

Giảm tỷ trọng (từ Bán ra)

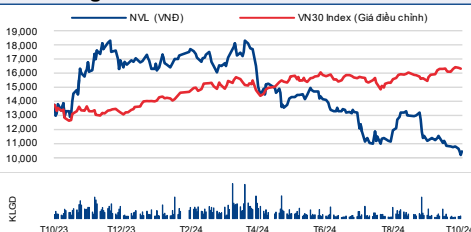
Giá mục tiêu: VNĐ8,700 (từ VNĐ8,500)

Tiềm năng tăng/giảm: -16.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/10/2024)	10,450
Mã Bloomberg	NVL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,200-18,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	10,438
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,379
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	809
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	(6.70)	(13.6)	(24.0)
So với chỉ số	(10.8)	(17.3)	(36.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	(3,273)	302	(1,183.9)
2025F	(869)	(699)	24.3
2026F	(507)	(687)	(26.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Đoàn Bảo Anh Tuấn

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

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Vẫn còn nhiều thách thức; nâng khuyến nghị lên Giảm tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với NVL lên Giảm tỷ trọng (từ Bán ra), đa phần do định giá, mặc dù chúng tôi tăng 3% giá mục tiêu lên 8.700đ dựa trên các giả định mới sau khi phân tích KQKD sau kiểm toán cho nửa đầu năm 2024 và các triển vọng.
- Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, với mức lỗ nặng hơn mức 6,8 nghìn tỷ đồng (do trích lập dự phòng cao hơn) trong năm 2024, sau đó lỗ giảm xuống còn 1,8 nghìn tỷ đồng và 1 nghìn tỷ đồng lần lượt trong năm 2025 và 2026 (nhờ tình trạng pháp lý tại các dự án Novaworld Hồ Tràm, Victoria Village, và Palm City cải thiện).
- Cổ phiếu NVL vẫn được định giá quá cao và đang giao dịch ở mức chiết khấu so với RNAV thấp hơn bình quân 3 năm. Chúng tôi dự báo Công ty sẽ tiếp tục đối mặt với những thách thức về pháp lý và tài chính.

Sự kiện: Cập nhật sau khi công bố KQKD sau kiểm toán cho nửa đầu năm 2024

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với NVL sau khi Công ty công bố KQKD sau kiểm toán cho nửa đầu năm 2024 thấp hơn dự báo của chúng tôi do 1) giá vốn hàng bán cao hơn dự báo 2) trích lập dự phòng cao liên quan đến dự án Lakeview City và 3) doanh thu HĐ tài chính thấp hơn báo cáo tự lập trước đó. Trong nửa đầu năm 2024, NVL báo cáo 2.285 tỷ đồng doanh thu thuần (tăng 37,8% so với cùng kỳ), trong khi lợi nhuận thuần giảm mạnh 613,8% so với cùng kỳ xuống còn 7.224 tỷ đồng.

Tác động: Lỗ nặng trong năm 2024 và giảm trong năm 2025-2026

Cho năm 2024, 2025, và 2026, HSC dự báo tình trạng thua lỗ vẫn tiếp diễn (nhưng giảm dần), lần lượt ở mức 6,8 nghìn tỷ đồng, 1,8 nghìn tỷ đồng, và 1 nghìn tỷ đồng (trước đó, chúng tôi dự báo NVL sẽ ghi nhận 628 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2024 và lỗ bình quân 1,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 và 2026). Trong khi dự báo cho năm 2024 được điều chỉnh nhằm phản ánh sát hơn việc thay đổi trích lập dự phòng, mức lỗ trong năm 2026 được dự báo giảm nhờ mở bán dự án Novaworld Hồ Tràm, Victoria Village và Palm City, cũng như bắt đầu bàn giao nhà từ năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 3% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 8.700đ nhưng giảm 12,7% ước tính RNAV/cp của NVL xuống còn 12.504đ. Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính RNAV/cp sau khi cập nhật các giả định liên quan đến bảng ĐKKT dựa trên thông tin chi tiết từ KQKD sau kiểm toán. Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm mức chiết khấu so với RNAV xuống còn 30% (từ 40%) để phản ánh kỳ vọng Chính phủ sẽ đẩy nhanh tiến độ giải quyết các vướng mắc pháp lý của ngành BĐS tại thị trường miền Nam trong Q4/2024.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, NVL đang giao dịch ở mức chiết khấu 16,4% so với RNAV/cp, nhò hơn so với bình quân 3 năm ở mức 27,7%. 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. Nâng khuyến nghị lên Giảm tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,590	(799)	(3,490) ▼	(1,029) ▼	(306) ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,162	606	(6,805) ▼	(1,807) ▼	(1,055) ▲
EPS ĐC (đồng)	1,040	291	(3,273) ▼	(869) ▼	(507) ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	19,252	19,510	16,020 ▼	15,094 ▼	14,553 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	48.0	(93.4)	(22.3)	(75.1)	(242)
P/E ĐC (lần)	10.0	35.9	N/a	N/a	N/a
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.54	0.54	0.65	0.69	0.72
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(40.6)	(72.0)	(1,224)	73.5	41.6
ROAE (%)	5.96	1.60	(19.6)	(5.95)	(3.65)

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

Sự hợp tác của nhiều bên liên quan quyết định sự tồn tại của NVL

HSC tăng 3% giá mục tiêu đối với NVL lên 8.700đ và nâng khuyến nghị lên Giảm tỷ trọng, chủ yếu do giá cổ phiếu giảm trong những tháng qua. Chúng tôi cập nhật các giả định trong bảng CĐKT sau khi NVL công bố KQKD sau kiểm toán cho nửa đầu năm 2024 với một số cải thiện được ghi nhận (mặc dù còn nhiều thách thức), đồng thời cũng tăng dự báo lỗ thuần cho năm 2024 nhưng giảm nhẹ dự báo lỗ cho năm 2026 (giữ nguyên dự báo cho năm 2025). Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá của cổ phiếu là 16% vì hiện đang được định giá ở mức quá cao.

Đánh giá KQKD sau kiểm toán cho nửa đầu năm 2024

NVL đã công bố BCTC bán niên sau kiểm toán ngày 26/9/2024, 8 ngày sau khi cổ phiếu của Công ty bị HSX đưa vào diện cảnh báo. Doanh thu nửa đầu năm 2024 của Công ty đạt 2.285 tỷ đồng, tăng 37,8% so với cùng kỳ, và lỗ thuần ở mức 7.224 tỷ đồng (mức lỗ lớn hơn 6,1 lần so với cùng kỳ). Phần lớn khoản lỗ này, khoảng 6.657 tỷ đồng, được ghi nhận trong Q2/2024 – mức lỗ lớn hơn 10 lần so với Q1/2023. Ngoại trừ khoản lỗ mục không thường xuyên ước tính khoảng 3.282 tỷ đồng trong nửa đầu năm (Q2/2023: lỗ 1,1 nghìn tỷ đồng), lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi ghi nhận lỗ khoảng 4.032 tỷ đồng, lớn hơn 5,6 lần so với cùng kỳ.

Theo đó, KQKD nửa đầu năm 2024 hoàn thành 43% dự báo doanh thu thuần trước đó cho cả năm 2024 của chúng tôi (5.312 tỷ đồng), trong khi lợi nhuận thuần trong giai đoạn này có xu hướng thấp hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi (dự báo năm 2024, lợi nhuận thuần ở mức 628 tỷ đồng). Lưu ý rằng chúng tôi dự báo NVL sẽ ghi nhận lợi nhuận trong nửa cuối năm 2024 nhờ (1) bàn giao dự án một số nhỏ tại TP.HCM và (2) ghi nhận doanh thu HĐ tài chính (chưa có thông tin chi tiết). Chúng tôi sẽ thảo luận về vấn đề này chi tiết hơn ở phần bên dưới.

Điều quan trọng cần lưu ý rằng, theo đơn vị kiểm toán, do KQKD ngày càng suy giảm trong khi áp lực trả nợ ngày càng gia tăng, NVL có nguy cơ phải ngừng hoạt động nếu không nhận được sự hợp tác từ nhiều phía: các chủ nợ trong việc gia hạn các khoản vay, Chính phủ trong việc giải quyết các vấn đề pháp lý, khách hàng trong việc tiếp tục thanh toán sau khi các vấn đề pháp lý được giải quyết và các đối tác trong việc bán, thanh lý tài sản với mức giá mong muốn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhận thấy NVL tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức lớn.

Bảng 1: KQKD Q2/2024 và 6 tháng đầu năm 2024, NVL

Tỷ đồng	Q2/23	Q2/24	So với cùng kỳ	6T23	6T24	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,054	1,587	50.6%	1,658	2,285	37.8%
Lợi nhuận gộp	328	(2,593)	-8.9x	477	(2,403)	-6.0x
Doanh thu HĐ tài chính	766	805	5.1%	1,686	1,445	-14.3%
Chi phí tài chính	(882)	(2,364)	168.0%	1,705	(3,137)	-284.0%
Chi phí bán hàng	(43)	(88)	102.6%	81	(142)	-275.3%
Chi phí quản lý	(448)	(375)	-16.2%	752	(700)	-193.1%
Lợi nhuận HĐ	(277)	(4,614)	15.7x	(371)	4,935	N/m
Thu nhập thuần khác	14	(1,854)	-133x	(6)	(1,746)	290x
LNTT	(263)	(6,468)	24.6x	(377)	(6,682)	18.8x
LNST	(657)	(6,726)	9.2x	(1,094)	(7,327)	5.7x
Lợi nhuận thuần	(608)	(6,657)	9.9x	(1,012)	(7,224)	6.1x
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(1)	(3,282)	High	(207)	(3,459)	15.7x
'Lợi nhuận cốt lõi'	(607)	(4,032)	5.6x	(847)	(4,456)	4.3x

Nguồn: NVL, HSC

Có một số thay đổi đáng chú ý so với nội dung được ghi nhận trong BCTC sau kiểm toán Q2/2024

BLĐ đặt mục tiêu tăng doanh thu HĐ tài chính

Trong BCTC chưa kiểm toán cho Q2/2024, NVL đã phản ánh lợi nhuận 3.952 tỷ đồng từ các hợp đồng hợp tác kinh doanh. Tuy nhiên, do phần lớn lợi nhuận trên không

được ghi nhận tính đến ngày 30/6/2024, kiểm toán viên đã yêu cầu NVL điều chỉnh khoản lợi nhuận này xuống 804 tỷ đồng (sự điều chỉnh này được thể hiện trong Bảng 1).

NVL tuyên bố đã ghi nhận khoản tiền trên vào ngày 26/8/2024, nhưng chúng tôi vẫn nghi ngờ về điều này và quyết định không phản ánh khoản lợi nhuận này vào mô hình dự báo lợi nhuận mới. Đáng lưu ý, trong quá khứ NVL thường ghi nhận lợi nhuận HĐ tài lớn nhưng không có thông tin rõ ràng liên quan đến nguồn thu.

Trích lập dự phòng cho dự án Lakeview City

Dự án này có tổng diện tích 30.106 ha, tọa lạc tại quận 2 (nay là thành phố Thủ Đức). Khu đất này được giao cho NVL để đổi lấy dự án Bình Khánh (30.224 ha) mà Công ty đã hoàn tất đền bù giải phóng mặt bằng. Dự án Lakeview City được mở bán, và đã bán hết, cũng như bàn giao cho khách hàng cách đây nhiều năm.

Hiện nay, UBND TP.HCM đã yêu cầu NVL phải nộp tổng số tiền là 5.176 tỷ đồng, bao gồm tiền sử dụng đất và tiền phạt chậm nộp. Công ty không đồng ý với quyết định trên của UBND TP.HCM và cho rằng giá trị phí sử dụng đất phải dựa trên thời điểm năm 2008 và do đó, Công ty không phải chịu trách nhiệm về khoản tiền này.

Mặc dù vậy, theo yêu cầu của kiểm toán viên, NVL đã phải trích lập dự phòng cho khoản tiền này, làm cho các chỉ số tài chính quan trọng của Q2/2024 tăng đột biến như sau:

- **Giá vốn hàng bán:** Mức tăng lên 4.180 tỷ đồng, tăng 4,6 lần so với cùng kỳ và 7,4 lần so với quý trước (từ 1.116 tỷ đồng trong Q1/2024) và là mức cao nhất kể từ năm 2018.
- **Các chi phí khác:** Được ghi nhận ở mức 1.935 tỷ đồng (tăng 177 lần so với cùng kỳ và 6,7 lần so với quý trước), trong đó 1.589 tỷ đồng là khoản thanh toán tiền phạt chậm nộp thuế.
- **Thuế phải nộp** Được ghi nhận ở mức 7.571 tỷ đồng, tăng 7,1% so với cùng kỳ và 6,7% so với quý trước. Việc trích lập dự phòng chủ yếu để phản ánh mức tăng đáng kể của phí sử dụng đất (5.109 tỷ đồng) mà chúng tôi cho là có liên quan đến dự án Lakeview City.

Bán lỗ dự án NovaHills Mũi Né

Trong phần thuyết minh, BLĐ NVL 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 trên 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 đã được tính như một phần của chi phí tài chính.

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 công ty Huỳnh Gia Huy đạt chỉ 8 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với mức 638 tỷ đồng trong năm 2022.

Dấu hiệu phục hồi ở phía trước nhưng vẫn còn thách thức lớn

Lên kế hoạch bán những tài sản lớn trong 12 tháng tới

Theo BLĐ, trong nửa đầu năm 2024, NVL rao bán 15 tài sản với giá trị tổng cộng 25,4 nghìn tỷ đồng để trả bớt nợ. Mặc dù thông tin dự vẫn chưa có thông tin cụ thể về tài sản nào được rao bán, nhưng NVL có cung cấp bảng phân tích về số tiền kỳ vọng thu được và tiến độ thực hiện của từng giao dịch. Chi tiết như sau:

- **Bán thành công:** Thu về 1 nghìn tỷ đồng sau khi bán thành công một tài sản.
- **Đã ký hợp đồng nguyên tắc:** Đã ký hợp đồng nguyên tắc đối với 7 tài sản, dự kiến thu về 12,4 nghìn tỷ đồng.
- **Đã ký biên bản ghi nhớ:** Đã ký biên bản ghi nhớ đối với 3 tài sản, dự kiến thu về 9,1 nghìn tỷ đồng.

- **Đã nhận được thư chào mua:** Đã nhận được thư chào mua đối với 3 tài sản, dự kiến thu về 1,98 nghìn tỷ đồng.
- **Vẫn đang rao bán:** Đang rao bán một tài sản, dự kiến thu về 994 tỷ đồng.

Mặc dù BLĐ tự tin có thể hoàn tất việc bán những tài sản này trong vòng 12 tháng tới, HSC tỏ ra nghi ngờ về tính hợp lệ và khả thi của việc này do thiếu thông tin chi tiết về các dự án, bên mua tiềm năng và cơ sở định giá cho các giá bán kỳ vọng trên. Trong khi thông tin xác minh chưa được công bố, HSC sẽ không phản ánh việc bán những tài sản này vào mô hình dự báo lợi nhuận và định giá.

Tình trạng pháp lý của các dự án: Hy vọng sẽ cải thiện ở miền Nam

Tình trạng pháp lý tại 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. Tóm tắt về các dự án:

- **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:** Vẫn đang gặp khó khăn trong việc chuyển đổi tiền thuê đất hàng năm thành tiền thanh toán quyền sử dụng đất một lần (Lum sum LUR), điều không thể thực hiện được theo Luật Đất đai mới có hiệu lực gần đây.
- **Aqua City:** Dự án đang chờ phê duyệt quy hoạch 1/5.000 (Khu C4) và quy hoạch 1/500 điều chỉnh. HSC hiểu rằng dự án này vẫn còn nhiều thách thức, vì Công ty chưa nhận được giấy phép mở bán đối với các căn hộ còn lại.
- **TP.HCM:** Trong khi chúng tôi thấy có những cập nhật tích cực về một số dự án như Victoria Village và Palm City, phần lớn các dự án vẫn bị đình trệ liên quan vấn đề thanh toán tiền sử dụng đất một lần (chưa xác định được phí sử dụng đất, chưa thanh toán tiền sử dụng đất, hoặc yêu cầu thanh toán tiền sử dụng đất bổ sung). 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.

Tuy nhiên, nhờ những động thái tích cực gần đây của Chính phủ trong việc giải quyết những vướng mắc pháp lý tại nhiều dự án ở miền Nam, như cấp giấy phép xây dựng cho dự án Riverside của Đất Xanh Group (DXG; Nắm giữ, giá mục tiêu 16.000đ) hoặc xác định phí sử dụng đất một lần cho dự án Bắc Hà Thanh của CTCP phát triển BĐS Phát Đạt (PDR; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 25.200đ), chúng tôi dự báo các vấn đề pháp lý tại một số dự án của NVL sẽ bắt đầu được giải quyết trong Q4/2024.

Nợ: Có phần cải thiện, nhưng vẫn còn áp lực trong ngắn hạn

Trong nửa đầu năm 2024, BLĐ NVL đã đàm phán gia hạn thành công với nhiều chủ nợ. Sau khi đàm phán thành công với Credit Suisse AG Singapore trong việc gia hạn khoản trái phiếu trị giá 7 nghìn tỷ đồng trong Q1/2024, Công ty chuyển sang đàm phán với các chủ nợ trong nước như VPBank (VPB; Mua vào, giá mục tiêu 23.000đ), MBBank (MBB; Mua vào, giá mục tiêu 29.500đ) và Petroleum Securities JSC (PSI; chưa khuyến nghị) trong Q2/2024. Nhờ những nỗ lực trên, NVL đã gia hạn thành công 8 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024, nâng tổng số nợ được gia hạn thành công lên 17,3 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 30/6/2024. Tuy nhiên, 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.

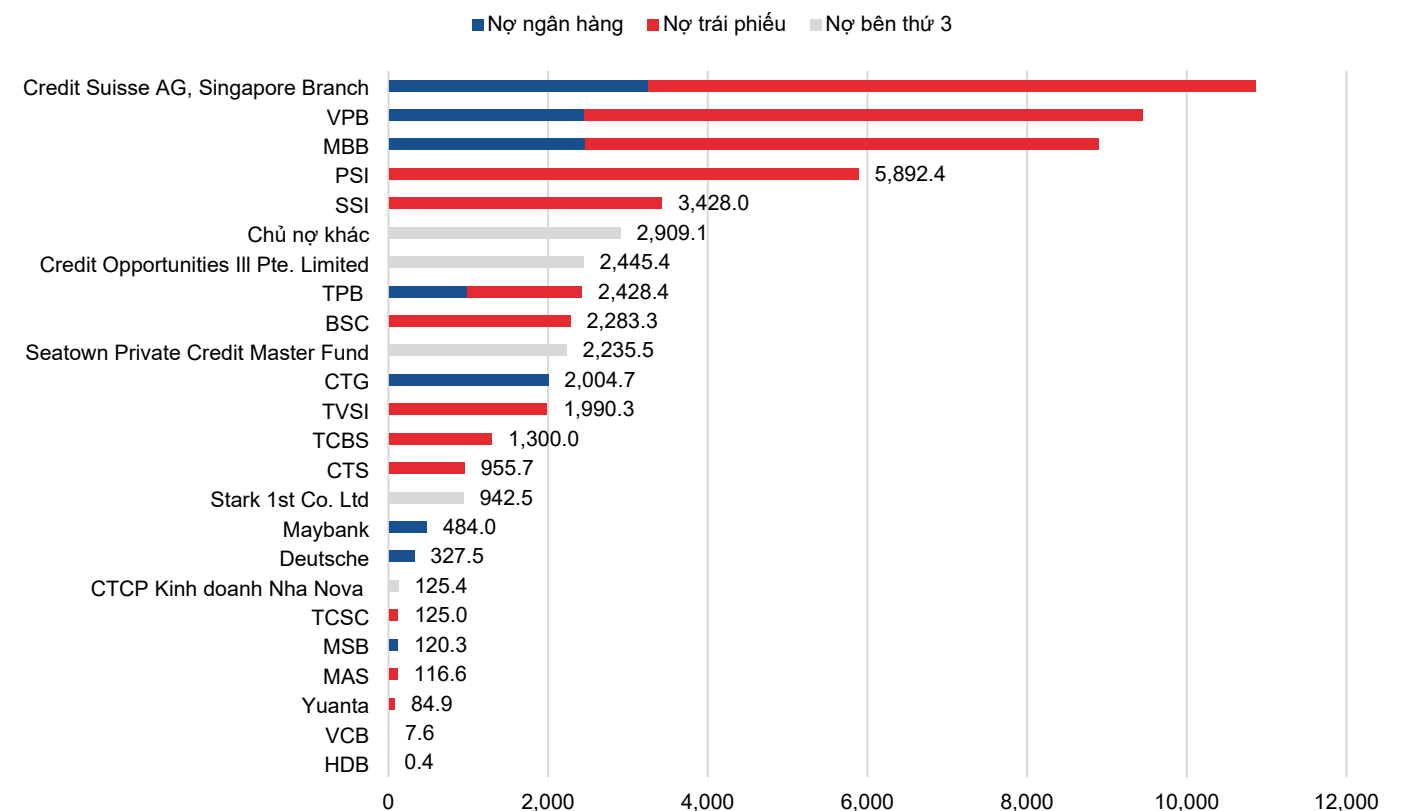
Bảng 2: Cơ cấu nợ, NVL

Tỷ đồng	2023	Q3/24	6T/24	So với quý trước	So với đầu năm
Nợ ngắn hạn					
Vay ngân hàng	3,129	3,764	4,848	28.8%	54.9%
Trái phiếu doanh nghiệp	19,648	22,473	15,869	-29.4%	-19.2%
Vay bên thứ 3	8,238	8,861	10,059	13.5%	22.1%
Chi phí phát hành trái phiếu	-136	-138	(83)	-39.6%	-38.7%
Nợ bên liên quan	59	59	59	-0.8%	-0.8%
Tổng nợ ngắn hạn	30,937	35,019	30,751	-12.2%	-0.6%
Nợ dài hạn					
Vay ngân hàng	6,278	6,137	5,854	-4.6%	-6.8%
Trái phiếu doanh nghiệp	18,978	16,075	22,792	41.8%	20.1%
Vay bên thứ 3	1,758	1,199	-	-100.0%	-100.0%
Chi phí phát hành trái phiếu	-239	-196	(181)	-7.5%	-24.2%
Tổng nợ dài hạn	26,775	23,214	28,464	22.6%	6.3%
Tổng	57,712	58,233	59,215	1.7%	2.6%

Nguồn: NVL, HSC ước tính

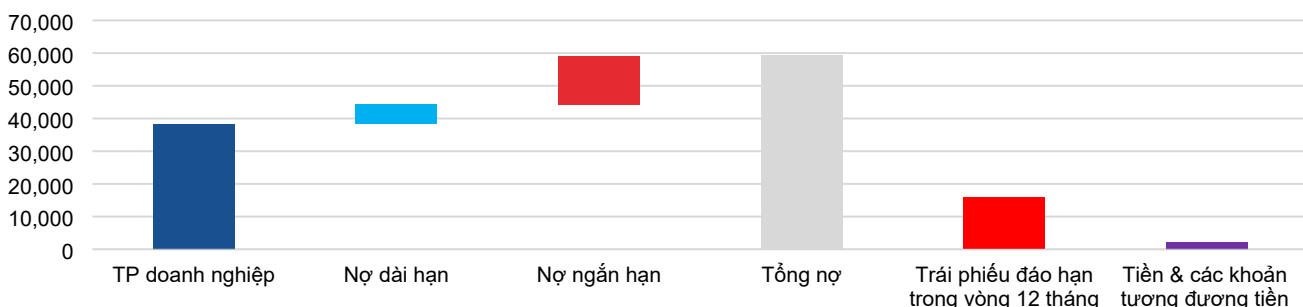
Biểu đồ 3: Danh sách các chủ nợ và số nợ tương ứng tính đến 6 tháng đầu năm 2024 (Tỷ đồng), NVL

3 chủ nợ lớn nhất đồng ý gia hạn nợ, và hiện NVL chuyển sang đàm phán với các chủ nợ còn lại



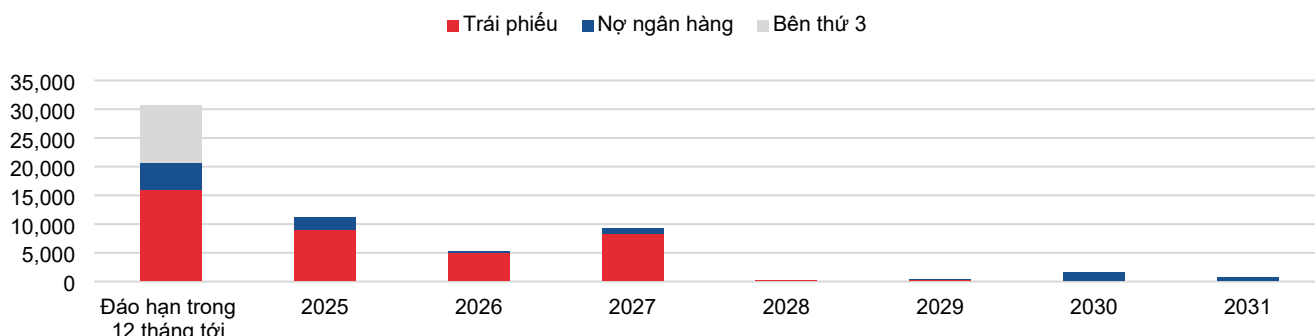
Nguồn: NVL, HSC ước tính

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



Nguồn: NVL, HSC ước tính

Biểu đồ 5: Dự báo nợ gốc đến hạn (Tỷ đồng), NVL



Nguồn: NVL, HSC ước tính

Vì công ty khả năng cao sẽ đáo hạn được nợ ngân hàng (vì các khoản vay này đến từ MBB và VPB - chủ nợ đã giúp tái cơ cấu trái phiếu nước ngoài của NVL thành trái phiếu trong nước với ngày đáo hạn gốc vào năm 2027), HSC dự báo BLĐ sẽ tập trung đàm phán với các chủ nợ trong nước còn lại vốn đang nắm giữ trái phiếu thông qua công ty chứng khoán như BSC, CTS, Mirea Assets và PSI.

Như đã đề cập ở phần trên, sự tồn tại của NVL tùy thuộc vào sự hợp tác của nhiều bên. Mặc dù đã đạt được tiến triển đáng kể trong việc tái cấu trúc nợ, nhưng Công ty vẫn lệ thuộc vào Chính phủ và khách hàng, cả hai đều đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra thanh khoản để có thể trả các khoản nợ trên trong tương lai.

Vì thế, HSC nhấn mạnh hoài nghi về tình hình thanh khoản của Công ty do có sự chênh lệch đáng kể giữa các khoản 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.

Dự báo mới: Tiếp tục thua lỗ

Dựa trên thông tin từ BCTC bán niên sau kiểm toán, HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026. Mặc dù giữ nguyên dự báo doanh thu thuần cho năm 2024 và 2025, những diễn biến tích cực tại dự án Novaworld Hồ Tràm, Victoria Village, và Palm City buộc chúng tôi phải điều chỉnh tăng dự báo cho năm 2026 lên 9,1 nghìn tỷ đồng. Dự báo mới cho thấy doanh thu doanh thu tăng trưởng lần lượt 11,7%, 24,5%, và 38,2% trong năm 2024, 2025, và 2026.

Về lợi nhuận thuần, chúng tôi dự báo NVL tiếp tục lỗ – mặc dù mức độ thua lỗ có giảm – 6,8 nghìn tỷ đồng, 1,8 nghìn tỷ đồng, và 1 nghìn tỷ đồng cho năm 2024, 2025, và

2026 (so với dự báo trước đó với lợi nhuận thuần 628 tỷ đồng trong năm 2024 và lỗ bình quân 1,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2025-2026).

Dự báo mới cho năm 2024 và KQKD thực tế trong nửa đầu năm 2024 cho thấy dự báo nửa cuối năm 2024:

- Doanh thu dự kiến đạt 3.025 tỷ đồng, giảm 2,6% so với cùng kỳ nhưng tăng 32,3% so với nửa đầu năm;
- Lợi nhuận thuần chung đạt 419 tỷ đồng, giảm 76,4% so với cùng kỳ nhưng có cải thiện so với mức lỗ 7,2 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024.
- Lỗ thuần từ các khoản mục không thường xuyên được ghi nhận ở mức 473 tỷ đồng (so với lợi nhuận 729,9 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2023 và lỗ 3.459 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024) và
- Lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi đạt 798 tỷ đồng, giảm 35,3% so với cùng kỳ nhưng có cải thiện đáng kể so với mức lỗ 4.456 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024.

Đáng lưu ý, mặc dù điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận để phản ánh tốt hơn sự gia tăng đáng kể trong giá vốn hàng bán trong năm nay (do trích lập dự phòng cao hơn), chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận thuần năm 2026 nhờ vào khả năng mở bán và bàn giao nhiều dự án nói trên, bắt đầu 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.

Bảng 6: Dự báo cũ và dự báo mới lợi nhuận giai đoạn 2024-26, NVL

Tỷ đồng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024F				
Doanh thu thuần	5,312	5,312	0.0%	11.7%
Lợi nhuận gộp	1,641	(1,409)	-185.8%	-206.5%
Chi phí tài chính thuần	811	(1,614)	-299.0%	-185.6%
Chi phí BH&QL	(1,667)	(1,742)	4.5%	-2.3%
LNTT	785	(6,805)	-9.7x	-4.4x
Lợi nhuận thuần	628	(6,805)	-11.8x	-12.2x
Các khoản mục ròng không thường xuyên	1,757	(3,791)	-3.2x	-255.6%
Lợi nhuận HĐKD “cốt lõi”	(778)	(3,772)	3.8x	180.9%
2025F				
Doanh thu thuần	6,616	6,616	0.0%	24.5%
Lợi nhuận gộp	1,640	1,274	-22.3%	-190.5%
Chi phí tài chính thuần	(1,212)	(1,117)	-7.8%	-30.8%
Chi phí BH&QL	(1,881)	(1,963)	4.4%	12.7%
LNTT	(1,454)	(1,807)	24.2%	-73.5%
Lợi nhuận thuần	(1,454)	(1,807)	24.2%	-73.5%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	-100%
Lợi nhuận HĐKD “cốt lõi”	(1,454)	(1,807)	24.2%	-52.1%
2026F				
Doanh thu thuần	7,069	9,142	29.3%	38.2%
Lợi nhuận gộp	1,797	2,307	28.4%	81.1%
Chi phí tài chính thuần	(1,168)	(1,088)	-6.8%	-2.6%
Chi phí BH&QL	(2,057)	(2,274)	10.6%	15.8%
LNTT	(1,428)	(1,055)	-26.1%	-41.6%
Lợi nhuận thuần	(1,428)	(1,055)	-26.1%	-41.6%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	N/m
Lợi nhuận HĐKD “cốt lõi”	(1,428)	(1,055)	-26.1%	-41.6%

Nguồn: HSC ước tính

Tăng 3% giá mục tiêu, nâng khuyến nghị lên Giảm tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 3% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 8.700đ nhưng giảm 12,7% ước tính RNAV/cp của NVL xuống còn 12.504đ và nâng khuyến nghị lên Giảm tỷ trọng (từ Bán ra).

Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính RNAV/cp sau khi cập nhật các giả định liên quan đến bảng CĐKT (các tài sản khác, tổng dư nợ) dựa trên thông tin chi tiết từ BCTC sau kiểm toán gần đây. Xin nhắc lại, dự báo của chúng tôi tiếp tục phản ánh việc cắt giảm 30% định giá đối với dự án Novaworld Phan Thiết (mà chúng tôi lần đầu thực hiện trong Báo cáo doanh nghiệp phát hành ngày 13/8/2024) để thể hiện 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).

Nhờ những tiến triển gần đây tại dự án Novaworld Hồ Tràm và một số dự án tại TP.HCM, chúng tôi cho rằng khả năng cao sẽ có thêm dự án BDS của NVL sẽ được tháo gỡ nhiều nút thắt pháp lý vào cuối năm nay. Đi kèm cũng như sự hỗ trợ tốt hơn mong đợi từ các chủ nợ, chúng tôi đã giảm mức chiết khấu so với RNAV xuống còn 30% để có mức giá mục tiêu theo phương pháp SoTP.

Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, NVL vẫn còn phải đương đầu với những khó khăn lớn liên quan đến vấn đề 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. Nhìn chung, chúng tôi vẫn cho rằng cần có quan điểm thận trọng.

Các giả định chính của chúng tôi dẫn đến định giá theo phương pháp SoTP 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.
- Chúng tôi giảm giả định chiết khấu so với RNAV xuống 30%, từ 40% trước đó. Điều này dẫn đến các giả định của chúng tôi sát với mức chiết khấu bình quân 3 năm của NVL ở mức 27,7%.

Bảng 7: Định giá, NVL

Tỷ đồng	HSC định giá lại	Phương pháp
RNAV của dự án	61,298	DCF
Tài sản khác	55,424	BV
Các khoản nợ khác	(35,122)	BV
Tổng tài sản	81,600	
Nợ thuần	(57,216)	BV
NAV	24,385	
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,950	
RNAV/cp (đồng)	12,504	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV	30%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	8,753	

Nguồn: HSC ước tính

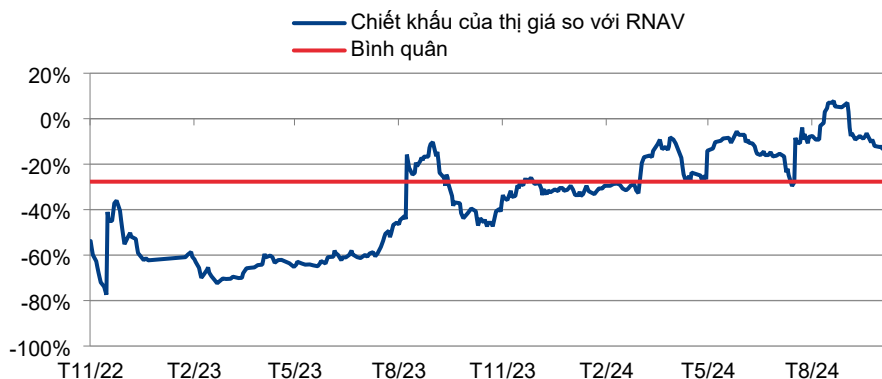
Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, NVL

Giả định chiết khấu so với RNAV	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	11,250	10,000	8,700	7,500	6,250
Tiềm năng tăng/giảm	7.7%	-4.3%	-16.7%	-28.2%	-40.2%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 9: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, NVL

NVL đang giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 16,4%, thấp hơn bình quân trong 3 năm ở mức 27,7%



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua và 37,6% kể từ đầu năm, phản ánh tình hình tài chính khó khăn của Công ty, NVL đang giao dịch với chiết khấu 16,4% so với ước tính RNAV/cp (giảm 12,6% so với ước tính trước đó), thấp hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 27,7%. Dựa trên cơ sở đó, cổ đang được định giá quá cao.

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	9,142
Lợi nhuận gộp	4,251	1,322	(1,409)	1,274	2,307
Chi phí BH&QL	(2,496)	(1,782)	(1,742)	(1,963)	(2,274)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,755	(460)	(3,150)	(689)	33.1
Lãi vay thuần	856	1,884	(1,614)	(1,117)	(1,088)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	3.62	(152)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	1,367	726	(2,041)	0	0
LN TT	3,982	1,999	(6,805)	(1,807)	(1,055)
Chi phí thuế TNDN	(1,801)	(1,513)	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	(19.5)	120	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,162	606	(6,805)	(1,807)	(1,055)
Lợi nhuận thuần ĐC	2,162	606	(6,805)	(1,807)	(1,055)
EBITDA ĐC	1,590	(799)	(3,490)	(1,029)	(306)
EPS (đồng)	1,109	311	(3,490)	(926)	(541)
EPS ĐC (đồng)	1,040	291	(3,273)	(869)	(507)
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	1,657	1,030	476
Đầu tư ngắn hạn	327	43.5	43.5	43.5	43.5
Phải thu khách hàng	52,982	47,011	49,634	42,698	42,532
Hàng tồn kho	134,485	138,935	137,103	148,345	154,042
Các tài sản ngắn hạn khác	1,882	1,752	3,844	4,228	4,651
Tổng tài sản ngắn hạn	198,276	191,155	192,281	196,344	201,744
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	5,417
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	30,961	33,563	39,028
Tổng tài sản dài hạn	59,089	50,332	40,482	42,932	48,249
Tổng cộng tài sản	257,365	241,486	232,763	239,277	249,993
Nợ ngắn hạn	25,517	30,937	34,021	36,515	36,228
Phải trả người bán	10,453	9,877	10,165	10,021	9,588
Nợ ngắn hạn khác	21,625	26,266	26,787	27,296	29,502
Tổng nợ ngắn hạn	74,421	87,283	93,428	94,758	94,868
Nợ dài hạn	39,060	26,775	25,232	21,350	17,924
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	12,615	13,708	13,708	13,708	13,022
Nợ dài hạn khác	86,228	68,157	61,636	72,509	88,280
Tổng nợ dài hạn	137,903	108,639	100,576	107,567	119,227
Tổng nợ phải trả	212,436	196,184	194,266	202,586	214,357
Vốn chủ sở hữu	37,543	38,047	31,242	29,435	28,380
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	38,498	36,691	35,636
Tổng nợ phải trả và VCSH	257,365	241,486	232,763	239,277	249,993
BVPS (đ)	19,252	19,510	16,020	15,094	14,553
Nợ thuần*/(tiền mặt)	55,977	54,300	57,596	56,835	53,677

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	1,755	(460)	(3,150)	(689)	33.1
Khấu hao	165	339	339	339	339
Lãi vay thuần	856	1,884	(1,614)	(1,117)	(1,088)
Thuế TNDN đã nộp	(694)	(416)	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	1,119	(6,096)	7,203	6,047	7,575
Khác	1,111	3,776	(1,477)	1,481	1,458
LCT thuần từ HKKD	(3,047)	(7,626)	(3,957)	101	2,501
Đầu tư TS dài hạn	(294)	(12.8)	661	660	657
Góp vốn & đầu tư	(20,046)	0	0	0	0
Thanh lý	7,830	8,279	0	0	0
Khác	4,544	(1,118)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(7,965)	7,149	661	660	657
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)	1,541	(1,388)	(3,713)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,363	(4,710)	1,541	(1,388)	(3,713)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	17,249	8,600	3,413	1,657	1,030
LCT thuần trong kỳ	(8,649)	(5,188)	(1,755)	(628)	(554)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.04)	0.00	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8,600	3,413	1,657	1,030	476
Dòng tiền tự do	(3,341)	(7,639)	(3,296)	761	3,158

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	(26.5)	19.3	25.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.3	(16.8)	(65.7)	(15.5)	(3.35)
Tỷ suất LNT (%)	19.4	12.7	(128)	(27.3)	(11.5)
Thuế TNDN hiện hành (%)	45.2	75.7	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(25.3)	(57.3)	11.7	24.5	38.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(50.9)	(150)	(337)	70.5	70.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(33.0)	(72.0)	(1,224)	73.5	41.6
Tăng trưởng EPS (%)	(39.0)	(72.0)	(1,224)	73.5	41.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(40.6)	(72.0)	(1,224)	73.5	41.6
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.96	1.60	(19.6)	(5.95)	(3.65)
ROACE (%)	1.05	(0.27)	(2.15)	(0.49)	0.02
Vòng quay tài sản (lần)	0.05	0.02	0.02	0.03	0.04
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.74)	16.6	1.26	(0.15)	75.5
Số ngày tồn kho	7,132	14,764	7,446	10,136	8,226
Số ngày phải thu	2,810	4,996	2,696	2,918	2,271
Số ngày phải trả	554	1,050	552	685	512
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	192	193	233	240	233
Nợ/tài sản (%)	31.3	31.8	32.0	29.9	26.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	(1.95)	(0.62)	0.03
Nợ/EBITDA (lần)	50.7	(96.1)	(21.4)	(69.6)	(217)
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.66	2.19	2.06	2.07	2.13
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.86	15.7	14.7	11.7	8.10
EV/EBITDA ĐC (lần)	48.0	(93.4)	(22.3)	(75.1)	(242)
P/E (lần)	9.43	33.7	N/a	N/a	N/a
P/E ĐC (lần)	10.0	35.9	N/a	N/a	N/a
P/B (lần)	0.54	0.54	0.65	0.69	0.72
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