

NĂM GIỮ [-7.174%]

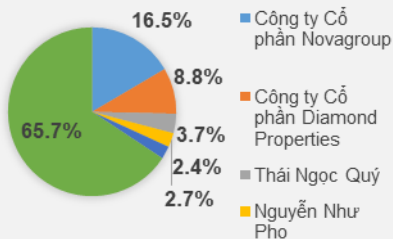
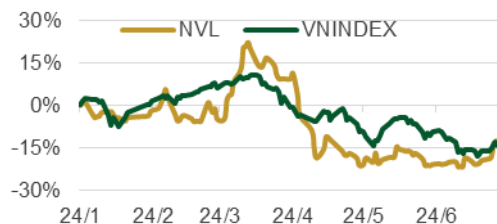
Ngày cập nhật: 8/8/2018

Giá mục tiêu 58,130 VNĐ
Giá hiện tại 62,300 VNĐ

Phan Xuân Trung
(+84-28) 5413 5472 – trungphan@phs.vn

Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu) 907.5
Free-float (triệu) 272.2
Vốn hóa (tỷ đồng) 57,170
KLGD TB 3 tháng 109,087
Sở hữu nước ngoài 9.67%
Ngày niêm yết đầu tiên 28/12/2016

Cổ đông lớn

Biến động giá cổ phiếu so với Index

Lịch sử định giá

Đầu tư du lịch, phát triển bền vững

Kết quả kinh doanh 2017: Kết quả kinh doanh năm 2017 của công ty tăng trưởng mạnh khi doanh thu đạt 11,632 tỷ đồng (+58% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 2,062 tỷ đồng (+24% yoy) bằng 17.5% doanh thu của năm, giảm so với mức 22.6% do chênh lệch của việc đánh giá lại giá trị khoản đầu tư. Novaland đã bàn giao được 3,596 sản phẩm chủ yếu đến thuộc các dự án Lakeview City (Q2), Rivergate Residence (Q4), The Tresor Residence (Q4).

Cập nhật KQKD 6 tháng & Dự báo năm 2018: Tổng doanh thu nửa đầu 2018 của NVL khá tốt khi đạt 4,329 tỷ đồng (+28%yoy), tuy nhiên lợi nhuận sau thuế suy giảm (-11%yoy) do thiếu vắng doanh thu đột biến từ việc đánh giá lại các khoản đầu tư, và áp lực lãi vay ngày càng tăng lên (+56%yoy). Hiện tại NVL mới chỉ hoàn thành 20% kế hoạch doanh thu và 23% kế hoạch lợi nhuận.

Trong cả năm 2018, Novaland dự kiến bàn giao 11 dự án với 6,700 sản phẩm. Dự kiến thu về 22,496 tỷ đồng doanh thu (+93.4%yoy), lợi nhuận sau dự kiến đạt 2,744 tỷ đồng (+34.5%). Các dự án lớn được bàn giao trong năm 2018 gồm The Sun Avenue, Richstar, Sunrise Cityview, Sunrise Riverside. Cũng trong năm nay, NVL sẽ công bố thêm 3 dự án mới, dự kiến sẽ bàn giao trong giai đoạn 2020 – 2021.

Động lực tăng trưởng:

(1) Hoạt động đầu tư phát triển Bất động sản nhà ở tiếp tục phát triển bền vững. Các dự án mới của Novaland sẽ dựa trên nền quỹ đất có sẵn và quỹ đất đang trong kế hoạch M&A, có quy mô lớn, vị trí đắc địa và pháp lý rõ ràng. Có sự chuyển dịch từ phân khúc căn hộ chung cư sang phân khúc nhà phố, biệt thự. Các dự án tiêu biểu như Harbor City, Victoria Village, Water Bay, Sunrise sẽ là nền tảng doanh thu và lợi nhuận cho tập đoàn từ năm 2019.

(2) Dịch chuyển đầu tư vào bất động sản du lịch, thương mại: Khi hoạt động cốt lõi đã bước sang giai đoạn trưởng thành trong chu kỳ phát triển. Novaland đã bắt đầu chuyển dịch một phần vốn đầu tư sang lĩnh vực bất động sản du lịch và thương mại nhằm tạo ra nguồn thu ổn định và dài hạn, nhằm giảm thiểu rủi ro và đa dạng nguồn thu. Trong năm 2018, NVL có kế hoạch công bố thêm một số dự án du lịch, thương mại.

Nova Phú Sa – Azerai Cần Thơ được đầu tư từ năm 2016, là bước đi đầu tiên trong giai đoạn 2 của Novaland, tận dụng lợi thế tăng trưởng của ngành du lịch Việt Nam nói riêng, và lợi thế tiên phong trong việc phát triển du lịch khu vực miền Tây Nam Bộ, sẽ đem lại nguồn thu dài hạn và là nền tảng

Định giá & khuyến nghị: Bằng phương pháp trung bình có tỷ trọng giữa RNAV - đánh giá lại giá trị các tài sản ròng và giá trị các dự án đang phát triển của Novaland, và P/E forward, chúng tôi xác định giá mục tiêu cho NVL là 58,130 đồng/cổ phiếu và khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

Rủi ro: Tình trạng thắt chặt tín dụng bất động sản sẽ gây áp lực lên doanh thu, cũng như khả năng huy động vốn vay của Novaland. Đồng thời, với nợ vay lớn, áp lực từ lãi suất sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận

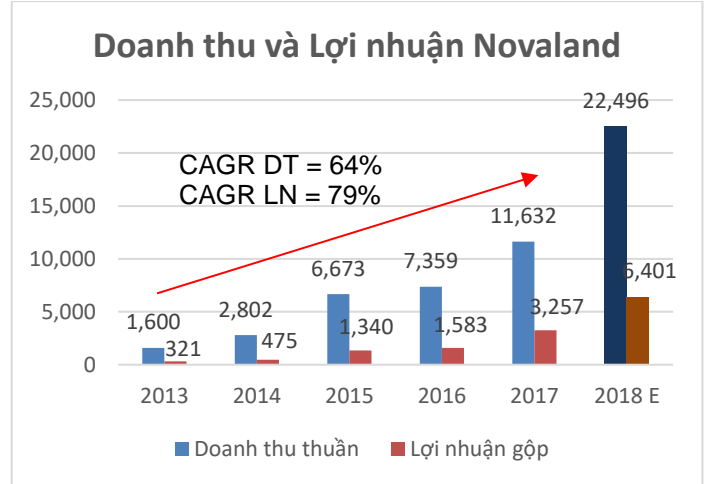
Chỉ số tài chính	2014A	2015A	2016A	2017A	6T2018	2018F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,802	6,673	7,359	11,632	4,290	22,496
LNST (tỷ VND)	94	415	1,665	2,033	745	2,886
Số lượng CP lưu hành	230.0	368.3	596.2	649.7	907.5	907.5
EPS (VND)	409	1,127	2,793	3,129	2,135	3,094
Giá trị sổ sách (VND)	14,460	16,467	16,796	20,321	16,079	16,190
P/E			21.5	20.8	23.9	18.4
P/B			3.6	3.2	3.17	3.5

(Nguồn: PHS Research)

Tăng trưởng bền vững

(1) Kết quả kinh doanh 2017 tăng trưởng mạnh: Hoạt động chính của NVL là đầu tư phát triển và chuyển nhượng bất động sản cao cấp khu vực phía Nam, chiếm 95% tỷ trọng doanh thu và đóng góp 98% lợi nhuận gộp trong năm 2017. Hoạt động tư vấn quản lý và các hoạt động khác tuy chiếm phần nhỏ trong cơ cấu hoạt động, nhưng được duy trì để hỗ trợ cho hoạt động chính của doanh nghiệp.

Trong năm 2017, doanh thu thuần của Novaland đạt 11,632 tỷ đồng (+58%yoy), lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 2,033 tỷ đồng (+22%yoy). Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trung bình 5 năm đạt lần lượt 64% và 79%. Biên lợi nhuận gộp trung bình 5 năm của NVL đạt 27% và tiếp tục được cải thiện trong quý 2/2018 đạt 30.63%. Do đặc thù của các công ty bất động sản chỉ ghi nhận doanh thu khi bàn giao phần lớn rủi ro sản phẩm cho khách hàng, và điểm rơi ghi nhận doanh thu các dự án của NVL tập trung vào nửa sau năm 2018, dẫn đến doanh thu và lợi nhuận vẫn chưa đạt một phần ba so với kế hoạch.



(Nguồn: Novaland, PHS tổng hợp, dự phóng)

(2) Dự báo KQKD năm 2018 vẫn tiếp tục tăng mạnh, nền tảng là hoạt động phát triển bất động sản:

Mảng phát triển bất động sản nhà ở đã tiến vào giai đoạn trưởng thành khi các yếu tố về chất lượng sản phẩm, tiến độ bàn giao, số lượng dự án mới phát triển luôn được duy trì, tạo ra dòng tiền đều đặn phục vụ cho mục đích tái đầu tư. Trong năm 2018, NVL dự kiến bàn giao 11 dự án với tổng số 6,700 sản phẩm, đều sở hữu vị trí đắc địa. Tiến độ phát triển của các dự án đều đang theo kịp hoặc vượt kế hoạch, nên kỳ vọng doanh thu 2018 sẽ đạt 22,496 tỷ đồng

Trong giai đoạn hiện nay, ngành bất động sản đang có dấu hiệu đạt đỉnh, từ năm 2018 trở đi, tốc độ hấp thụ sản phẩm sẽ bị chậm lại, gây khó cho các doanh nghiệp phát triển bất động sản không sở hữu cơ sở tài chính vững mạnh. Theo báo cáo của JLL, lượng hàng tồn kho chưa thành phẩm có dấu hiệu điều tiết giảm từ các chủ đầu tư, sẽ giúp các dự án đang phát triển của NVL duy trì được lực hấp thụ tốt. Tuy nhiên chi phí bán hàng và quản lý sẽ gia tăng để đáp ứng được mục tiêu doanh thu. Ngoài ra, xu hướng chi phí nguyên vật liệu tiếp tục gia tăng sẽ khiến biên lợi nhuận gộp suy giảm, dự kiến đạt 28.45%, lợi nhuận gộp ước đạt 6,401 tỷ đồng.

Trong giai đoạn sau năm 2018, với lợi thế quỹ đất lớn trên 6 triệu m² và sẽ còn tăng thêm từ các dự án M&A sắp tới, Novaland có cơ sở để duy trì mức doanh thu cao trong các năm sắp tới. Trong năm 2018, NVL sẽ công bố 3 dự án mới với tổng diện tích sàn xây dựng 607,311 m² dự kiến sẽ bàn giao từ năm 2020 trở đi.

Bảng: Thời điểm ghi nhận doanh thu dự kiến giai đoạn 2018 – 2020 từ các dự án tiêu biểu của NVL.

Các dự án đang phát triển	Diện tích (m ²)	Vị trí	% Năm giữ	2018	2019	2020
Wilton Tower	7,169	đường D1 - Q.BT	99.89%			
Lakeview City	301,060	KDC Nam Rạch Chiếc - Q.2	98.96%			
The Botanica	9,028	Phổ Quang - Q.TB	100.00%			
Golden Mansion	15,129	Phổ Quang - Q.PN	73.99%			
Sunrise Riverside	39,305	Nguyễn Hữu Thọ - H.Nhà Bè	99.97%			
Sunrise Cityview	15,720	Mt Nguyễn Hữu Thọ - Q.7	99.81%			
Richstar	27,802	Hòa Bình - Q.TP	99.98%			
The Sun Avenue	38,073	Mai Chí Thọ - Q.2	99.98%			
Orchard Parkview	9,184	Hồng Hà - Q.PN	83.17%			
Golf Park Residence	25,398	đường số 2 - Q.9	91.76%			
Botanica Premier	16,330	Hồng Hà - Q.TB	99.99%			
Newton Residence	2,807	Trương Quốc Dung - Q.PN	99.89%			
SaiGon Royal Residence	6,669	Bến Vân Đồn - Q.4	99.96%			
Victoria Village	25,398	Thạnh Mỹ Lợi - Q.2	23.64%			
Harbor City	500,475	Cảng Phú Định - Q.8	83.45%			

(Nguồn : NVL, PHS tổng hợp, dự phóng)

(3) Chuyển hướng phát triển BĐS nghỉ dưỡng: Novaland chia chiến lược phát triển của mình theo 3 giai đoạn. Sau khi hoạt động kinh doanh cốt lõi đã mang lại dòng tiền ổn định, tập đoàn bắt đầu xúc tiến chiến lược giai đoạn 2 là phân bổ đầu tư dần sang thị trường bất động sản nghỉ dưỡng và thương mại nhằm tạo ra nguồn thu nhập ổn định bên cạnh việc duy trì hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Bảng: Mục tiêu hoạt động của Novaland theo 3 giai đoạn

	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Giai đoạn 3
Thời gian	2007 – 2015	2015 – 2025	2025 trở đi
Mục tiêu	Tập trung phát triển thị trường nhà ở, trở thành nhà phát triển hàng đầu tại khu vực TP.HCM	Tiếp tục tập trung tại thị trường TP.HCM, đồng thời mở rộng tìm kiếm cơ hội tiềm năng ở khu vực khác. Xây dựng nguồn thu nhập ổn định lâu dài thông qua phát triển các BĐS nghỉ dưỡng, thương mại	Mở rộng khu vực phát triển, tập trung vào đô thị thông minh với đa dạng tiện ích và kết nối hạ tầng hiện đại

Nguồn: Novaland

Trong giai đoạn 2, Novaland có khuynh hướng tập trung phát triển các dự án theo hình thức khu đô thị có quy mô lớn thuộc phân khúc nhà phố, biệt thự dựa trên nền quỹ đất lớn như Victoria Village gồm 1,200 sản phẩm dự kiến bàn giao từ năm 2019 và Harbor City gồm 4,000 sản phẩm dự kiến bàn giao năm 2020. Bên cạnh đó, theo Novaland, tập đoàn dự kiến phân bổ 20% nguồn vốn đầu tư trong năm 2018 để mở rộng phát triển bất động sản nghỉ dưỡng tại các thành phố có tiềm năng du lịch lớn như Đà Nẵng – Hội An, Nha Trang - Cam Ranh, Đà Lạt, Bình Thuận - Phan Thiết, Bà Rịa - Vũng Tàu - Côn Đảo, Phú Quốc và Cần Thơ, nhằm tạo ra nguồn thu nhập ổn định là lâu dài, tận dụng lợi thế tăng trưởng của ngành du lịch trong nước vào giai đoạn bất động sản nhà ở đang có dấu hiệu đạt đỉnh, dẫn tới lợi nhuận từ việc bán căn hộ và nhà ở sẽ bắt đầu giảm tốc.

Nova Phú Sa là chuỗi dự án tiên phong của Novaland trong chiến lược phát triển bất động sản nghỉ dưỡng, hướng đến thị phần du lịch thuộc Đồng bằng sông Cửu Long, là khu vực ít được tập trung phát triển du lịch nhưng có tiềm năng tăng trưởng cao. Resort Azerai Cần Thơ thuộc chuỗi dự án, là sự kết hợp giữa Novaland và thương hiệu khách sạn lớn Azerai của huyện thoại phát triển khách sạn thể giới Adrian Zecha, được định vị là khu nghỉ dưỡng theo chuẩn “xa xỉ vừa tầm” (theo Novaland). Khu resort rộng 20ha, gồm quần thể biệt thự và bungalow cho thuê và đầy đủ các tiện ích cao cấp vừa bắt đầu vận hành trong năm 2018. Ngoài ra, dự án cũng hướng đến thông điệp bảo vệ môi trường, được khách hàng đón nhận và quan tâm, cho nên tỷ lệ lấp đầy cũng sẽ ở mức cao. Theo dự phóng của chúng tôi, doanh thu của Azerai giai đoạn 1 sẽ đem về trên 150 tỷ/năm cho Novaland. Giai đoạn mở rộng của dự án Nova Phú Sa sẽ được vận hành vào cuối năm 2019.

(4) Năng lực huy động vốn đa dạng: Sở hữu kế hoạch phát triển dự án đồ sộ, Novaland cũng có các kế hoạch huy động vốn tương đương.

Trong điều kiện thị trường vốn vay dành cho khu vực bất động sản đang ngày càng được xiết chặt hơn theo thông tư 36/2014 từ 45% xuống còn 40% vào đầu năm 2019 cho nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn, Novaland đã chủ động tìm nguồn vốn từ các tổ chức tài chính trên thị trường quốc tế. Nổi bật nhất, trong quý 2/2018, tập đoàn đã huy động thành công 160 triệu USD từ trái phiếu chuyển đổi niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Singapore (SGX) với mức lãi suất 5.5%/năm và giá trị chuyển đổi ban đầu 74,750 đồng/cổ phần. Điều này đánh dấu sự lớn mạnh của một doanh nghiệp Việt Nam khi có được sự tin cậy từ thị trường quốc tế. Trước đó, Novaland cũng đã huy động thành công các khoản vay từ các tổ chức tín dụng quốc tế như Maybank, Credit Suisse AG và GW Supernova PTE Ltd. Ngoài việc tiếp cận được với nguồn vay mới khi điều kiện vay vốn trong nước đang dần được siết chặt, các khoản vay quốc tế hiện tại của Novaland còn có mức lãi suất ngoại tệ thấp hơn các khoản vay trong nước, giúp tập đoàn tạo nên lợi thế từ khoảng chênh lệch này trong giai đoạn tỷ giá hối đoái ổn định. Ngoài ra, thông qua việc niêm yết trái phiếu lần này, Novaland đã tăng khả năng huy động được thêm vốn ở thị trường quốc tế trong những lần kế tiếp. Bên cạnh đó, Novaland vẫn duy trì vay vốn từ các tổ chức tín dụng trong nước và niêm yết trái phiếu trong nước vì đây vẫn là nguồn vốn quan trọng và chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu vốn vay của NVL. Tuy nhiên, do lãi suất các vốn vay đều được thả nổi theo tình hình thị trường, lợi nhuận của tập đoàn sẽ dễ bị ảnh hưởng trước biến động lãi suất.

Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của Novaland cũng luôn được duy trì ổn định quanh mức 72%, cho nên tập đoàn cũng có kế hoạch huy động thêm vốn từ nguồn vốn chủ sở hữu và ESOP tương đương với gia tăng vay nợ nhằm bổ sung vốn ngắn hạn. Trong nửa đầu năm 2018, vốn điều lệ của Novaland đã tăng lên 9,075 tỷ đồng (+39%yoy). Trong tháng 5, tập đoàn cũng đã phát hành cổ phiếu ưu đãi bằng mệnh giá và chuyển đổi cổ phần ưu đãi cổ tức để bổ sung nguồn vốn cho các hoạt động M&A.

Ngoài ra, tập đoàn cũng có nguồn vốn bổ sung đến từ các khoản phải thu của khách hàng. Với lợi thế sản phẩm thu hút, có độ hấp thụ cao, và 70% lượng khách hàng chọn kế hoạch trả trước tiền mặt từ 45-90%, NVL có thể tận dụng dòng tiền dồi dào từ các khoản phải thu theo kế hoạch để phân bổ sang các dự án mới, giảm tải áp lực về nhu cầu vốn.

Điểm nhấn đầu tư

Là nhà cung cấp hàng đầu trong phân khúc trung-cao cấp tại thị trường thành phố Hồ Chí Minh. Năm 2017, NVL chiếm 24% thị phần căn hộ hạng B ở TP.HCM (theo Savills), bỏ xa đối thủ đứng thứ hai. Kể từ năm 2009, NVL đã bán ra tổng cộng 25,691 sản phẩm.

Lượng hấp thụ dự án mới luôn ở mức cao, trung bình trên 95%. NVL luôn được khách hàng và các nhà đầu tư tin tưởng nhờ bề dày kinh nghiệm hoạt động trong ngành bất động sản và nỗ lực bàn giao đúng thời hạn. Quy trình phát triển dự án của NVL theo kế hoạch 4 bước từ thiết kế đến bàn giao sản phẩm, đặt dưới sự kiểm soát kỷ luật và hệ thống hóa của phòng Đảm bảo chất lượng khiến tiến độ thi công và bàn giao dự án của NVL luôn được theo kế hoạch, chất lượng sản phẩm luôn nhận được sự hài lòng của khách hàng. Nhờ vậy, NVL luôn có đủ nguồn lực để bổ sung cho các dự án đang phát triển, giảm thiểu được một phần vay nợ hoạt động và tối ưu hóa quy trình tái đầu tư vốn.

Nhiều dự án giá trị được bàn giao trong năm 2018. NVL dự kiến bàn giao 11 dự án với tổng cộng 6,700 sản phẩm trong năm nay, ước tính sẽ đem lại 21,659 tỷ đồng cho mảng hoạt động chính.

Sở hữu quỹ đất rộng lớn có tổng quy mô hơn 6 triệu m², trong đó, nhiều khu đất có vị trí đắc địa nằm ở khu vực trọng điểm của khu Đông và Nam Sài Gòn có giá trị cao thông qua các thương vụ M&A được thực hiện trong các năm trước. Trong năm 2017, NVL cũng đã sát nhập thành công các công ty con để tăng sở hữu quyền phát triển các dự án được bàn giao trong năm 2018. Đặc biệt bao gồm khu nhà phố Harbor City – quận 8, với diện tích sàn xây dựng 150,000 m², gồm 4,000 sản phẩm, sẽ đem lại nguồn thu lớn cho NVL trong năm 2020.

Bên cạnh đó, NVL có kế hoạch M&A thêm 6 quỹ đất trong năm 2018, nổi bật nhất là quỹ đất nằm trong dự án được mang tên Project C rộng hơn 178 ha phân khu thuộc khu dân cư Thạnh Mỹ Lợi B tại quận 2, được UBND TP phê duyệt quy hoạch trong quý 2; và quỹ đất 1.35 triệu m² liền kề dự nhà phố Palm Marina quận 9. Với quỹ đất tích lũy lớn, Novaland có đủ điều kiện để tiếp tục phát triển các dự án theo kế hoạch 3 giai đoạn của mình.

Nova Phú Sa – Azerai Cần Thơ Resort, là dự án khu nghỉ dưỡng đầu tiên của Tập đoàn Novaland trong chiến lược giai đoạn 2. Azerai đã bắt đầu vận hành trong năm 2018, với quy mô 30 bungalow, 47 biệt thự với giá thuê trung bình 5.7 triệu VNĐ/ngày, được hưởng lợi thế lớn từ tăng trưởng của ngành du lịch Việt Nam. Tại Cần Thơ, lượng khách du lịch và lưu trú trong năm 2017 đã tăng lần lượt 41%yoy và 59%yoy, chứng tỏ tiềm năng rất lớn của ngành du lịch. Nova Phú Sa dự kiến sẽ đem lại nguồn thu nhập ổn định, là bước đầu trong mục tiêu phát triển bền vững của tập đoàn.

Các dự án bất động sản du lịch, nghỉ dưỡng của tập đoàn đang trong kế hoạch phát triển có thể kể đến như IBIS Vũng Tàu (250 phòng), Avani Cam Ranh (300 phòng, 255 villas), Avani Vũng Tàu (120 phòng), Avani Phan Thiết (815 phòng), Long Beach Phan Thiết (1,000 sản phẩm) sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2019 – 2022.

Định giá và khuyến nghị

Đvt : tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018 E
doanh thu thuần	2,802	6,673	7,359	11,632	22,496
%YoY	75%	138%	10%	58%	93%
Lợi nhuận gộp	475	1,340	1,583	3,257	6,401
%YoY	48%	182%	18%	106%	97%
Biên LN Gộp	16.95%	20.08%	21.51%	28.00%	28.45%
Biên LN HDKD	8.71%	11.10%	10.54%	19.97%	20.19%
Lợi nhuận sau thuế	96	442	1,660	2,062	2,886
LNST công ty mẹ	94	415	1,665	2,033	2,808
%YoY	1243%	342%	301%	22%	38%

(Nguồn : NVL, PHS ước tính, dự phóng)

Phương pháp RNAV Khoản mục đánh giá lại	Giá trị (tỷ đồng)	Phương Pháp
Dự án đang phát triển		
Wilton Tower	158	DCF
Lakeview City	1,632	DCF
The Botanica	69	DCF
Golden Mansion	704	DCF
Sunrise Riverside	2,603	DCF
Richstar	1,703	DCF
The Sun Avenue	1,195	DCF
Orchard Parkview	407	DCF
Golf Park Residence	155	DCF
Botanica Premier	696	DCF
Newton Residence	618	DCF
Sunrise Cityview	1,105	DCF
SaiGon RoyalResidence	1,453	DCF
Victoria Village	1,125	DCF
Harbor City	749	DCF
Project J	1,374	DCF
Water Bay	2,664	DCF
Project F	1,817	DCF
Nova Phù Sa	1,443	DCF
Tổng giá trị từ dòng tiền tương lai của dự án đang phát triển	21,670	
Giá trị quỹ đất tăng thêm ^(*)	18,200	NAV
Giá trị HTK hoàn thành tăng thêm ^(*)	569	NAV
Tổng giá trị tăng thêm	40,439	
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	907.5	
Giá trị tăng thêm của 1 cổ phiếu	44,560	
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	14,845	
Giá trị cổ phiếu NVL	59,404	

(Nguồn : PHS ước tính)

Với các giả định trên, chúng tôi cho rằng doanh thu của NVL trong năm 2018 sẽ đạt 22,496 tỷ đồng (+93% yoy), khá gần với mức mục tiêu 21,780 tỷ của tập đoàn

Tuy nhiên, theo dự phóng của chúng tôi, Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 2,808 tỷ (+38% yoy), gần với mục tiêu 2,650 tỷ trước sửa đổi và thấp hơn mục tiêu sau sửa đổi 3,200 tỷ của tập đoàn do áp lực lãi vay, tỷ giá và rủi ro chi phí phát triển dự án gia tăng.

Bằng phương pháp so sánh với forward P/E dựa trên tỷ lệ P/E và vốn hóa của nhóm các công ty ngành bất động sản có vốn hóa trên 5,000 tỷ hiện nay, và phương pháp RNAV; chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của 1 cổ phiếu NVL hiện nay là 56,583 đồng.

Phương pháp tính	Tỷ trọng	Giá trị (đồng)
RNAV(*)	60.00%	59,403
forward P/E	40.00%	56,218
Tổng cộng	100.00%	58,130

(*) Phương pháp đánh giá lại giá trị tài sản ròng theo giá thị trường được thu thập từ Savills/Colliers/bandogiadat, chiết khấu dòng tiền từ các dự án bất động sản đang phát triển của NVL theo ước lượng của PHS Research. Chúng tôi giữ nguyên giá trị sổ sách với những quỹ đất chưa phát triển.

Với mức giá đang được giao dịch là 62,300 đồng/ cổ phiếu (giá đóng cửa ngày 7/8/2018), chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu NVL.

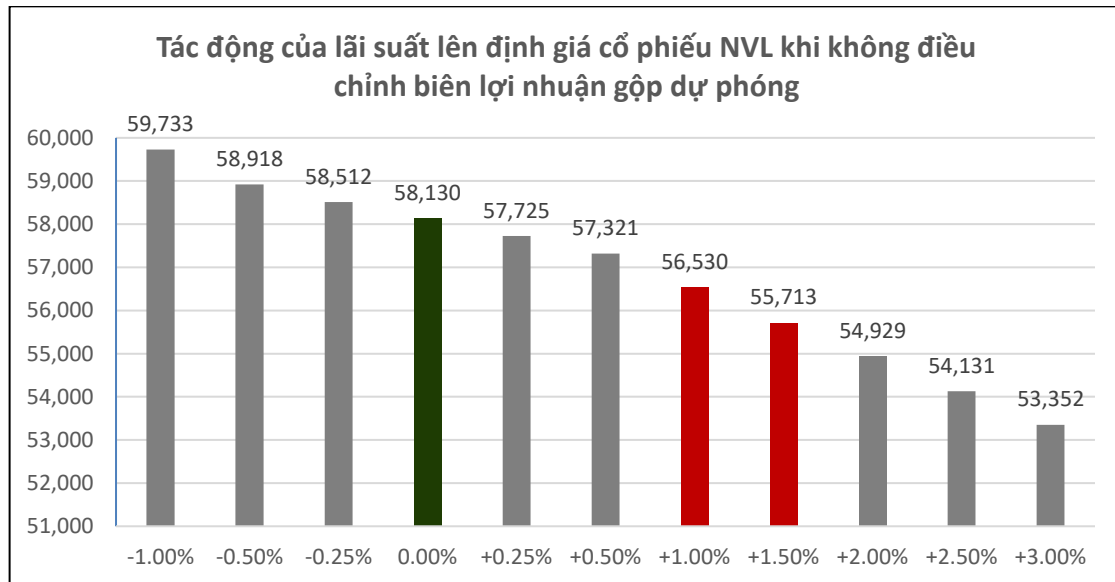
Rủi ro

NVL sở hữu cơ cấu cổ đông khá cô đặc, lượng free-float chỉ gần 30% cũng khiến NVL kém hấp dẫn hơn so với các cổ phiếu khác trong ngành.

Ảnh hưởng từ việc hoán đổi trái phiếu chuyển đổi từ các khoản vay trái phiếu chuyển đổi tạo ra rủi ro pha loãng đến từ khoản cho vay chuyển đổi thành cổ phiếu trị giá 30 triệu USD của Gw Supernova Pte, và 160 triệu USD trái phiếu chuyển đổi phát hành ở thị trường trái phiếu Singapore, và thế chấp cổ phiếu từ các khoản vay trong nước. Thị giá hiện tại của NVL đã cao hơn giá trị chuyển đổi từ khoản vay 160 triệu USD – có giá chuyển đổi là 56,062.5 đồng/cổ phần sau phân tách, tương đương gần 65 triệu cổ phần phát hành mới. Ảnh hưởng của việc chuyển đổi toàn bộ khoản vay này thành cổ phần sẽ làm giảm áp lực trả lãi, tuy nhiên EPS sẽ bị pha loãng xuống 2,970 đồng.

NVL luôn duy trì tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu ở mức cao, bao gồm cả nợ vay dài hạn và nợ vay ngắn hạn. Vì vậy kết quả kinh doanh của NVL trong năm 2018 sẽ nhạy cảm với biến động lãi suất do các khoản vay đều thả nổi lãi suất với lãi suất trung bình từ 10.5 – 11.5%. Vào giai đoạn hiện nay, dưới sự điều tiết của các chính sách vĩ mô và tình hình căng thẳng chính trị - thương mại thế giới, cộng thêm chính sách hạn chế tín dụng vào thị trường bất động sản, lãi suất cho vay bất động sản sẽ gia tăng. Ngoài ra, tổng vay ngoại tệ xấp xỉ 360 triệu USD (chiếm 35% tổng nợ vay) sẽ gia tăng gánh nặng chi phí lãi khi áp lực tỷ giá VND tăng dần. Thêm vào đó, chi phí vật liệu vẫn đi lên trong khi cơ sở bất động sản đang có dấu hiệu hạ nhiệt sẽ làm giảm biên lợi nhuận của NVL.

Chúng tôi sử dụng phương pháp phân tích độ nhạy để ước lượng biến động của giá cổ phiếu NVL dự kiến, dựa trên sự ảnh hưởng của Lãi suất khi giữ nguyên các giả định dự phóng khác. Với giả định vay điều chỉnh tăng thêm từ 0 – 1.5%, giá hợp lý của cổ phiếu NVL sẽ biến động nhẹ trong vùng **55,713 – 58,130**.



Nguồn: PHS Research

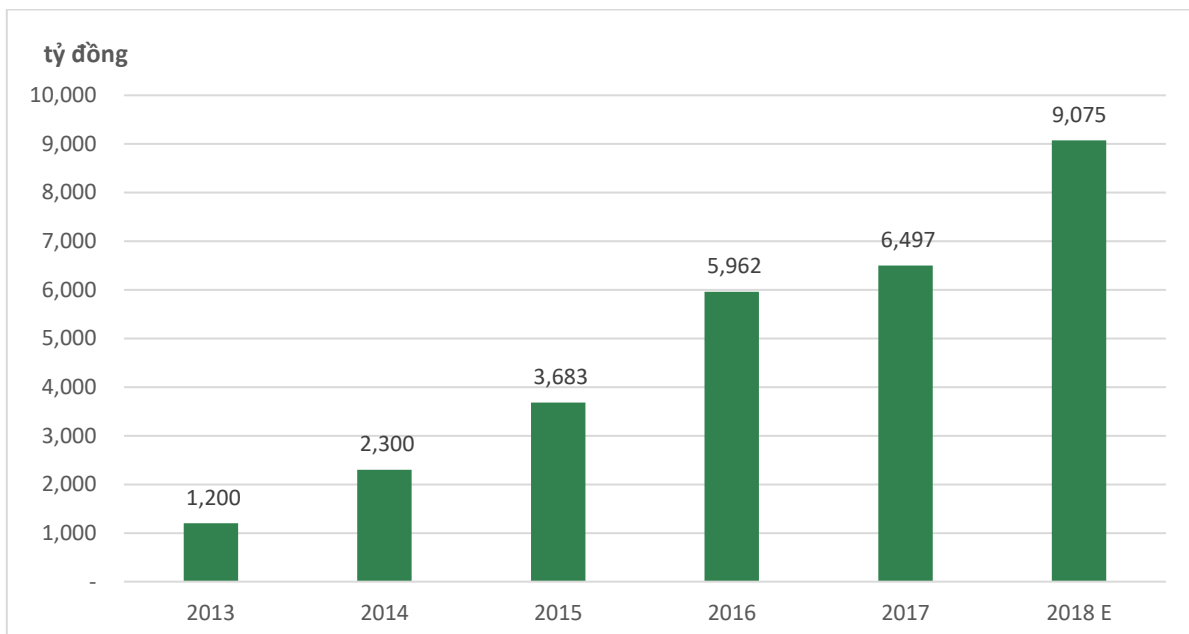
(*) Lãi suất điều chỉnh dựa trên lãi suất trung bình được tính từ các khoản vay được nêu trong BCTC của NVL và theo ước tính của PHS

Sơ lược công ty

- Được thành lập ngày 18.09.1992 (tiền thân là công ty TNHH TM Thành Nhơn), Tập đoàn Nova hoạt động trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh thú y, thuốc thủy sản, xây biệt thự cho thuê. Năm 2007 tái cấu trúc và hợp nhất các công ty thành 2 Tập đoàn: Anova corp và Novaland Corp. Novaland có vốn điều lệ 1,200 tỷ đồng năm 2009
- Cuối năm 2016, cổ phiếu Novaland được chính thức niêm yết trên sàn HOSE với vốn điều lệ 5,962 tỷ đồng. Đến thời điểm hiện tại, Novaland đã hoàn thành tăng vốn lên 9,143 tỷ đồng
- Novaland phát triển theo 3 giai đoạn. Giai đoạn 1 đã hoàn thành việc tập trung phát triển thị trường nhà ở, trở thành nhà phát triển hàng đầu tại khu vực TP.HCM. Hiện tại tập đoàn đang đẩy mạnh mở rộng hoạt động sang giai đoạn 2, Tiếp tục tập trung tại thị trường TP.HCM, đồng thời mở rộng tìm kiếm cơ hội tiềm năng ở khu vực khác và Xây dựng nguồn thu nhập ổn định lâu dài thông qua phát triển các BĐS nghỉ dưỡng, thương mại.



Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



(Nguồn: NVL, PHS tổng hợp)

Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

KQKD	2014A	2015A	2016A	2017A	6T2018	2018F
Doanh thu thuần	2,802	6,673	7,359	11,632	4,329	22,496
Giá vốn hàng bán	(2,326)	(5,334)	(5,776)	(8,376)	(2,880)	(16,095)
Lợi nhuận gộp	475	1,340	1,583	3,257	1,410	6,401
Chi phí bán hàng	(126)	(239)	(165)	(258)	(136)	(636)
Chi phí QLDN	(105)	(360)	(642)	(676)	(324)	(1,223)
Lợi nhuận từ HĐKD	244	741	776	2,323	950	4,542
Lợi nhuận tài chính	60	335	2,523	1,697	904	768
Chi phí lãi vay	(135)	(351)	(863)	(1,205)	(713)	(1,747)
Phần lãi/lỗ trong công ty liên kết	1	1	1	12	240	240
Lợi nhuận trước thuế	130	608	2,190	2,589	1,166	3,607
Lợi nhuận sau thuế	96	442	1,660	2,062	745	2,886

Cân đối kế toán	2014A	2015A	2016A	2017A	6T2018	2018F
Tài Sản Ngắn Hạn	14,353	18,133	30,289	41,166	50,630	56,244
Tiền và tương đương tiền	2,779	3,860	3,337	6,650	8,841	10,112
Đầu tư tài chính ngắn hạn	206	819	965	513	104	884
Phải thu ngắn hạn	3,135	6,059	9,636	5,998	9,246	12,612
Hàng tồn kho	8,151	7,159	15,790	27,129	31,448	31,332
Tài sản ngắn hạn khác	81	237	562	876	991	1,304
Tài Sản Dài Hạn	1,740	8,437	6,238	8,301	8,126	12,132
Phải thu dài hạn	965	3,309	912	654	209	2,163
Tài sản cố định	69	88	149	327	275	618
Bất động sản đầu tư	395	1,083	1,945	2,945	3,414	4,187
Chi phí xây dựng dở dang	86	1,069	285	361	312	457
Đầu tư dài hạn	21	1,582	375	1,043	431	642
Tài sản dài hạn khác	102	186	355	565	567	565
Lợi thế thương mại	1	2	3	4	2830	3,500
Tổng cộng tài sản	16,094	26,570	36,527	49,467	58,756	68,376
Nợ phải trả	12,731	20,475	26,480	36,211	41,290	50,133
Nợ ngắn hạn	9,906	13,355	15,011	22,658	25,123	31,494
Nợ dài hạn	2,825	7,121	11,469	13,552	16,166	18,639
Vốn chủ sở hữu	3,362	6,095	10,047	13,256	17,467	18,242
Vốn điều lệ	2,300	3,683	5,962	6,497	9,075	9,075
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	705.28	-
Tổng nguồn vốn	16,094	26,570	36,527	49,467	58,756	68,376

Lưu chuyển tiền tệ	2014A	2015A	2016A	2017A	6T2018	2018F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	2,153	(2,309)	205	1,549	253	(3,236)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,059)	(2,950)	(6,604)	(1,757)	(4,175)	(3,709)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	1,437	6,340	5,876	3,522	6,112	10,406
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2,530	1,080	(523)	3,313	2,190	3,461
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	249	2,779	3,860	3,337	6,650	6,650
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2,779	3,860	3,337	6,650	8,841	10,112
Chỉ số tài chính (%)	2014A	2015A	2016A	2017A	6T2018	2018F
Tăng trưởng						
Doanh thu	75.1%	138.2%	10.3%	58.1%	28.3%	93.4%
Lợi nhuận sau thuế	1100.0%	360.4%	275.6%	24.2%	(11.4%)	40.0%
Tổng tài sản	82.0%	65.0%	37.0%	35.0%	40.0%	38.0%
Tổng VCSH	283.0%	81.0%	65.0%	32.0%	42.2%	38.0%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	17.0%	20.1%	21.5%	28.0%	32.9%	28.5%
Tỷ suất lãi HĐKD	8.7%	11.1%	10.5%	20.0%	27.2%	20.2%
Tỷ suất lãi ròng	3.4%	6.6%	22.6%	17.7%	27.2%	12.8%
ROAA	1.5%	2.8%	2.1%	4.7%	3.6%	6.6%
ROAE	2.9%	7.3%	16.5%	15.6%	12.8%	15.8%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay HTK	0.34	0.71	0.51	0.40	0.34	0.56
Vòng quay khoản phải thu	1.28	1.47	0.95	1.51	1.35	2.45
Vòng quay khoản phải trả	1.12	2.08	2.71	2.52	2.08	2.52
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.45	1.36	2.02	1.82	2.01	1.79
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.62	0.80	0.93	0.58	0.72	0.75
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng TS	0.79	0.77	0.72	0.73	0.70	0.73
Tổng nợ/VCSH	3.79	3.36	2.64	2.73	2.36	2.74
Vay ngắn hạn/VCSH	4.27	2.98	3.01	3.11	1.43	3.08
Vay dài hạn/VCSH	0.52	1.38	0.62	0.63	0.93	0.66

Nguồn: PHS

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157

Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex,

19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo,

Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-225) 384 1810

Fax: (+84-225) 384 1801