thành	Chưa cấp phép
Khu nhà ở Tây 3/2	6,3	TP. Vũng Tàu	185 căn thấp tầng (~70%)	2019-28	2019-29	Hoàn thành	~78%	~78%	Hoàn thành cho phần đã GPMB	Đã cấp phép
Ngọc Tước 2	15,1	TP. Vũng Tàu	165 căn thấp tầng (~30%)	2020-32	2020-33	Hoàn thành	~59%^	~59%^	~47%^	Đã cấp phép cho CC 1
Ecotown Phú Mỹ	6,3	Phú Mỹ, BRVT	319 căn thấp tầng	2018-21	2019-23	Phần lớn đã hoàn thành, đang xin giao đường mòn				
			870 căn hộ NOXH	2025-27	2026-28	Hoàn thành	Hoàn thành	Hoàn thành	Hoàn thành	Đã cấp phép cho GD1
HODECO Phú Mỹ	1,8	Phú Mỹ, BRVT	823 căn hộ NOXH	2027-29	2029-31	Hoàn thành	~50%	~50%	Không nộp TSDĐ	Chưa cấp phép
HODECO Sea Village (Đông 3/2)	2,6	TP. Vũng Tàu	Căn thấp tầng: 30 Căn hộ: 850	2027-30	2029-32	Đang điều chỉnh	Hoàn thành	Hoàn thành	Hoàn thành	Chưa cấp phép
Biển Đá Vàng Resort	8,6	Bình Thuận		2030-32	2032-34	Đang điều chỉnh	Hoàn thành	Hoàn thành	Chưa hoàn thành	Chưa cấp phép
Phước Thắng	54	TP. Vũng Tàu		2030-41	2031-43	Hoàn thành	~24%	Chưa hoàn thành	Chưa hoàn thành	Chưa cấp phép
Long Điền	36	Long Điền, BRVT		2029-39	2031-41	Nằm trong danh sách thí điểm NQ 171	~58%	Chưa hoàn thành	Chưa hoàn thành	Chưa cấp phép
Cò May	28	TP. Vũng Tàu		2030-35	2031-36	Chưa hoàn thành	~66%	Chưa hoàn thành	Chưa hoàn thành	Chưa cấp phép
Vũng Tàu Wonderland	234	TP. Vũng Tàu		2031-43	2032-44	Chưa hoàn thành	~12%	Chưa hoàn thành	Chưa hoàn thành	Chưa cấp phép
Trần Phú Villa	1,3	TP. Vũng Tàu		2028-32	2030-34	Đang thực hiện	Hoàn thành	Hoàn thành	Chưa hoàn thành	Chưa cấp phép
Nam Côn Sơn (Bãi Nhất)	44	Côn Đảo, BRVT				Chưa hoàn thành	Chưa hoàn thành	Chưa hoàn thành	Chưa hoàn thành	Chưa cấp phép

Nguồn: HDC, Vietcap. Lưu ý: (*) Tên các tỉnh và thành phố được xác định ở thời điểm trước khi việc sáp nhập đơn vị hành chính chính thức có hiệu lực từ ngày 01/07/2025; (**) Tỷ lệ đã bán tính trên tổng số sản phẩm của dự án; số liệu tính đến cuối năm 2025; (***) Dự báo của Vietcap; (^) % trên diện tích 7 ha đất ở.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá giá trị tài sản ròng (RNAV) để xác định giá mục tiêu một năm là **24.600 đồng/cổ phiếu**. Chúng tôi tin rằng phương pháp định giá RNAV phù hợp nhất để đánh giá tiềm năng tăng trưởng dài hạn của HDC. Chúng tôi định giá tất cả các quỹ đất đã xác định cho các dự án đang xây dựng và đang phát triển chủ yếu thông qua phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT), chiết khấu dòng tiền tự do (DTTD) ước tính đến cuối năm 2025.

Giá mục tiêu của chúng tôi thấp hơn 9% so với mức 27.100 đồng/cổ phiếu trong báo cáo trước (đã điều chỉnh cho đợt phát hành cổ phiếu thưởng 12%), chủ yếu do phản ánh tác động pha loãng từ đợt phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với điều khoản chuyển đổi bắt buộc (tương đương 25% lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại tại mức giá chuyển đổi 10.000 đồng/cổ phiếu), và việc điều chỉnh giảm 25% tổng dự báo doanh số bán BĐS giai đoạn 2025–27 do kết quả năm 2025 thấp hơn kỳ vọng. Các yếu tố này một phần được bù đắp bởi việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá từ cuối năm 2025 sang cuối năm 2026.

Hình 6: Tóm tắt định giá

Dự án	Phương pháp định giá	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị hiện tại ròng (NPV) thực tế (tỷ đồng)
The Light City giai đoạn 1	CKDT	100%	1.050
The Light City giai đoạn 2	CKDT	100%	925
Khu nhà ở Tây 3/2	CKDT	100%	107
Khu nhà ở Đông 3/2	CKDT	50%	182
Ecotown Phú Mỹ	CKDT	100%	305
Ngọc Tước 2	CKDT	100%	1.042
Trần Phú	CKDT	100%	180
Phước Thắng	CKDT	100%	885
Long Điền	CKDT	100%	964
Cỏ May	CKDT	100%	678
HODECO Phú Mỹ	CKDT	100%	25
Biển Đá Vàng Resort	CKDT	35%	145
Vũng Tàu Wonderland	CKDT	100%	410
Các dự án khác	Giá trị sổ sách	100%	15
Tổng NAV			6.913
Nợ vay ròng*			768
Giá trị tài sản ròng			6.144
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)*			249,8
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			24.600
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)			20.650
Tỷ lệ tăng			+19,1%
P/E dự phóng năm 2025 tại giá mục tiêu			8,0x
P/B dự phóng năm 2025 tại giá mục tiêu			1,7x
P/E dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu			19,7x
P/B dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu			1,6x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Bao gồm 50 triệu cổ phiếu chuyển đổi từ 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi.

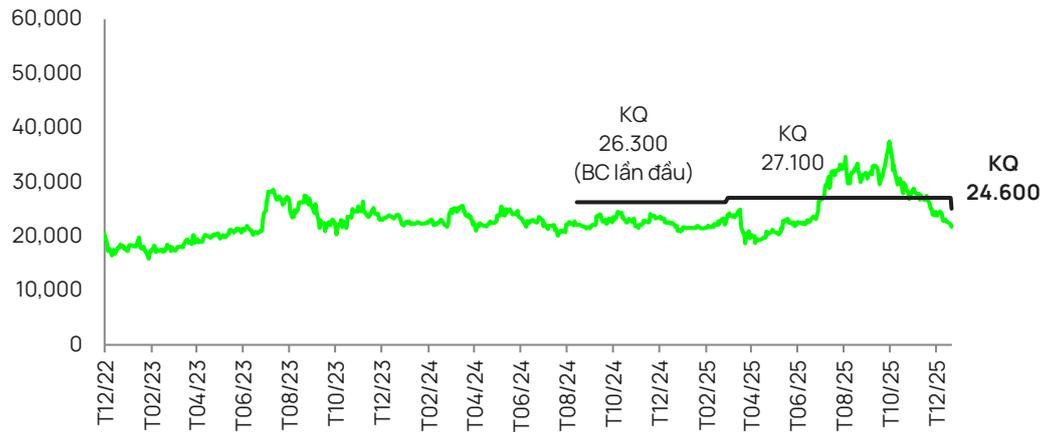
Hình 7: Giá định WACC của Vietcap

Chi phí vốn	Giá định trước đây	Hiện tại
Hệ số beta	1,2	1,2
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu %	15,6%	15,6%
Chi phí nợ vay %	11,5%	11,5%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
Tỷ lệ nợ vay/vốn %	50,0%	50,0%
WACC %	12,4%	12,4%

Nguồn: Vietcap

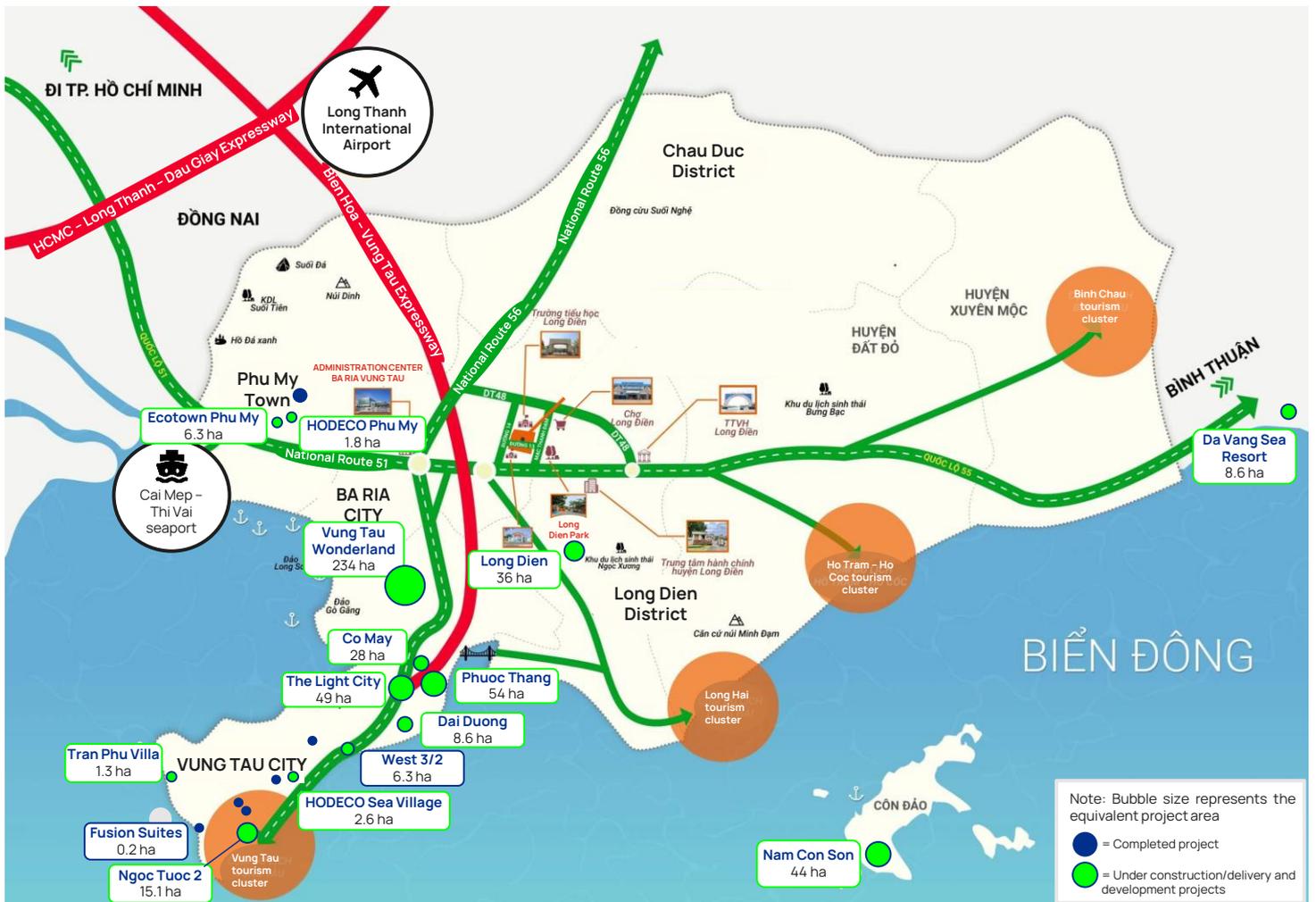
Diễn biến khuyến nghị

Hình 8: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành.

Hình 9: Vị trí các dự án của HDC



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	546	437	1.119	1.371	1.578
Giá vốn hàng bán	-326	-312	-677	-904	-976
Lợi nhuận gộp	220	126	442	467	602
Chi phí bán hàng	-17	-11	-52	-55	-67
Chi phí quản lý DN	-40	-40	-40	-40	-40
LN thuần HĐKD	163	74	349	372	495
Doanh thu tài chính	22	777	149	10	10
Chi phí tài chính	-60	-80	-104	-115	-113
Trong đó, chi phí lãi vay	-56	-80	-104	-115	-113
Lợi nhuận từ công ty LDLC	4	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-40	0	0	0	0
LNTT	89	771	393	267	392
Thuế TNDN	-23	-154	-79	-53	-78
LNST trước CĐTS	66	617	315	213	314
Lợi ích CĐ thiểu số	-1	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	66	617	315	213	314
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	66	617	315	213	314
EBITDA	179	86	361	385	507
EPS báo cáo, VND	350	3.056	1.560	962	1.244
DPS báo cáo, VND	350	3.056	1.248	846	1.244
DPS/EPS (%)	0	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng YoY					
Doanh thu thuần	-17,9%	-20,0%	155,9%	22,5%	15,1%
Lợi nhuận từ HĐKD	-31,8%	-54,7%	372,2%	6,6%	33,0%
LN trước thuế	-45,9%	770,4%	-49,0%	-32,2%	47,0%
EPS báo cáo	-51,6%	773,4%	-49,0%	-38,4%	29,3%
Khả năng sinh lời					
Biên LN gộp	40,3%	28,7%	39,5%	34,1%	38,2%
Biên EBIT	29,9%	16,9%	31,2%	27,1%	31,4%
Biên EBITDA	32,8%	19,7%	32,3%	28,0%	32,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	12,1%	141,0%	28,1%	15,6%	19,9%
ROE	3,2%	24,1%	10,1%	5,9%	7,7%
ROA	1,4%	11,2%	5,0%	3,1%	3,9%
Chỉ số hiệu quả					
Số ngày tồn kho	1.398	2.198	1.526	1.535	1.858
Số ngày phải thu	420	502	202	170	152
Số ngày phải trả	262	200	150	170	170
Chu kỳ luân chuyển tiền	1.557	2.500	1.578	1.535	1.840
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,8	1,9	2,2	2,2
CS thanh toán nhanh	0,4	0,7	0,5	0,5	0,4
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0
Nợ vay/ Tài sản	32,8%	36,0%	28,2%	28,7%	28,4%
Nợ vay/ Vốn	41,3%	43,3%	35,2%	35,3%	36,8%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	69,9%	57,4%	44,7%	50,5%	55,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,9	0,9	3,3	3,2	4,4

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương tiền	10	548	327	154	104
Đầu tư TC ngắn hạn	5	5	5	5	5
Các khoản phải thu	592	610	628	647	666
Hàng tồn kho	1.361	2.393	3.271	4.334	5.601
TS ngắn hạn khác	353	353	353	353	353
Tổng TS ngắn hạn	2.321	3.908	4.584	5.493	6.728
TS cố định (nguyên giá)	1.867	1.869	1.871	1.873	1.876
- Khấu hao lũy kế	-142	-154	-167	-179	-192
TS cố định (ròng)	1.725	1.715	1.704	1.694	1.685
Đầu tư TC dài hạn	824	498	249	249	249
TS dài hạn khác	7	7	7	7	7
Tổng TS dài hạn	2.555	2.220	1.961	1.950	1.941
Tổng Tài sản	4.876	6.128	6.544	7.443	8.669
Phải trả ngắn hạn	212	129	428	414	495
Nợ vay ngắn hạn	1.176	1.176	1.176	1.176	1.176
Nợ ngắn hạn khác	755	862	822	936	1.439
Tổng nợ ngắn hạn	2.143	2.166	2.426	2.526	3.110
Nợ vay dài hạn	422	1.031	673	958	1.287
Nợ dài hạn khác	40	40	40	40	40
Tổng nợ	2.605	3.237	3.139	3.525	4.437
Cổ phần ưu đãi					
Vốn cổ phần	1.784	1.998	2.198	2.498	2.498
Thặng dư vốn cổ phần	199	199	199	199	199
Lợi nhuận giữ lại	66	535	850	1.063	1.377
Vốn khác	201	137	137	137	137
Lợi ích CĐTS	22	22	22	22	22
Vốn chủ sở hữu	2.271	2.890	3.405	3.918	4.232
Tổng nguồn vốn	4.876	6.128	6.544	7.443	8.669
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	200	200	220	250	250

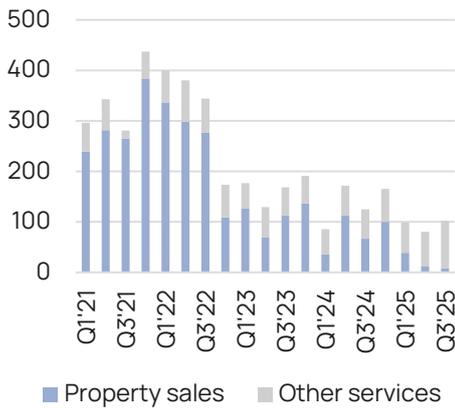
LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	13	10	548	327	154
LNST sau lợi ích CĐTS	66	617	315	213	314
Khấu hao	16	12	12	13	13
Thay đổi vốn lưu động	-89	-1.041	-652	-997	-718
Điều chỉnh khác	-126	-597	-96	15	16
LCTT từ HĐ kinh doanh	-133	-1.009	-421	-756	-376
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-2	-2	-2	-2	-3
Khác	-59	940	360	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-61	938	358	-2	-3
Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	300	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	167	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-274	609	-358	285	329
Khác	-1	0	200	300	0
LCTT từ HĐ tài chính	192	609	-158	585	329
Lưu chuyển tiền thuần	-3	537	-221	-173	-50
Tiền cuối năm	10	548	327	154	104

Nguồn: HDC, dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) Bao gồm 50 triệu cổ phiếu chuyển đổi từ 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi (xem chi tiết điều khoản trái phiếu tại Phụ lục trang 9).

Phụ lục

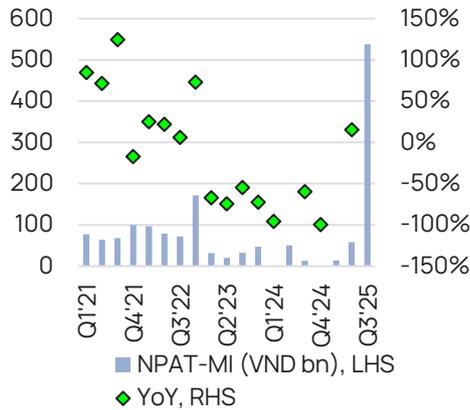
KQKD theo quý

Hình 10: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng)



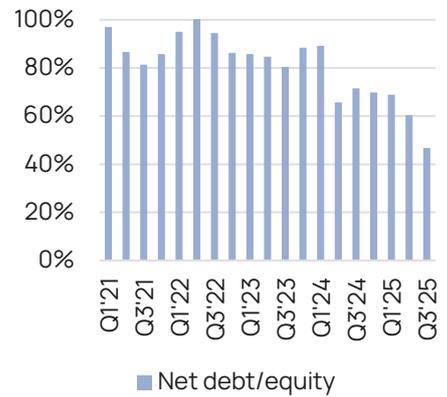
Nguồn: HDC, Vietcap

Hình 11: LNST sau lợi ích CĐTS



Nguồn: HDC, Vietcap

Hình 12: Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu



Nguồn: HDC, Vietcap

Tóm tắt giao dịch chuyển nhượng cổ phần tại dự án Đại Dương

* Theo Nghị quyết HĐQT ngày 18/04/2025, kế hoạch thoái toàn bộ 47,27% vốn còn lại của HDC tại dự án Đại Dương đã được thông qua, tiếp nối đợt chuyển nhượng ban đầu đã hoàn tất vào quý 4/2022. Theo ban lãnh đạo, tổng giá trị giao dịch của dự án Đại Dương (tổng diện tích đất 19,6 ha tại Vũng Tàu) là gần 2 nghìn tỷ đồng, trong đó khoản thoái vốn 47,27% được định giá khoảng 1,6-1,7 nghìn tỷ đồng. Vào ngày 02/07/2025, HDC công bố đã hoàn tất việc chuyển nhượng 47,27% cổ phần còn lại tại dự án này.

* Tính đến quý 3/2025, HDC đã ghi nhận phần lớn lợi nhuận từ việc thoái vốn tại Đại Dương (bao gồm khoản lãi trước thuế 696 tỷ đồng trong quý 3/2025, 70,6 tỷ đồng trong quý 2/2025 và 255 tỷ đồng trong quý 4/2022), đồng thời đã thu được phần lớn số tiền bán. Khoản phải thu còn lại khoảng 300 tỷ đồng dự kiến sẽ được thu hoàn tất đến tháng 6/2026.

Hoàn tất phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho cổ đông hiện hữu

* Vào ngày 25/12/2025, HDC đã công bố kết quả đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi cho cổ đông hiện hữu, theo phương án đã được thông qua tại ĐHCĐ thường niên tháng 5/2025, với tỷ lệ đăng ký mua hết toàn bộ. Các điều khoản chính như sau:

- Tổng giá trị phát hành: Khoảng 500 tỷ đồng, tương đương khoảng 5 triệu trái phiếu với mệnh giá 100.000 đồng/trái phiếu.

- Mã trái phiếu: HDC425001

- Loại trái phiếu: trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông, không có tài sản đảm bảo, không kèm chứng quyền.

- Mục đích sử dụng vốn: thanh toán nợ vay đến hạn hoặc trước hạn.

- Kỳ hạn trái phiếu: 2 năm.

- Lãi suất: 10%/năm; trả lãi 6 tháng/lần.

- Điều khoản chuyển đổi: Chuyển đổi bắt buộc thành cổ phiếu với tỷ lệ 1:10 (mỗi trái phiếu đổi thành 10 cổ phiếu) qua hai đợt: 1) Đợt 1: 40% lượng trái phiếu phát hành được chuyển đổi sau 1 năm, và 2) Đợt 2: lượng trái phiếu còn lại được chuyển đổi khi đáo hạn. Việc chuyển đổi toàn bộ trái phiếu sẽ dẫn đến phát hành thêm tới khoảng 50 triệu cổ phiếu, tương đương 25% lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại.

* Phân bổ nhà đầu tư: 98,29% cho nhà đầu tư cá nhân và 1,71% cho nhà đầu tư tổ chức.

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, tinh 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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy 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 Thực, 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.