

Bán ra (giữ nguyên)

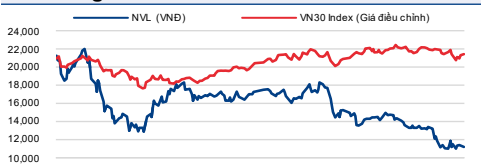
Giá mục tiêu: VNĐ8,500 (từ VNĐ9,400)

Tiềm năng tăng/giảm: -24.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/8/2024)	11,200
Mã Bloomberg	NVL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,000-22,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	11,333
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,841
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	869
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,950
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	956
Slg CP NN được mua (tr.đv)	878
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.97%
Tỷ lệ freefloat	68.2%
Cổ đông lớn	Chủ tịch (17.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(15.5)	(17.3)	(46.4)
So với chỉ số	(13.5)	(17.0)	(47.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	302	(666)	N/a
2025F	(699)	(1,093)	(36.0)
2026F	(687)	(1,113)	(38.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

NVL là nhà phát triển khu dân cư phân khúc trung cấp đến cao cấp uy tín tại TP.HCM. Công ty cũng mở rộng sang phát triển các thành phố vệ tinh & BDS nghỉ dưỡng

Chuyên viên phân tích

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

KQKD đầy nghi vấn, quá trình tái cấu trúc đang diễn ra

- HSC duy trì khuyến nghị Bán ra đối với NVL và giảm 9% giá mục tiêu xuống 8.500đ trên cơ sở các giả định định giá mới (mặc dù tăng dự báo lợi nhuận) sau khi phân tích KQKD Q2/2024 và triển vọng doanh nghiệp.
- Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, với 628 tỷ đồng lợi nhuận thuần trong năm 2024 (nhờ doanh thu HĐ tài chính tăng). Cho năm 2025 và 2026, Công ty được dự báo giảm lỗ, lần lượt 1,5 nghìn tỷ đồng và 1,4 nghìn tỷ đồng (chủ yếu nhờ tình trạng pháp lý tại dự án Novaworld Hồ Tràm có cải thiện).
- Cổ phiếu NVL được định giá cao và đang giao dịch ở mức chiết khấu so với RNAV thấp hơn bình quân 3 năm. Tập đoàn đang phải đối mặt với hàng loạt thách thức lớn như tiến độ hoàn thành các thủ tục pháp lý tại các dự án lớn vẫn còn chậm trong khi thanh khoản vẫn ở mức thấp.

Sự kiện: Cập nhật sau khi công bố KQKD Q2/2024 & họp bàn tái cơ cấu

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với NVL sau khi (1) Công ty báo cáo KQKD Q2/2024 cao hơn nhiều so với dự báo nhờ doanh thu HĐ tài chính cao hơn kỳ vọng, và (2) BLD cập nhật về tình hình tái cấu trúc Công ty trong cuộc họp diễn ra ngày 30/7/2024, với thông tin tích cực liên quan đến những tiến triển pháp lý tại dự án Novaworld Hồ Tràm (gần hoàn tất), cũng như những thành công nhất định trong việc gia hạn nợ.

Tác động: Lợi nhuận năm 2024 tích cực, giảm lỗ trong năm 2025-2026

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, với 628 tỷ đồng lợi nhuận thuần trong năm 2024 (nhờ doanh thu HĐ tài chính tăng). Cho năm 2025 và 2026, Công ty được dự báo lỗ nhẹ hơn, lần lượt 1,5 nghìn tỷ đồng và 1,4 nghìn tỷ đồng (nhờ tình trạng pháp lý tại dự án Novaworld Hồ Tràm có cải thiện và có khả năng bàn giao từ năm 2025). Trước đó, chúng tôi dự báo lỗ 1,4 nghìn tỷ đồng, 2,2 nghìn tỷ đồng, và 2,3 nghìn tỷ đồng lần lượt cho các năm 2024, 2025, và 2026.

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi cho thấy EPS bình quân giai đoạn 2024-2026 thấp hơn 36% so với dự báo của thị trường cho giai đoạn 2025-2026 (có phần chậm hơn), phản ánh tình hình cải thiện tại dự án Novaworld Hồ Tràm.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15,5% trong 1 tháng qua, NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 21,5% so với RNAV/cp ở mức 14.327đ (sau khi điều chỉnh giảm 9,5% và áp dụng mức chiết khấu 40% – không đổi), nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 27,6%.

Cổ phiếu vẫn được định giá ở mức cao. Chúng tôi điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 8.500đ (rủi ro giảm giá 24%) phần lớn do giảm 30% tiền giá cho dự án Novaworld Phan Thiết để phản ánh quan điểm của chúng tôi về những thách thức trong việc chuyển đổi tiền thuê đất hàng năm thành tiền thanh toán quyền sử dụng đất một lần (Lum sum LUR).

HSC duy trì khuyến nghị Bán ra. Theo quan điểm của chúng tôi, nỗ lực tái cấu trúc của NVL có tiến triển rất khiêm tốn khi nguồn vốn tài trợ mới rất ít nhưng các khoản nợ đang đến hạn thanh toán. Công ty vẫn đang mong đợi vào sự hỗ trợ từ Chính phủ và sự giúp đỡ của các chủ nợ để có thể vượt qua những thách thức pháp lý và khó khăn tài chính.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,590	(799)	(365) ▲	(581) ▲	(599)
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,162	606	628 ▲	(1,454) ▲	(1,428) ▲
EPS ĐC (đồng)	1,040	291	302 ▲	(699) ▲	(687) ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	19,252	19,510	19,832 ▲	19,087 ▲	18,354 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	48.9	(95.2)	(223)	(139)	(114)
P/E ĐC (lần)	10.8	38.5	37.1	N/a	N/a
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.58	0.57	0.56	0.59	0.61
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(40.6)	(72.0)	3.75	(331)	1.76
ROAE (%)	5.96	1.60	1.64	(3.83)	(3.91)

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

Một xong, nhiều còn đang dở

HSC điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu xuống còn 8.500đ, chủ yếu để phản ánh quan điểm của chúng tôi về tính khả thi trong việc chuyển đổi tiền thuê đất hàng năm của dự án Novaworld Phan Thiết (trong bối cảnh có nhiều thay đổi) và duy trì khuyến nghị Bán ra. Tuy nhiên, chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, với 628 tỷ đồng lợi nhuận thuần trong năm 2024 (nhờ doanh thu HĐ tài chính tăng). Cho năm 2025 và 2026, Công ty được dự báo lỗ nhẹ hơn, lần lượt 1,5 nghìn tỷ đồng và 1,4 nghìn tỷ đồng (nhờ tình trạng pháp lý tại dự án Novaworld Hồ Tràm có cải thiện và có khả năng tiến hành bàn giao từ năm 2025 trở đi). Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá của cổ phiếu là 24% vì hiện đang được định giá ở mức cao.

Thêm thông tin về KQKD Q2/2024

NVL báo cáo KQKD Q2/2024 với doanh thu thuần 1,5 nghìn tỷ đồng (tăng 122,2% so với quý trước và 47% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần 941 tỷ đồng (chuyển biến tích cực từ lỗ 567 tỷ đồng và 607 tỷ đồng lần lượt trong Q1/2024 và Q2/2023).

KQKD trên vượt dự báo của chúng tôi, nhưng chủ yếu đến từ sự tăng vọt của doanh thu HĐ tài chính lên 3,9 nghìn tỷ đồng, đóng góp chính bởi các hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC). Lưu ý, HSC vẫn chưa có đủ thông tin chi tiết về cơ chế đang được áp dụng để ghi nhận các khoản thu nhập này và các dự án cụ thể đã mang lại khoản lợi nhuận trên.

Loại trừ các khoản lợi nhuận thuần không thường xuyên khoảng 1,8 nghìn tỷ đồng (Q2/2023 lỗ 0,2 nghìn tỷ đồng), Công ty sẽ phải ghi nhận khoản lỗ HĐKD cốt lõi 493 tỷ đồng, làm tăng khoản lỗ so với cùng kỳ thêm 9,8%. Để làm rõ, khoản lợi nhuận thuần 1,8 nghìn tỷ đồng là kết quả của 4,1 nghìn tỷ đồng lãi tài chính (85% từ các hợp đồng hợp tác kinh doanh và các khoản mục khác) và 2,3 nghìn tỷ đồng lỗ tài chính (50% từ các hợp đồng hợp tác kinh doanh, 33% từ lỗ trong hoạt động thoái vốn khỏi công ty con, Huỳnh Gia Huy, và các khoản mục khác). Chúng tôi sẽ thảo luận chi tiết về hoạt động thoái vốn khỏi công ty Huỳnh Gia Huy ở phần bên dưới.

Theo đó, trong nửa đầu năm 2024, doanh thu thuần của NVL đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng 35,5% so với cùng kỳ, hoàn thành 50% dự báo cho cả năm 2024 của chúng tôi) và 374 tỷ đồng lợi nhuận thuần (chuyển biến tích cực từ lỗ 1 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2023 và tích cực hơn nhiều so với dự báo trước đó của chúng tôi, với mức lỗ 1,4 nghìn tỷ đồng trong năm nay).

Bảng 1: KQKD Q2/2024, NVL

	Q2/23	Q2/24	% so với cùng kỳ	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,054	1,549	47.0%	1,658	2,247	35.5%
Lợi nhuận gộp	328	433	32.0%	477	623	30.6%
Doanh thu HĐ tài chính	766	3,952	416.0%	1,686	4,592	172.4%
Chi phí tài chính	(882)	(2,364)	168.0%	(1,705)	(3,137)	84.0%
Chi phí bán hàng	(43)	(86)	98.6%	(81)	(140)	73.6%
Chi phí quản lý	(448)	(363)	-19.1%	(752)	(688)	-8.5%
Lợi nhuận HĐ	(277)	1,573	N/m	(371)	1,252	N/m
Thu nhập thuần khác	(13)	0	N/m	(6)	107	N/m
LNTT	(290)	1,573	N/m	(377)	1,360	N/m
LNST	(684)	946	N/m	(1,094)	345	N/m
Lợi nhuận thuần	(635)	941	N/m	(1,012)	374	N/m
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(232)	1,793	N/m	(207)	1,757	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	(449)	(493)	9.8%	(847)	(1,032)	21.8%

Nguồn: NVL, HSC

Bán lỗ công ty con

Trong phần thuyết minh, BLĐ cho biết ngày 1/4/2024, Công ty đã chuyển nhượng toàn bộ phần vốn góp tại một trong những công ty con – Huỳnh Gia Huy – với giá khoảng 1,9 nghìn tỷ đồng. Giá chuyển nhượng này chưa bao gồm giá trị tài sản hạ tầng và các khoản nợ tồn đọng. Việc chuyển nhượng mang lại khoản lỗ hơn 797 tỷ đồng, là khoản chênh lệch giữa tổng giá trị chuyển nhượng và giá trị sổ sách. Khoản

lỗ này được ghi nhận như một phần chi phí tài chính, hầu như không ảnh hưởng nhiều đến phần đóng góp lợi nhuận từ các hợp đồng hợp tác kinh doanh.

Theo báo cáo thường niên của NVL, công ty Huỳnh Gia Huy có vốn điều lệ 725 tỷ đồng (NVL sở hữu 99,98% cổ phần) và là CĐT dự án NovaHills Mũi Né (Phan Thiết) có diện tích 399.310 m². Dự án bao gồm 603 biệt thự và đã bắt đầu bàn giao từ Q1/2022. Doanh thu năm 2023 của Huỳnh Gia Huy đạt 8 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với mức 638 tỷ đồng trong năm 2022.

Tình trạng pháp lý: Ho Tram cleared; others hope for 4Q24

Tính đến Q2/2024, tình trạng pháp lý tại các dự án của NVL vẫn còn phức tạp. Mặc dù các trở ngại liên quan đến pháp lý hầu như đã được giải quyết tại dự án Novaworld Hồ Tràm (dự án nhỏ nhất trong 3 đại dự án của Công ty), thì các dự án còn lại vẫn phải đương đầu với những thách thức liên quan đến pháp lý. Những nội dung chính như sau:

- **Novaworld Hồ Tràm:** Có đến 4 trong tổng số 5 dự án thành phần bao gồm Habana Island, Morito, Wonderland, và The Tropicana đã đủ điều kiện mở bán (đã có giấy phép mở bán). Một dự án thành phần có tên là Happy Beach vẫn đang trong giai đoạn xin giấy phép xây dựng.
- **Novaworld Phan Thiết:** Thách thức lớn nhất Công ty đang đối mặt là việc chuyển đổi tiền thuê đất hàng năm thành tiền thanh toán quyền sử dụng đất một lần.
- **Aqua City:** Dự án đang chờ phê duyệt quy hoạch 1/5.000 (Khu C4) và quy hoạch 1/500 điều chỉnh. Chúng tôi hiểu rằng dự án này vẫn gặp nhiều thách thức, vì Công ty chưa nhận được giấy phép mở bán đối với các căn hộ còn lại (khoảng 600 căn đã có giấy phép mở bán).
- **TP.HCM:** Hầu hết các dự án bị đình trệ liên quan đến vấn đề thanh toán tiền sử dụng đất (chưa xác định được tiền sử dụng đất, chưa thanh toán hoặc có yêu cầu bổ sung thêm). HSC nhận thấy Công ty đang phải đối mặt với các thách thức đáng kể trong việc hoàn tất các thủ tục pháp lý đối với các quỹ đất này.

Mặc dù BLĐ đã vạch ra các mốc thời gian cụ thể để giải quyết những vấn đề trên từ Q4/2024, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng do những hạn chế về thanh khoản của NVL và các vấn đề pháp lý tại các dự án quan trọng. Theo quan điểm của chúng tôi, NVL phải mất nhiều thời gian để có thể giải quyết những vấn đề trên. Khoảng thời gian 6 tháng khó lòng đủ.

Nợ: Tiếp tục trì hoãn

Trong Báo cáo doanh nghiệp "[Triển vọng tiếp tục khó khăn; giảm 22% giá mục tiêu](#)", chúng tôi đánh giá cao nỗ lực của BLĐ trong việc gia hạn/chuyển đổi trái phiếu doanh nghiệp với các NĐT NN, với tổng trị giá 7 nghìn tỷ đồng. NVL đã tiếp tục thành công việc gia hạn với các chủ nợ trong nước (chủ yếu là trái phiếu do VPBank, MBBank phát hành và CTCP Chứng khoán Dầu khí (PSI; chưa khuyến nghị) phát hành), với việc gia hạn và chuyển 2,9 nghìn tỷ đồng trái phiếu ngắn hạn sang dài hạn trong nửa đầu năm 2024. Tổng nợ của NVL vẫn không thay đổi nhiều, tăng 1,7% so với quý trước và tăng 2,6% so với đầu năm đạt 59,2 nghìn tỷ đồng.

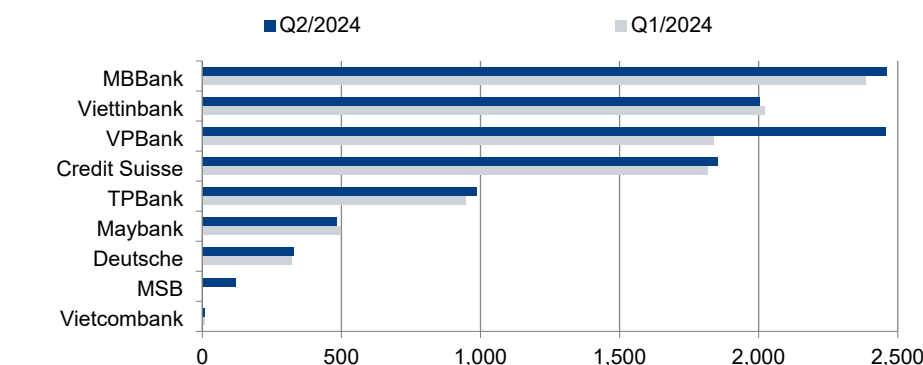
Bảng 2: Tóm tắt nợ, NVL

Tỷ đồng	1/1/2024	31/3/2024	30/6/2024	% sv quý trước	% sv đầu năm 2024
Nợ ngắn hạn					
Vay ngân hàng	3,129	3,764	4,637	23.2%	48.2%
Trái phiếu doanh nghiệp	19,648	22,473	16,439	-26.9%	-16.3%
Vay bên thứ 3	8,238	8,861	9,448	6.6%	14.7%
Chi phí phát hành trái phiếu	(136)	(138)	(83)	-39.5%	-38.6%
Nợ bên liên quan	59	59	59	0.0%	0.0%
Tổng nợ ngắn hạn	30,937	35,019	30,499	-12.9%	-1.4%
Nợ dài hạn					
Vay ngân hàng	6,278	6,137	6,065	-1.2%	-3.4%
Trái phiếu doanh nghiệp	18,978	16,075	22,222	38.2%	17.1%
Vay bên thứ 3	1,758	1,199	611	-49.0%	-65.2%
Chi phí phát hành trái phiếu	(239)	(196)	(181)	-7.7%	-24.3%
Tổng nợ dài hạn	26,775	23,214	28,716	23.7%	7.3%
Tổng	57,712	58,233	59,215	1.7%	2.6%

Nguồn: NVL, HSC ước tính

Biểu đồ 3: Tỷ trọng cho NVL vay ngoài trái phiếu (tỷ đồng)

Sau các khoản vay từ MBB trong Q1, giá trị vay nợ ở VPBank cũng tăng lên trong Q2 khi Ngân hàng này cho NVL vay thêm 618 tỷ đồng

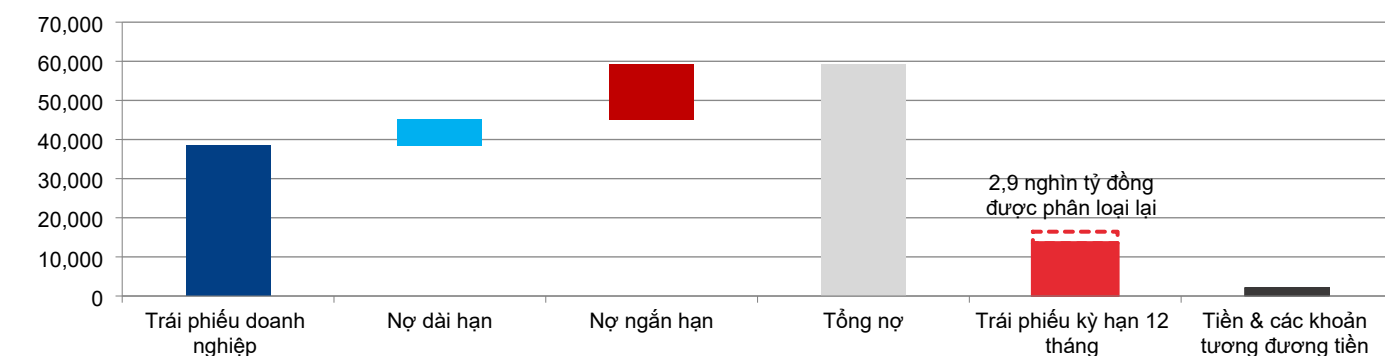


Nguồn: NVL, HSC ước tính

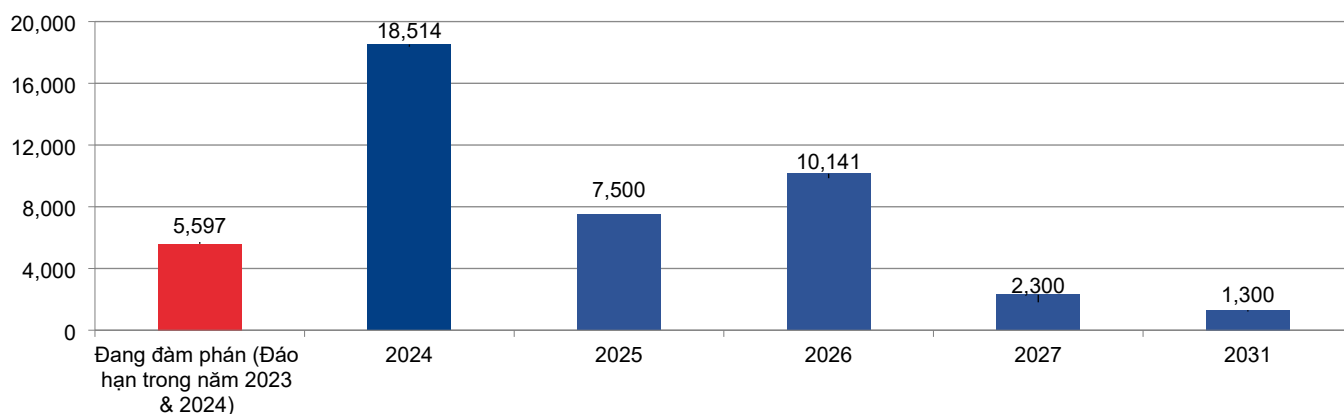
Tuy nhiên, chúng tôi vẫn hoài nghi về tính thanh khoản của Công ty do sự không chênh lệch đáng kể giữa các nợ và vị thế tiền mặt của công ty, với rất ít hoặc gần như không có nguồn vốn bổ sung trong thời gian tới:

- Nguồn tiền thanh toán theo tiến độ của khách hàng và nguồn vốn các bên cho vay đã cam kết chỉ được giải ngân khi các vấn đề pháp lý tại các dự án trọng điểm được giải quyết.
- Nguồn vốn huy động từ hoạt động phát hành riêng lẻ theo kế hoạch, ESOP và phát hành quyền vẫn đang chờ UBCKNN phê duyệt.

Biểu đồ 4: Cơ cấu nợ tính đến Q2/2024 (tỷ đồng), NVL



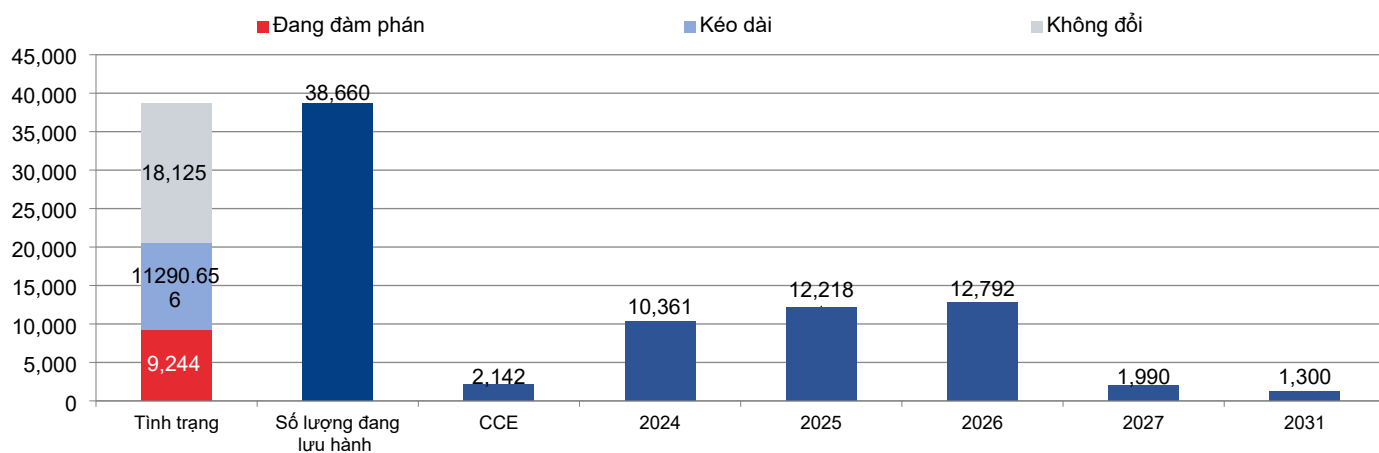
Nguồn: NVL, HSC ước tính

Biểu đồ 5: Thời điểm đáo hạn trả nợ gốc TPDN (chưa tính lãi trên trái phiếu), Q1/2024 (tỷ đồng), NVL

Nguồn: NVL, HSC ước tính

Biểu đồ 6: Cơ cấu TPDN theo tình trạng & kỳ hạn đáo hạn (chưa tính lãi trên trái phiếu), Q2/2024 (tỷ đồng), NVL

BLĐ cố gắng dàn trải nghĩa vụ thanh toán TPDN nhưng lượng tiền mặt vẫn chỉ ở mức 2,1 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q2/2024

Ghi chú: *CCE = tiền & các khoản tương đương tiền
Nguồn: NVL, HSC ước tính

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 cũ và mới, NVL

Tỷ đồng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024F				
Doanh thu thuần	4,415	5,312	20.3%	11.7%
Lợi nhuận gộp	1,370	1,641	19.8%	24.1%
Lỗ tài chính	(1,184)	811	N/m	-57.0%
Chi phí BH&QL	(1,612)	(1,667)	3.4%	-6.5%
LNTT	(1,426)	785	N/m	-60.7%
Lợi nhuận thuần	(1,426)	628	N/m	29.3%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	1,757	N/m	-59.7%
'Lợi nhuận cốt lõi'	(1,426)	(778)	-45.4%	-70.7%
2025F				
Doanh thu thuần	6,070	6,616	9.0%	24.5%
Lợi nhuận gộp	1,536	1,640	6.8%	-0.1%
Lỗ tài chính	(1,953)	(1,212)	-37.9%	-249.5%
Chi phí BH&QL	(1,848)	(1,881)	1.8%	12.8%
LNTT	(2,265)	(1,454)	-35.8%	-285.1%
Lợi nhuận thuần	(2,265)	(1,454)	-35.8%	-331.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	-	-100%
'Lợi nhuận cốt lõi'	(2,265)	(1,454)	-35.8%	86.9%
2026F				
Doanh thu thuần	6,790	7,069	4.1%	6.8%
Lợi nhuận gộp	1,784	1,797	0.7%	9.6%
Lỗ tài chính	(2,057)	(1,168)	-43.2%	-3.6%
Chi phí BH&QL	(2,040)	(2,057)	0.8%	9.3%
LNTT	(2,313)	(1,428)	-38.3%	-1.8%
Lợi nhuận thuần	(2,313)	(1,428)	-38.3%	-1.8%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	-	-
'Lợi nhuận cốt lõi'	(2,313)	(1,428)	-38.3%	-1.8%

Nguồn: HSC ước tính

Tăng dự báo lợi nhuận

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, với 628 tỷ đồng lợi nhuận thuần trong năm 2024, nhưng sang năm 2025 và 2026, Công ty được dự báo lỗ lần lượt 1,5 nghìn tỷ đồng và 1,4 nghìn tỷ đồng (so với dự báo lỗ trước đó lần lượt ở mức 1,4 nghìn tỷ đồng, 2,2 nghìn tỷ đồng, và 2,3 nghìn tỷ đồng). Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho năm 2024 để phản ánh lợi nhuận tài chính tăng đáng kể trong năm nay. Dự báo cho năm 2025-2026 được điều chỉnh để phản ánh những cải thiện liên quan đến các vấn đề pháp lý tại Novaworld Hồ Tràm, dẫn đến khả năng bàn giao từ năm 2025.

Do không có thông tin liên quan đến tài sản được thanh lý hoặc kế hoạch bán cổ phần, chúng tôi không phản ánh lợi nhuận tài chính hoặc lợi nhuận HĐKD không cốt lõi vào mô hình dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026.

Giảm 9% giá mục tiêu, duy trì khuyến nghị Bán ra

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP đối với NVL xuống 8.500đ. Ngoài ra, chúng tôi cũng giảm 9,5% ước tính RNAV/cp xuống 14.327đ, phần lớn là do giảm 30% định giá cho dự án Novaworld Phan Thiết để phản ánh những thách thức trong việc chuyển đổi tiền thuê đất hàng năm thành tiền thanh toán quyền sử dụng đất (LUR). Mặc dù có nhiều tiến triển tích cực gần đây tại dự án Novaworld Hồ Tràm, NVL vẫn đang phải đương đầu với những khó khăn ngày càng lớn liên quan đến tài chính và pháp lý, và phụ thuộc ngày càng lớn vào sự hỗ trợ của chính phủ và sự giúp đỡ từ chủ nợ – đặc biệt là trong vòng hai năm tới. HSC giữ nguyên mức chiết khấu 40% so với RNAV để phản ánh tình hình khó khăn của NVL cũng như những diễn biến gần đây để đưa ra giá mục tiêu theo phương pháp SoTP.

HSC duy trì khuyến nghị Bán ra với rủi ro giảm giá 24% tại giá mục tiêu mới. Bất chấp các diễn biến bất hợp lý của giá cổ phiếu NVL trong thời gian qua, chúng tôi tin rằng về dài hạn, giá cổ phiếu của NVL sẽ điều chỉnh về giá trị hợp lý.

Các giả định định giá như sau:

- HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để tính toán giá trị của các dự án đang được phát triển.
- Đối với các tài sản và nợ khác, chúng tôi tiếp tục sử dụng giá trị sổ sách. Lưu ý rằng chúng tôi không có thông tin về các khoản nợ nào ngoài bảng CĐKT.

Bảng 8: Định giá, NVL

Tỷ đồng	HSC định giá lại	Phương pháp
RNAV của dự án	63,165	DCF
Tài sản khác	59,260	Giá trị sổ sách
Các khoản nợ khác	(35,122)	Giá trị sổ sách
Tổng tài sản	87,302	
Nợ thuần	(59,363)	Giá trị sổ sách
NAV	27,939	
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,950	
RNAV/cp (đồng)	14,327	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV	40%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	8,500	

Nguồn: HSC ước tính

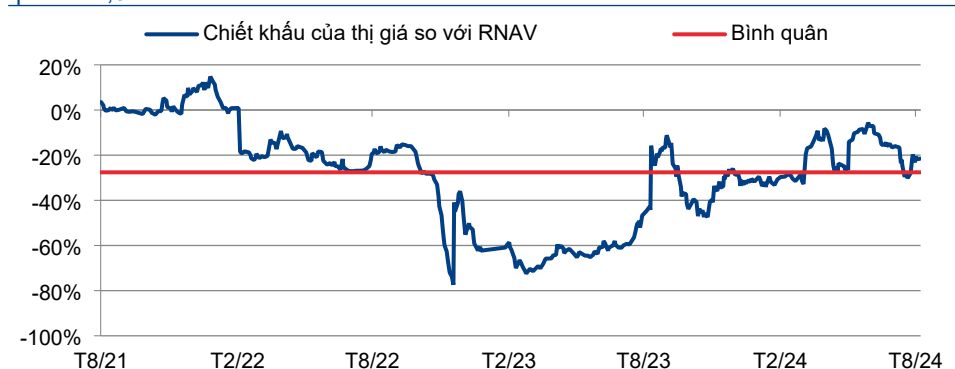
Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, NVL

Giả định chiết khấu so với RNAV	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	11,400	10,000	8,500	7,100	5,700
Tiềm năng tăng/giảm	1.7%	-10.7%	-24.1%	-36.6%	-49.1%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 10: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, NVL

NVL đang giao dịch với mức chiết khấu 21,5%, thấp hơn so với giá trị bình quân 3 năm qua là 27,6%



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15,5% trong 1 tháng qua do thị trường điều chỉnh và phản ánh tình hình tài chính khó khăn của Công ty, NVL đang giao dịch với chiết khấu 21,5% so với ước tính RNAV/cp (giảm 9,5% so với ước tính trước đó), thấp hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 27,6%. Dựa trên cơ sở đó, cổ phiếu đang được định giá cao. HSC duy trì khuyến nghị Bán ra.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	11,134	4,757	5,312	6,616	7,069
Lợi nhuận gộp	4,251	1,322	1,641	1,640	1,797
Chi phí BH&QL	(2,496)	(1,782)	(1,667)	(1,881)	(2,057)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,755	(460)	(25.8)	(241)	(260)
Lãi vay thuần	856	1,884	811	(1,212)	(1,168)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	3.62	(152)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	1,367	726	0	0	0
LNTT	3,982	1,999	785	(1,454)	(1,428)
Chi phí thuế TNDN	(1,801)	(1,513)	(157)	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	(19.5)	120	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,162	606	628	(1,454)	(1,428)
Lợi nhuận thuần ĐC	2,162	606	628	(1,454)	(1,428)
EBITDA ĐC	1,590	(799)	(365)	(581)	(599)
EPS (đồng)	1,109	311	322	(745)	(732)
EPS ĐC (đồng)	1,040	291	302	(699)	(687)
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,079	2,079	2,079	2,079	2,079

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	8,600	3,413	2,747	2,350	6,936
Đầu tư ngắn hạn	327	43.5	43.5	43.5	43.5
Phải thu khách hàng	52,982	47,011	43,606	37,876	37,606
Hàng tồn kho	134,485	138,935	137,364	148,973	149,131
Các tài sản ngắn hạn khác	1,882	1,752	1,928	2,121	2,333
Tổng tài sản ngắn hạn	198,276	191,155	185,689	191,362	196,049
TSCĐ hữu hình	3,855	2,332	2,237	2,141	2,045
TSCĐ vô hình	83.2	69.8	56.5	43.2	29.8
Bất động sản đầu tư	3,145	5,543	5,500	5,457	5,414
Đầu tư dài hạn	33.8	305	305	305	305
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,582	1,423	1,423	1,423	1,423
Tài sản dài hạn khác	50,390	40,659	41,799	42,765	46,682
Tổng tài sản dài hạn	59,089	50,332	51,320	52,134	55,899
Tổng cộng tài sản	257,365	241,486	237,009	243,497	251,948
Nợ ngắn hạn	25,517	30,937	32,918	40,060	42,490
Phả trả người bán	10,453	9,877	10,165	10,021	10,093
Nợ ngắn hạn khác	21,625	26,266	26,787	27,296	29,502
Tổng nợ ngắn hạn	74,421	87,283	86,032	92,080	95,437
Nợ dài hạn	39,060	26,775	29,536	21,310	10,825
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	12,615	13,708	13,708	13,708	13,708
Nợ dài hạn khác	86,228	68,157	61,541	71,660	88,668
Tổng nợ dài hạn	137,903	108,639	104,785	106,678	113,200
Tổng nợ phải trả	212,436	196,184	191,078	199,019	208,899
Vốn chủ sở hữu	37,543	38,047	38,675	37,221	35,793
Lợi ích cổ đông thiểu số	7,386	7,256	7,256	7,256	7,256
Tổng vốn chủ sở hữu	44,930	45,303	45,931	44,477	43,049
Tổng nợ phải trả và VCSH	257,365	241,486	237,009	243,497	251,948
BVPS (đ)	19,252	19,510	19,832	19,087	18,354
Nợ thuần*/(tiền mặt)	55,977	54,300	59,706	59,020	46,379

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	1,755	(460)	(25.8)	(241)	(260)
Khấu hao	165	339	339	339	339
Lãi vay thuần	856	1,884	811	(1,212)	(1,168)
Thuế TNDN đã nộp	(694)	(416)	(157)	0	0
Thay đổi vốn lưu động	1,119	(6,096)	(1,530)	6,040	10,712
Khác	1,111	3,776	2,865	1,567	1,552
LCT thuần từ HKKD	(3,047)	(7,626)	(6,067)	25.5	4,859
Đầu tư TS dài hạn	(294)	(12.8)	661	660	660
Góp vốn & đầu tư	(20,046)	0	0	0	0
Thanh lý	7,830	8,279	0	0	7,123
Khác	4,544	(1,118)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(7,965)	7,149	661	660	7,783
Cổ tức trả cho CSH	(0.00)	(0.03)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	251	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,112	(4,710)	4,741	(1,083)	(8,056)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,363	(4,710)	4,741	(1,083)	(8,056)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	17,249	8,600	3,413	2,747	2,350
LCT thuần trong kỳ	(8,649)	(5,188)	(665)	(397)	4,586
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.04)	0.00	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8,600	3,413	2,747	2,350	6,936
Dòng tiền tự do	(3,341)	(7,639)	(5,406)	686	5,519

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	38.2	27.8	30.9	24.8	25.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.3	(16.8)	(6.88)	(8.78)	(8.48)
Tỷ suất LNT (%)	19.4	12.7	11.8	(22.0)	(20.2)
Thuế TNDN hiện hành (%)	45.2	75.7	20.0	0	0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(25.3)	(57.3)	11.7	24.5	6.85
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(50.9)	(150)	54.3	(59.0)	(3.18)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(33.0)	(72.0)	3.75	(331)	1.76
Tăng trưởng EPS (%)	(39.0)	(72.0)	3.75	(331)	1.76
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(40.6)	(72.0)	3.75	(331)	1.76
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.96	1.60	1.64	(3.83)	(3.91)
ROACE (%)	1.05	(0.27)	(0.02)	(0.16)	(0.17)
Vòng quay tài sản (lần)	0.05	0.02	0.02	0.03	0.03
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	(1.74)	16.6	236	(0.11)	(18.7)
Số ngày tồn kho	7,132	14,764	13,659	10,928	10,325
Số ngày phải thu	2,810	4,996	4,336	2,778	2,604
Số ngày phải trả	554	1,050	1,011	735	699
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	192	193	194	196	164
Nợ/tài sản (%)	31.3	31.8	32.8	30.9	26.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	(0.20)	(0.22)
Nợ/EBITDA (lần)	50.7	(96.1)	(213)	(129)	(110)
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.66	2.19	2.16	2.08	2.05
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.99	16.0	15.4	12.2	9.65
EV/EBITDA ĐC (lần)	48.9	(95.2)	(223)	(139)	(114)
P/E (lần)	10.1	36.1	34.8	N/a	N/a
P/E ĐC (lần)	10.8	38.5	37.1	N/a	N/a
P/B (lần)	0.58	0.57	0.56	0.59	0.61
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn