

Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ15,600 (từ VNĐ10,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 2.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/7/2025)	15,250
Mã Bloomberg	NVL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	8,100-15,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,267
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	29,739
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,139
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	6.64	65.2	15.1
So với chỉ số	(6.26)	37.4	(6.00)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	(286)	(491)	(41.7)
2026F	55.9	(416)	N/a
2027F	1,979	1,009	96.1

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

Cơ hội phục hồi rõ nét; nâng khuyến nghị lên Năm giữ

- HSC tăng mạnh giá mục tiêu lên 15.600đ (tiềm năng tăng giá 2%) sau khi điều chỉnh các giả định dựa trên những diễn biến tích cực trong thời gian gần đây liên quan đến tình trạng pháp lý của một số dự án lớn của Công ty (Aqua City, NovaWorld Phan Thiết, Victoria Village). Chúng tôi cũng nâng khuyến nghị đối với NVL lên Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng).
- Chúng tôi tăng mạnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, lên mức lạc quan hơn nhiều so với kỳ vọng của thị trường. Dự báo mới của HSC cho thấy NVL sẽ có chuyển biến lợi nhuận trong năm 2026, sớm hơn một năm so với dự báo trước đó của chúng tôi.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 65% trong 3 tháng qua, có lẽ nhờ (1) tiến triển tích cực về mặt pháp lý diễn ra sớm hơn kỳ vọng và (2) tâm lý thị trường cải thiện, NVL hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 31,5% so với ước tính RNAV/cp (22.322đ), sát với bình quân 3 năm ở mức 32,5%.

Sự kiện: Cập nhật sau khi có tiến triển tích cực về mặt pháp lý

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với NVL sau khi có tiến triển tích cực về mặt pháp lý liên quan đến một số dự án lớn của Công ty, bao gồm Aqua City (đã nhận được quy hoạch chi tiết 1/500 điều chỉnh); NovaWorld Phan Thiết (đã được Chính phủ cho phép chuyển đổi hình thức thanh toán tiền sử dụng đất hằng năm sang một lần), và Victoria Village (đã nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư điều chỉnh). Tất cả những yếu tố này có thể sẽ đẩy nhanh tiến độ phát triển dự án, bàn giao và ghi nhận doanh thu.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027; kỳ vọng có chuyển biến lợi nhuận trong năm 2026

Trước những tiến triển thuận lợi về mặt pháp lý, HSC tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 lên mức lạc quan hơn nhiều so với kỳ vọng của thị trường. Thật vậy, chúng tôi hiện dự báo Công ty sẽ trở lại có lãi trong năm 2026, sớm hơn một năm so với kỳ vọng trước đó. Cụ thể, chúng tôi dự báo lỗ thuần từ HĐKD cốt lõi sẽ thu hẹp xuống còn 284 tỷ đồng (so với 928 tỷ đồng trước đó) trong năm 2025, sau đó trở lại có lãi lần lượt là 116 tỷ đồng trong năm 2026 và 4.115 tỷ đồng trong năm 2027, trên doanh thu lần lượt là 8,1 nghìn tỷ đồng (giảm 9,9% so với cùng kỳ), 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18,8%) và 27,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,8 lần).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% và tăng 65% trong 1 tháng và 3 tháng qua, có lẽ nhờ (1) tiến triển tích cực về mặt pháp lý diễn ra sớm hơn kỳ vọng và (2) tâm lý thị trường cải thiện, NVL hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 31,5% so với ước tính RNAV/cp (điều chỉnh tăng 26% lên 22.322đ), sát với bình quân 3 năm ở mức 32,5%.

HSC tăng mạnh giá mục tiêu lên 15.600đ – dựa trên mức chiết khấu giả định 30% so với RNAV/cp, nhỏ hơn so với 40% trước đó – và nâng khuyến nghị lên Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng). Mặc dù tình trạng pháp lý của các dự án của Công ty đã cải thiện đáng kể, báo hiệu cho sự chuyển biến lợi nhuận rõ nét hơn, chúng tôi vẫn lo ngại về khoản nợ lớn và phức tạp chưa thanh toán và tỷ lệ hấp thụ chưa ổn định của các dự án sắp triển khai/khởi động lại. Đáng chú ý, tâm lý thị trường dường như lạc quan hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 15/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(799)	(2,193)	420 ▲	851 ▲	5,885 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	606	(6,412)	(596) ▲	116 ▲	4,115 ▲
EPS ĐC (đồng)	291	(3,084)	(286) ▲	55.9 ▲	1,979 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	19,510	19,423	19,118	19,177	21,287 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	(105)	(39.5)	217	113	15.7
P/E ĐC (lần)	52.4	N/a	N/a	273	7.71
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.78	0.79	0.80	0.80	0.72
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	90.7	120	3,438
ROAE (%)	1.60	(16.9)	(1.58)	0.31	10.4

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

Chuyên viên phân tích

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tu.an.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

Giải cứu pháp lý từ chính phủ

Những tiến triển đáng kể trong thời gian gần đây trong việc giải quyết các vướng mắc về pháp lý tại nhiều dự án của NVL, đặc biệt là dự án Aqua City, NovaWorld Phan Thiết và Victoria Village, cùng với sự kiên nhẫn của các chủ nợ đã tạo nền tảng cho sự chuyển biến lợi nhuận sắp tới. Tuy nhiên, HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng do (1) nhiều dự án nằm ở các tỉnh cấp 2, làm dấy lên lo ngại về tỷ lệ hấp thụ, đặc biệt đối với các sản phẩm nghỉ dưỡng, và (2) tình hình nợ phức tạp của Công ty. Mặc dù chúng tôi đã điều chỉnh dự báo lợi nhuận và dự báo sẽ ghi nhận lợi nhuận trở lại trong năm 2026 (trước đó là năm 2027), nhưng diễn biến giá cổ phiếu trong tháng qua đã đẩy giá cổ phiếu về sát với mức mà chúng tôi cho là giá trị hợp lý.

Tiến triển tích cực về mặt pháp lý tại các dự án lớn

Sau khi HSC phát hành Báo cáo doanh nghiệp vào ngày 15/5/2025, một số dự án lớn của NVL đã có những tiến triển đáng kể trong việc giải quyết các vấn đề pháp lý. Dưới đây là thông tin chi tiết liên quan đến các dự án:

- **Aqua City:** Tất cả các phân khu hiện đã có quy hoạch chi tiết 1/500 điều chỉnh. Điều này giúp cho một số căn đã bán đáp ứng đủ điều kiện để ký hợp đồng mua bán. Do đó, NVL sẽ có thể thu các khoản tiền còn lại từ khách hàng. Tại thời điểm cuối năm 2024, doanh số bán nhà tại dự án Aqua City ước đạt khoảng 3 tỷ USD. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng một số căn hộ thuộc dự án này đã được bán trước khi hoàn thành thủ tục pháp lý và hạ tầng, do đó số lượng cần hộ điều kiện để ký hợp đồng mua bán sẽ thấp hơn nhiều so với số lượng căn đã bán.
- **Novaworld Phan Thiết:** NVL đã nhận được hai văn bản phê duyệt quan trọng: (1) phê duyệt chủ trương đầu tư điều chỉnh cho dự án vào ngày 24/6/2025, tiếp theo là (2) chấp thuận chuyển đổi hình thức nộp tiền sử dụng đất từ hằng năm sang một lần. Hai văn bản này loại bỏ một trong những trở ngại lớn nhất cho dự án, cho phép NVL tiến hành tính toán tiền sử dụng đất một lần và khởi động lại dự án vào năm 2026 – sớm hơn một quý so với dự báo trước đó của chúng tôi. Cột mốc quan trọng tiếp theo cho việc tái khởi động dự án sẽ là việc thanh toán tiền sử dụng đất một lần cho toàn bộ dự án.
- **Victoria Village (TP.HCM):** Công ty đã thanh toán xong tiền sử dụng đất cho dự án này và nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư điều chỉnh vào ngày 24/6/2025 – phù hợp với kỳ vọng của HSC.

Mặc dù việc gỡ vướng pháp lý diễn ra sớm hơn kỳ vọng, mang lại cơ hội cho NVL khởi động lại các dự án lớn từ nửa cuối năm 2025 đến nửa đầu năm 2026, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm thận trọng vì các dự án này nằm ở các tỉnh cấp 2, 3, làm dấy lên lo ngại về tỷ lệ hấp thụ (đặc biệt là các sản phẩm nghỉ dưỡng tại NovaWorld Hồ Tràm và NovaWorld Phan Thiết). Điều này đặc biệt quan trọng khi người mua nhà đang quan tâm các dự án phục vụ cho “nhu cầu ở thực” tại các tỉnh cấp 1, khu vực dự kiến sẽ có nguồn cung tăng mạnh – làm nhu cầu gia tăng.

Nợ: Tiếp tục chậm thanh toán, nhưng kỳ vọng thanh khoản sẽ cải thiện

Về tình hình nợ của Công ty, kể từ khi chúng tôi phát hành báo cáo vào ngày 15/5/2025, NVL tiếp tục chậm thanh toán khoảng 3,5 nghìn tỷ đồng trái phiếu đáo hạn (NTDCH2227001 – 2,1 nghìn tỷ đồng, NVLH212304 – 645 tỷ đồng và Novaland.Bond.2019 – 860 tỷ đồng). Tuy nhiên, Công ty cũng đã gia hạn được thời hạn trái phiếu NVLB2123012 (1,3 nghìn tỷ đồng) thêm 36 tháng, với ngày đáo hạn mới là ngày 20/7/2028.

Với những diễn biến tích cực về mặt pháp lý tại các dự án lớn trong thời gian gần đây, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ giải ngân hạn mức tín dụng đã cam kết là 12 nghìn tỷ đồng để công ty phát triển dự án (như NVL đã thông báo tại ĐHCĐ vào tháng 3/2025), cùng với khoản tiền thanh toán theo tiến độ chưa thu từ khách hàng trong thời gian tới trở lại, sẽ tạo điều kiện cho NVL có nguồn thanh khoản cần thiết để đạt được chuyển biến lợi nhuận.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng về tình hình nợ của công ty. Khoản nợ khổng lồ 59,2 nghìn tỷ đồng (giảm 4,1% so với cùng kỳ và 3,9% so với quý trước, chưa bao

gồm các nghĩa vụ tài chính ngoại bảng CĐKT chúng tôi chưa ghi nhận), mà NVL cho biết sẽ bắt đầu giải quyết - sớm nhất từ 2027. Điều này có nghĩa là các khoản thanh toán lãi bổ sung sẽ tiếp tục tạo ra áp lực lên NVL.

Để có thêm thông tin chi tiết về tình hình nợ của Công ty tính đến ngày 31/3/2025, vui lòng xem [báo cáo trước đây](#) của chúng tôi về NVL. Chúng tôi chờ KQKD sau kiểm toán Q2/2025 để có đánh giá toàn diện hơn về bảng CĐKT của Công ty.

Bảng 1: Tổng hợp các khoản nợ của NVL

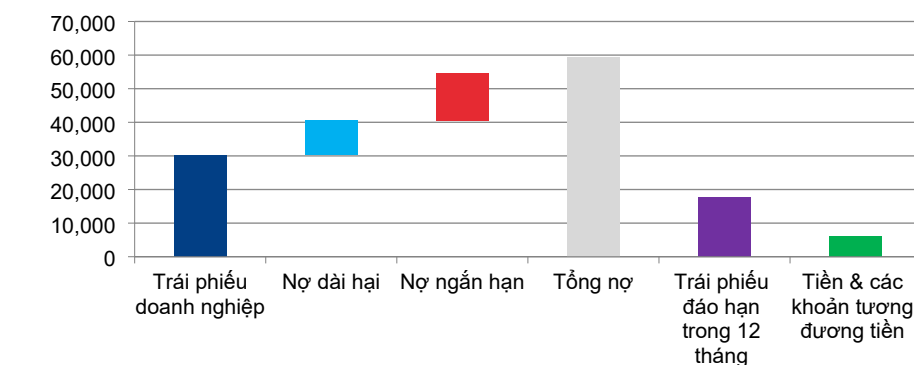
Các ngân hàng tiếp tục rút vốn cho việc xây dựng các dự án của NVL

Tỷ đồng	Q1/24	Q4/24	Q1/25	So với cùng kỳ	So với quý trước
Nợ ngắn hạn					
Vay ngân hàng	3,764	4,733	4,144	10.1%	-12.4%
Trái phiếu doanh nghiệp	22,473	22,734	17,793	-20.8%	-21.7%
Vay bên thứ 3	8,861	9,479	10,212	15.3%	7.7%
Chi phí phát hành trái phiếu	59	59	59	0.0%	0.0%
Nợ bên liên quan	(138)	59	(45)	67.6%	-175.9%
Tổng nợ ngắn hạn	35,019	37,064	32,164	-8.2%	-13.2%
Nợ dài hạn					
Vay ngân hàng	6,278	10,154	14,532	131.5%	43.1%
Trái phiếu doanh nghiệp	18,978	14,581	12,701	-33.1%	-12.9%
Vay bên thứ 3	1,758	-	0	-100.0%	N/m
Chi phí phát hành trái phiếu	(239)	(149)	(139)	41.8%	6.2%
Tổng nợ dài hạn	26,775	24,586	27,094	1.2%	10.2%
Tổng cộng nợ	61,794	61,650	59,257	-4.1%	-3.9%

Nguồn: NVL, HSC

Biểu đồ 2: Cơ cấu nợ tính đến Q1/2025 (tỷ đồng), NVL

Sự chênh lệch đáng kể giữa nợ chưa thanh toán và vị thế tiền mặt.



Nguồn: NVL, HSC

Kế hoạch phát hành cổ phiếu để hoán đổi nợ

Theo các tài liệu được công bố gần đây, NVL có kế hoạch tổ chức ĐHCĐ bất thường trong tháng 8/2025 (với ngày đăng ký cuối cùng là ngày 4/7/2025) để thông qua kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu để hoán đổi nợ, với thông tin chi tiết dự kiến sẽ được công bố sau.

Lợi nhuận: Dự kiến sẽ có chuyển biến lợi nhuận trong năm 2026

Dựa trên những diễn biến thuận lợi về pháp lý tại các dự án của NVL, HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy Công ty sẽ ghi nhận lợi nhuận trở lại trong năm 2026, sớm hơn một năm so với kỳ vọng trước trước đó, đồng thời giảm 69,4% dự báo khoản lỗ năm 2025 và điều chỉnh tăng dự báo doanh thu thuần và cả lợi nhuận thuần cho năm 2027.

Cụ thể, HSC dự báo lỗ thuần từ HĐKD cốt lõi sẽ thu hẹp xuống còn 284 tỷ đồng (so với 928 tỷ đồng trước đó) trong năm 2025, sau đó sẽ có chuyển biến lợi nhuận lần

lượt là 116 tỷ đồng trong năm 2026 và 4.115 tỷ đồng trong năm 2027, trên doanh thu lần lượt là 8,1 nghìn tỷ đồng (giảm 9,9% so với cùng kỳ), 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18,8%) và 27,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,8 lần). Lưu ý, cho năm 2025, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh để phản ánh khoản lỗ không thường xuyên 389 tỷ đồng được ghi nhận trong Q1/2025, dẫn đến lợi nhuận thuần năm 2025 dự kiến đạt 596 tỷ đồng.

Chúng tôi cũng tăng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2025-2026, đặc biệt đối với dự án Aqua City và các dự án tại TP.HCM, dựa trên dự báo toàn ngành sẽ phục hồi cùng với (1) việc tháo gỡ các vấn đề pháp lý của dự án Aqua City và (2) xu hướng khách hàng quan tâm các dự án phục vụ cho “nhu cầu ở thực”, điều này sẽ đẩy giá tăng cao hơn. Ngược lại, đối với dự án NovaWorld Phan Thiết và NovaWorld Hồ Tràm, như đã đề cập ở phần trên, chúng tôi đưa ra giá bán thận trọng hơn nhiều và dự kiến thời gian mở bán sẽ kéo dài và tỷ lệ hấp thụ thấp hơn.

Về thời điểm ghi nhận doanh thu: Doanh thu năm 2025 có thể sẽ được hỗ trợ bởi các căn hộ có sẵn tại dự án Novaworld Hồ Tràm và Aqua City và trong năm 2026 sẽ nhận được sự hỗ trợ bổ sung từ dự án Victoria Village và Palm City.

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 không thường xuyên vào mô hình dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 (nhưng chúng tôi phản ánh các khoản lợi nhuận này đến Q1/2025).

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, NVL

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	5,372	8,171	52.1%	-9.9%
Lợi nhuận gộp	1,446	2,810	94.3%	2,471.4%
Lãi/(lỗ) tài chính	(795)	(1,086)	36.6%	-188.2%
Chi phí BH&QL	(1,890)	(2,058)	8.9%	4.5%
LNTT	(1,239)	(596)	-51.9%	-76.5%
Lợi nhuận thuần	(1,239)	(596)	-51.9%	-90.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(389)	(389)	0.0%	-45.0%
'Lợi nhuận cốt lõi'	(928)	(284)	-69.4%	-95.1%
2026F				
Doanh thu thuần	7,510	9,705	29.2%	18.8%
Lợi nhuận gộp	2,005	3,491	74.1%	24.2%
Lãi/(lỗ) tài chính	(607)	(1,038)	71.0%	-4.4%
Chi phí BH&QL	(2,175)	(2,307)	6.1%	12.1%
LNTT	(777)	145	N/m	N/m
Lợi nhuận thuần	(777)	116	N/m	N/m
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	-	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	(777)	116	N/m	N/m
2027F				
Doanh thu thuần	25,367	27,645	9.0%	184.9%
Lợi nhuận gộp	6,928	9,776	41.1%	180.0%
Lãi/(lỗ) tài chính	(449)	(1,074)	139.1%	3.4%
Chi phí BH&QL	(3,422)	(3,559)	4.0%	54.2%
LNTT	3,057	5,143	68.2%	3,438.4%
Lợi nhuận thuần	2,446	4,115	68.2%	3,438.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	-	N/m
'Lợi nhuận cốt lõi'	2,446	4,115	68.2%	3,438.4%

Ghi chú: *Lỗ không thường xuyên năm 2024 liên quan đến doanh thu dự án [NovaHills Mũi Né](#).
Nguồn: HSC

Tăng giá mục tiêu, nâng khuyến nghị lên Năm giữ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 48,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 15.600đ sau khi tăng 26,3% ước tính RNAV/cp lên 22.322đ và giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV/cp xuống 30% (so với 40% trước đó) để phù hợp hơn với bình quân 3 năm ở

mức 32,5% nhờ triển vọng cải thiện. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên **Năm giữ**, cho thấy tiềm năng tăng giá 2% tại giá mục tiêu mới.

Lưu ý, giá mục tiêu được điều chỉnh tăng (cao hơn mức điều chỉnh tăng của RNAV/cp) đa phần nhờ các vấn đề pháp lý được giải quyết nhanh chóng. Từ đó, HSC giảm mức chiết khấu giả định do trước đây vấn đề vướng mắc pháp lý đã được phản ánh vào mô hình định giá của NVL. Bên cạnh việc đưa ra mức chiết khấu giả định so với RNAV mới/thấp hơn (đã đề cập ở phần trên), chúng tôi cũng loại bỏ mức chiết khấu 30% so với RNAV của dự án NovaWorld Phan Thiết (chúng tôi đưa ra mức chiết khấu này trong báo cáo phát hành ngày 13/8/2024), sau khi Chính phủ cho phép chuyển hình thức nộp tiền sử dụng đất hằng năm sang một lần.

Theo quan điểm của chúng tôi, tác động gộp của (1) tiến triển tích cực về mặt pháp lý trong thời gian gần đây – thể hiện cam kết của Chính phủ trong việc giải quyết các vấn đề pháp lý trên thị trường BĐS, trong đó có những vấn đề ảnh hưởng đến NVL – và (2) sự kiên nhẫn của các chủ nợ, đã tạo ra nền tảng cho câu chuyện phục hồi trở lại. Tuy nhiên, yếu tố quyết định quan trọng hiện nay sẽ là phản ứng của thị trường đối với việc tái khởi động các dự án của Công ty, đặc biệt trong bối cảnh xu hướng thị trường hiện tại.

Các giả định định giá cơ bản khác bao gồm:

- HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để xác định giá trị của các dự án đang phát triển, phù hợp với thông tin được công bố trong BCTC sau kiểm toán năm 2024 của NVL (ngoại trừ dự án Golf Park Residence, 32 ha, Thủ Đức, do hiện tại có thông tin không có đầy đủ thông tin về tiến độ triển khai dự án, cơ cấu sản phẩm, v.v. – như đã đề cập trong [báo cáo được phát hành trước đó](#) của chúng tôi). 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 nằm ngoài bảng ĐKKT.
- Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 12,5%, khi chúng tôi giữ nguyên giả định phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh ở mức 10,25% (bao gồm phần bù rủi ro vốn CSH “nội bộ” là 8,75% và “phần bù phụ trội” 1,5% (như chúng tôi đã áp dụng cho tất cả cổ phiếu BĐS) để phản ánh những đặc điểm riêng của thị trường vốn BĐS trong nước), lãi suất phi rủi ro là 4% và hệ số beta là 1,2 (theo Bloomberg).

Bảng 4: Định giá SOTP, NVL

Tỷ đồng	Định giá lại theo HSC	Phương pháp
RNAV của dự án	121,287	DCF
Tài sản khác	55,055	BV
Các khoản nợ khác	(74,023)	BV
Tổng tài sản	102,319	
(-) nợ thuần	(58,789)	BV
NAV	43,530	
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,950	
RNAV/cp (đồng)	22,322	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV	30%	
Giá mục tiêu (đồng/cp)	15,600	

Nguồn: HSC ước tính

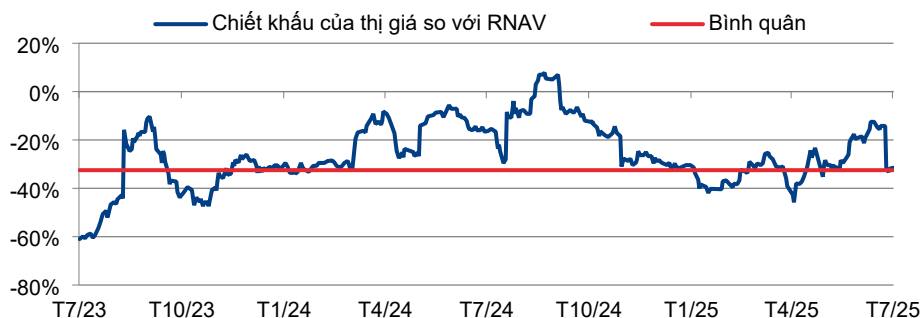
Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV/cp, NVL

Giả định chiết khấu so với RNAV/cp	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	20,090	17,858	15,600	13,393	11,161
Tiềm năng tăng/giảm	31.7%	17.1%	2.3%	-12.2%	-26.8%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, NVL

Hiện NVL giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 31,5%, sát với bình quân 3 năm ở mức 32,5%



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% và tăng 65% trong 1 tháng và 3 tháng qua, có lẽ nhờ (1) tiến triển tích cực về mặt pháp lý diễn ra sớm hơn kỳ vọng và (2) tâm lý thị trường cải thiện, NVL hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 31,5% so với ước tính RNAV/cp, sát với bình quân 3 năm ở mức 32,5%. Mặc dù tình trạng pháp lý tại các dự án của NVL đã cải thiện đáng kể và công ty có triển vọng tươi sáng hơn, HSC vẫn lo ngại – rõ ràng là nhiều hơn so với thị trường – về khoản nợ lớn và phức tạp chưa thanh toán cũng như tỷ lệ hấp thụ không ổn định tại các dự án trong tương lai/khởi động lại.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	4,757	9,073	8,171	9,705	27,645
Lợi nhuận gộp	1,322	109	2,810	3,491	9,776
Chi phí BH&QL	(1,782)	(1,970)	(2,058)	(2,307)	(3,559)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(460)	(1,861)	752	1,183	6,217
Lãi vay thuần	1,884	1,231	(1,086)	(1,038)	(1,074)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(152)	(6.11)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	726	(1,894)	(262)	0	0
LNTT	1,999	(2,530)	(596)	145	5,143
Chi phí thuế TNDN	(1,513)	(1,821)	0	(29.1)	(1,029)
Lợi ích cổ đông thiểu số	120	(2,060)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	606	(6,412)	(596)	116	4,115
Lợi nhuận thuần ĐC	606	(6,412)	(596)	116	4,115
EBITDA ĐC	(799)	(2,193)	420	851	5,885
EPS (đồng)	311	(3,288)	(305)	59.6	2,110
EPS ĐC (đồng)	291	(3,084)	(286)	55.9	1,979
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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	3,413	4,608	3,282	4,233	20,177
Đầu tư ngắn hạn	43.5	31.2	42.1	42.1	42.1
Phải thu khách hàng	47,011	54,818	51,812	41,274	40,377
Hàng tồn kho	138,935	146,611	149,332	177,518	188,247
Các tài sản ngắn hạn khác	1,752	1,764	1,852	1,630	1,793
Tổng tài sản ngắn hạn	191,155	207,831	206,320	224,697	250,637
TSCĐ hữu hình	2,332	1,876	1,782	1,689	1,596
TSCĐ vô hình	69.8	62.0	58.1	54.2	50.3
Bất động sản đầu tư	5,543	5,737	5,912	6,095	6,293
Đầu tư dài hạn	305	302	302	302	302
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,423	1,411	2,823	1,976	2,371
Tài sản dài hạn khác	40,659	20,961	25,212	29,249	33,734
Tổng tài sản dài hạn	50,332	30,350	36,089	39,366	44,346
Tổng cộng tài sản	241,486	238,181	242,409	264,063	294,983
Nợ ngắn hạn	30,937	36,946	36,946	44,059	44,059
Phải trả người bán	9,877	8,509	9,193	8,408	8,361
Nợ ngắn hạn khác	26,266	33,064	36,368	34,834	31,353
Tổng nợ ngắn hạn	87,283	105,346	111,106	127,936	144,155
Nợ dài hạn	26,775	24,586	27,668	26,719	39,047
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	13,708	14,614	13,883	13,883	11,106
Nợ dài hạn khác	68,157	45,649	42,361	48,018	49,053
Tổng nợ dài hạn	108,639	84,849	83,912	88,620	99,206
Tổng nợ phải trả	196,184	190,473	195,297	216,834	243,640
Vốn chủ sở hữu	38,047	37,877	37,281	37,398	41,512
Lợi ích cổ đông thiểu số	7,256	9,831	9,831	9,831	9,831
Tổng vốn chủ sở hữu	45,303	47,708	47,112	47,228	51,343
Tổng nợ phải trả và VCSH	241,486	238,181	242,409	264,063	294,983
BVPS (đ)	19,510	19,423	19,118	19,177	21,287
Nợ thuần*/(tiền mặt)	54,300	56,925	61,332	66,545	62,928

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(460)	(1,861)	752	1,183	6,217
Khấu hao	339	332	332	332	332
Lãi vay thuần	1,884	1,231	(1,086)	(1,038)	(1,074)
Thuế TNDN đã nộp	(416)	(569)	0	(29.1)	(1,029)
Thay đổi vốn lưu động	(6,096)	(3,150)	1,142	(2,053)	4,483
Khác	3,776	1,639	2,496	2,567	2,724
LCT thuần từ HKKD	(7,626)	(5,938)	(2,575)	(5,641)	4,444
Đầu tư TS dài hạn	(12.8)	(5.67)	(410)	(418)	(432)
Góp vốn & đầu tư	0	(3.70)	(1,422)	847	(395)
Thanh lý	8,279	2,901	0	0	0
Khác	(1,118)	1,318	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	7,149	4,210	(1,832)	429	(827)
Cổ tức trả cho CSH	(0.03)	(0.03)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(4,710)	2,923	3,082	6,164	12,328
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(4,710)	2,923	3,082	6,164	12,328
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,600	3,413	4,608	3,282	4,233
LCT thuần trong kỳ	(5,188)	1,195	(1,326)	951	15,944
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,413	4,608	3,282	4,233	20,177
Dòng tiền tự do	(7,639)	(5,943)	(2,985)	(6,059)	4,012

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	27.8	1.20	34.4	36.0	35.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(16.8)	(24.2)	5.14	8.77	21.3
Tỷ suất LNT (%)	12.7	(70.7)	(7.29)	1.20	14.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	75.7	(72.0)	0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(57.3)	90.7	(9.95)	18.8	185
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(151)	(174)	119	103	591
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	90.7	120	3,438
Tăng trưởng EPS (%)	(72.0)	(1,159)	90.7	120	3,438
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(72.0)	(1,159)	90.7	120	3,438
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.60	(16.9)	(1.58)	0.31	10.4
ROACE (%)	(0.27)	(1.30)	0.57	0.89	4.33
Vòng quay tài sản (lần)	0.02	0.04	0.03	0.04	0.10
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	16.6	3.19	(3.43)	(4.77)	0.71
Số ngày tồn kho	14,764	5,970	10,168	10,427	3,845
Số ngày phải thu	4,996	2,232	3,528	2,424	825
Số ngày phải trả	1,050	346	626	494	171
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	193	200	220	265	281
Nợ/tài sản (%)	31.8	33.8	35.2	39.2	46.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	0.69	1.14	5.79
Nợ/EBITDA (lần)	(96.1)	(36.7)	203	122	23.2
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.19	1.97	1.86	1.76	1.74
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	17.7	9.55	11.1	9.92	3.35
EV/EBITDA ĐC (lần)	(105)	(39.5)	217	113	15.7
P/E (lần)	49.1	N/a	N/a	256	7.23
P/E ĐC (lần)	52.4	N/a	N/a	273	7.71
P/B (lần)	0.78	0.79	0.80	0.80	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