

# CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy (NBB)

MUA

Trần Minh Đức  
Chuyên viên

## Báo cáo lần đầu Bất động sản

Giá mục tiêu	28.300
Giá hiện tại	22.400
Cổ tức tiền mặt	1.000
Tỷ lệ tăng	26,3%
Lợi suất cổ tức	4,5%
Tổng lợi nhuận	30,8%

### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	56,8 triệu
GTGD trung bình 30 ngày USD	0,74 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	46%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	53,58 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	53,58 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	23,900
Mức thấp nhất 12 tháng VND	10,100

### Cơ cấu cổ đông

CTCP đầu tư hạ tầng kỹ thuật TP. HCM (CII)	10,4%
Beira Limited	9,7%
Ông Đoàn Tường Triệu (chủ tịch HĐQT)	8,7%
Vietnam Property Holding	6,7%
Khác	64,5%

### Mô tả công ty

NBB được thành lập năm 2005, tiền thân là một chi nhánh của Cienco 5 tại tỉnh Bình Thuận. Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của công ty là BĐS nhưng công ty cũng tham gia vào một số lĩnh vực khác gồm xây dựng, khai thác khoáng sản, và sản xuất. NBB được niêm yết trên sàn HSX năm 2009. Sau bảy năm thành lập và năm năm trên sàn GDCK, công ty đã phát triển được quỹ đất lớn tại TP. HCM cũng như các tỉnh thành khác.



## Đối tác Nhật giúp hồi sinh nhà đầu tư bất động sản có quỹ đất lớn nhưng lại thiếu vốn

Trong ba năm qua, do thiếu nguồn vốn đầu tư, NBB gần như chỉ hoạt động cầm chừng dù sở hữu một trong những quỹ đất lớn nhất và giá trị nhất tại TP. HCM, trở thành một trong những công ty bị ảnh hưởng bởi việc vỡ bong bóng BĐS cũng như các nguyên nhân chủ quan như sử dụng đòn bẩy tài chính quá lớn và mở rộng sang các lĩnh vực kinh doanh không phải cốt lõi. Tuy nhiên, NBB hiện đã tìm được một nhà đầu tư chiến lược quan trọng là Tập đoàn Creed, một tổ chức Nhật Bản chuyên đầu tư vào các tài sản đang rơi vào tình trạng khó khăn. Tập đoàn Creed sẽ bơm tiền mặt để khởi động lại các dự án đã ở tình trạng sẵn sàng khởi công và giúp NBB đảo ngược tình hình. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 28.300 đồng theo phương pháp định giá giá trị tài sản ròng.

**NBB có nhiều dự án sẵn sàng động thổ.** NBB hiện có năm dự án với tổng diện tích 56ha tại TP. HCM, tập trung tại Quận 8 và huyện Bình Chánh. Hai trong số năm dự án này đã sẵn sàng động thổ và ba dự án còn lại đã thực hiện được trên 90% công tác đền bù. Đây là một lợi thế lớn đối với NBB trong khi các chủ đầu tư khác đang phải tìm cách mở rộng quỹ đất để phát triển dự án. NBB đã đưa ra một quyết định sáng suốt là thiết kế lại các dự án này để đáp ứng tiêu chuẩn của gói cho vay hỗ trợ BĐS của nhà nước, để sản phẩm phù hợp hơn với nhu cầu thị trường cũng như khả năng tài chính của khách hàng mua nhà.

**Việc chuyển nhượng tài sản không phải cốt lõi và tái cơ cấu nợ sẽ giúp giải phóng nguồn tiền mặt.** NBB đã chuyển nhượng cầu Rạch Miếu BOT với giá 41 tỷ đồng, bắt đầu chiến dịch thanh lý tài sản trong các lĩnh vực không phải cốt lõi, tổng cộng trị giá đến 201 tỷ đồng, tương đương 15% tổng vốn chủ sở hữu. Đến năm 2015, NBB dự kiến sẽ chuyển nhượng hai khoản đầu tư nữa, ước tính sẽ mang lại thêm 163 tỷ đồng. Bên cạnh đó, một phần vốn đầu tư của Creed Group sẽ mang hình thức trái phiếu chuyển đổi và sẽ được dùng để chuyển nhượng các khoản nợ dài hạn hiện nay, trị giá 350 tỷ đồng, qua đó giảm chi phí lãi vay (ước tính khoảng 15 tỷ đồng trong năm 2015).

**Creed Group cam kết đầu tư 691 tỷ đồng, hồi sinh NBB.** Công ty gần đây đã ký thỏa thuận với tập đoàn Nhật Bản về việc nhận vốn đầu tư theo hình thức cổ phiếu thông thường và trái phiếu có lãi suất ổn định. Tổng giá trị cam kết đầu tư vào khoảng 1/3 tổng tài sản của NBB và có thể cùng lúc đáp ứng nhu cầu vốn cho ba dự án của công ty. Bên cạnh đó, có khả năng Creed Group sẽ ký thêm một thỏa thuận với NBB về việc mua 300 tỷ đồng trái phiếu, tài trợ một nửa số vốn của một dự án khác. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện tại của NBB vẫn chưa phản ánh đúng mức giá trị của việc hợp tác này.

Các chỉ số chính	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.077	203	230	390	1.761
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	285	25	79	136	307
Biên LN gộp (%)	29,6%	42,2%	34,0%	44,6%	32,6%
Biên LN từ HĐ (%)	25,5%	27,3%	24,0%	34,6%	22,6%
Biên LN ròng sau thuế (%)	26,4%	12,5%	34,2%	34,8%	17,4%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	15.830	938	1.234	2.134	4.449
Tăng trưởng EPS (%)	279,9%	-94,1%	77,8%	28,0%	108,4%
GT doanh nghiệp (EV) / Doanh thu	5,4	29,4	16,0	10,4	5,4
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá	-13,8	-28,6	-4,3	-3,2	-3,6
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	N/A	N/A	18,2	10,5	5,0
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	1,0	0,9	0,7	0,6	0,5
ROA (%)	10,4%	0,8%	2,4%	3,5%	6,8%
ROE (%)	25,8%	1,9%	5,4%	7,7%	15,1%
Nợ/CSH (%)	100,1%	86,0%	89,3%	80,0%	85,1%

Ghi chú: LN ròng sau thuế = LN ròng sau thuế và sau lợi ích cổ đông thiểu số



## Báo cáo Tài chính

tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>KQLN</b>					
Doanh thu thuần	1.077	203	230	390	1.761
- Giá vốn hàng bán	-759	-117	-152	-216	-1.186
Lợi nhuận gộp	319	86	78	174	575
- Chi phí bán hàng	-14	-5	-5	-9	-39
- Chi phí quản lý DN	-30	-26	-18	-30	-137
LN thuần HDKD	275	55	55	135	399
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	0	0	0	0
- Lợi nhuận khác	144	12	75	68	5
EBIT	419	67	130	203	404
- Chi phí lãi vay	-26	-23	-28	-28	-18
Lợi nhuận trước thuế	393	44	102	175	386
- Thuế TNDN	-104	-19	-22	-39	-77
LNST	289	24	80	137	309
- Lợi ích CĐTS	-4	1	-1	-1	-2
LNST cổ đông CT Mẹ	<b>285</b>	<b>25</b>	<b>79</b>	<b>136</b>	<b>307</b>
	432	79	141	216	418
<b>EBITDA</b>					
SL CP lưu hành (triệu)	18	36	54	69	69
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	18	36	69	69	69
EPS	15.830	938	1.667	2.134	4.449
EPS pha loãng hoàn toàn	15.830	938	1.234	2.134	4.449

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu	161,0%	-81,2%	13,3%	69,7%	351,8%
				144,9	
Tăng trưởng LN HDKD	293,2%	-79,9%	-0,4%	%	195,3%
Tăng trưởng EBIT	268,7%	-84,0%	93,5%	56,7%	98,5%
Tăng trưởng EPS	279,9%	-94,1%	77,8%	28,0%	108,4%
<b>Khả năng sinh lợi</b>					
Biên LN gộp %	29,6%	42,2%	34,0%	44,6%	32,6%
Biên LN từ HD %	25,5%	27,3%	24,0%	34,6%	22,6%
EBIT %	38,9%	33,1%	56,5%	52,2%	22,9%
EBITDA %	40,1%	39,1%	61,4%	55,5%	23,7%
Biên LN ròng %	26,4%	12,5%	34,2%	34,8%	17,4%
ROE %	25,8%	1,9%	5,4%	7,7%	15,1%
ROA %	10,4%	0,8%	2,4%	3,5%	6,8%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					
Số ngày tồn kho	978,0	6973,8	5833,2	4837,7	1018,6
Số ngày phải thu	27,0	212,7	158,4	140,9	93,2
Số ngày phải trả	36,7	220,6	165,8	137,5	28,9
TG luân chuyển tiền	1041,7	7407,1	6157,4	5116,1	1140,8
<b>Thanh khoản</b>					
CS thanh toán hiện hành	2,1	2,6	5,3	4,2	3,9
CS thanh toán nhanh	0,3	0,3	1,1	0,7	1,0
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,5	0,2	0,1
Nợ/Tài sản	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Nợ/Vốn sử dụng	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5
Nợ/Vốn CSH	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9
Khả năng thanh toán lãi vay	1,2	0,4	0,9	1,5	4,5

triệu USD	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>Bảng CĐKT</b>					
Tiền và tương đương	15	8	311	181	88
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	143	93	106	195	704
Hàng tồn kho	2.175	2.305	2.542	3.178	3.442
TS ngắn hạn	208	224	245	307	332
Tổng TS ngắn hạn	2.541	2.630	3.203	3.860	4.567
TS dài hạn (gộp)	355	354	372	387	398
- Khấu hao lũy kế	-57	-67	-78	-91	-104
TS dài hạn (ròng)	298	287	294	296	294
Đầu tư TC dài hạn	68	66	40	38	36
TS dài hạn khác	124	100	82	7	7
Tổng TS dài hạn	490	454	416	341	337
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3.031</b>	<b>3.084</b>	<b>3.619</b>	<b>4.201</b>	<b>4.904</b>
Phải trả ngắn hạn	76	65	72	90	98
Nợ ngắn hạn	677	445	123	220	329
Phải trả ngắn hạn khác	443	508	407	604	757
Nợ ngắn hạn	1.196	1.019	602	914	1.184
Vay và nợ dài hạn	547	689	1.334	1.316	1.509
Phải trả dài hạn khác	64	57	50	50	50
Tổng nợ dài hạn	611	746	1.384	1.366	1.559
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.808</b>	<b>1.765</b>	<b>1.986</b>	<b>2.280</b>	<b>2.743</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư	401	340	385	489	489
Vốn cổ phần	180	359	583	689	689
Lợi nhuận giữ lại	628	611	654	731	969
Lợi ích CĐTS	13	9	10	11	13
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.223</b>	<b>1.319</b>	<b>1.633</b>	<b>1.921</b>	<b>2.161</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3.031</b>	<b>3.084</b>	<b>3.619</b>	<b>4.201</b>	<b>4.904</b>

Triệu USD	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>DÒNG TIỀN</b>					
Tiền đầu năm	19	15	8	311	181
Lợi nhuận sau thuế	285	25	79	136	307
Khấu hao	13	12	11	13	14
Thay đổi vốn lưu động	-59	9	13	76	2
Điều chỉnh khác	-325	-41	-365	-571	-639
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>-86</b>	<b>-42</b>	<b>-263</b>	<b>-347</b>	<b>-316</b>
Chi mua sắm TSCĐ	-10	-3	-18	-15	-12
Đầu tư	0	0	26	2	2
<b>Tiền từ HD đầu tư</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>9</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>
Cổ tức đã trả	-27	-23	-36	-58	-69
Tặng (giảm) vốn	103	149	270	210	0
Tặng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	7	-90	323	78	302
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>82</b>	<b>36</b>	<b>557</b>	<b>230</b>	<b>233</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-4	-7	303	-129	-93
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>311</b>	<b>181</b>	<b>88</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính của NBB, dự báo của VCSC

## Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo của NBB)

2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của NBB	Dự báo của VCSC
Doanh thu	32	53	N/A	N/A	85	307	230
Lợi nhuận gộp	8	22	N/A	N/A	31	N/A	77
Biên LN gộp (%)	26,2%	41,6%	N/A	N/A	35,8%	N/A	33,5%
LN hoạt động	4	23	N/A	N/A	28	N/A	54
Biên LN hoạt động (%)	13,2%	43,8%	N/A	N/A	32,3%	N/A	23,5%
LNST	24	1	10	N/A	34	70	78
Biên LNST (%)	74,0%	1,5%	N/A	N/A	28,7%	22,8%	33,8%
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	33	79	28	64	205		
Lợi nhuận gộp	13	37	4	30	85		
Biên LN gộp (%)	40,3%	46,7%	15,2%	46,9%	41,3%		
LN hoạt động	8	29	-3	23	56		
Biên LN hoạt động (%)	22,7%	37,0%	-11,6%	35,3%	27,4%		
LNST	4	7	1	16	28		
Biên LNST (%)	10,9%	9,4%	4,4%	24,4%	13,6%		
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	111	30	816	783	1,740		
Lợi nhuận gộp	27	8	245	230	509		
Biên LN gộp (%)	24,3%	25,2%	30,0%	29,4%	29,3%		
LN hoạt động	19	2	222	208	451		
Biên LN hoạt động (%)	17,4%	5,8%	27,3%	26,5%	25,9%		
LNST	11	-6	157	250	411		
Biên LNST (%)	9,6%	-20,7%	19,2%	31,9%	23,6%		
2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	145	78	82	108	413		
Lợi nhuận gộp	36	18	20	29	104		
Biên LN gộp (%)	24,7%	23,5%	24,9%	27,0%	25,1%		
LN hoạt động	30	7	14	19	70		
Biên LN hoạt động (%)	20,7%	8,4%	16,9%	18,0%	16,9%		
LNST	19	34	7	9	70		
Biên LNST (%)	13,2%	44,4%	8,6%	8,3%	16,9%		

## Dự báo tình hình NBB năm tài khóa 2014

	KQ 2013	Dự báo 2014	YoY % (vs. dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	202,7	229,7	13%	Doanh thu tại dự án Carina Plaza và Sơn Tịnh tăng
Bất động sản	160,5	184,5	15%	
Xây dựng	21,9	21,9	0%	
Khác	20,4	23,4	15%	
Lợi nhuận gộp	85,5	77,0	-10%	
Bất động sản	86,3	79,5	-8%	
Xây dựng	3,9	3,9	1%	
Khác	-4,7	-6,4	37%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-4,5	-5,1	12%	Tăng do đẩy mạnh hoạt động bán hàng
Chi phí quản lý	-25,7	-17,9	-30%	Giảm nhờ các biện pháp tiết kiệm chi phí
Lợi nhuận từ hoạt động	55,3	54,1	-2%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	11,8	74,7	533%	Chuyển nhượng dự án BOT cầu Rạch Miễu, dự kiến chuyển nhượng mỏ titan Mộ Đức và Nhà máy Thủy Điện Đá Đen
EBIT	67,1	128,8	92%	
Chi phí lãi vay	-23,2	-27,9	20%	Tăng phân bổ chi phí lãi vay
Lợi nhuận trước thuế	43,9	100,9	130%	
Lợi nhuận sau thuế	24,4	78,7	222%	
LNST (sau khi trả lợi ích CĐTS)	25,3	77,7	207%	
EBITDA	79,2	140,0	77%	
Biên lợi nhuận gộp %	42,2%	33,5%	-21%	Biên lợi nhuận gộp giảm do tỷ lệ đóng góp của dự án Carina Plaza vào doanh thu tăng, khiến biên lợi nhuận gộp giảm
BDS %	53,8%	43,1%	-20%	
Xây dựng %	17,9%	17,9%	0%	
Khác %	-22,9%	-27,4%	20%	
Chi phí bán hàng & marketing/doanh thu	2,20%	2,2%	0%	
Chi phí quản lý/doanh thu	12,60%	7,8%	-38%	
Biên lợi nhuận từ hoạt động %	27,30%	23,5%	-14%	
Biên EBIT %	33,10%	56,1%	69%	
Biên EBITDA %	39,10%	61,0%	56%	
Biên LNST %	12,50%	33,8%	171%	
Thuế suất %	44,30%	22,0%	-50%	

## Nội dung báo cáo

Sơ lược về Công ty.....	7
Quỹ đất có tiềm năng giá trị lớn nhưng chưa được khai thác.....	8
Quỹ đất của NBB .....	8
Thiếu tiền mặt và áp lực nợ .....	15
Nỗ lực đảo chiều khi thị trường phục hồi .....	16
Nỗ lực tái cơ cấu và tái cấp vốn.....	16
Thị trường bất động sản đang ảm đạm lên .....	18
Tập đoàn Creed Group mang lại sức sống mới cho NBB .....	20
Giới thiệu về Tập đoàn Creed Group .....	20
Định giá và dự báo KQLN.....	24
Các giả định chính .....	24
Định giá.....	27
Triển vọng tăng trưởng .....	29



## Hình ảnh và bảng

Hình 1: Một số chỉ báo công ty .....	7
Hình 2: Quỹ đất của NBB tại các tỉnh tại Việt Nam .....	8
Hình 3: So sánh NBB với một số công ty BĐS khác .....	9
Hình 4: Sơ đồ mạng lưới đường vành đai TP. HCM theo quy hoạch và vị trí quỹ đất của NBB .....	9
Hình 5: Vị trí các dự án NBB tại TP. HCM.....	10
Hình 6: Danh sách các dự án của NBB tại TP. HCM.....	10
Hình 7: Phối cảnh ba dự án của NBB.....	11
Hình 8: Thiết kế dự án City Gate Towers và tình trạng thực tế trong tháng 08/2014 .....	11
Hình 9: Thiết kế dự án Diamond Riverside và tình trạng thực tế tháng 08/2014 .....	12
Hình 10: Thiết kế dự án NBB Garden III và tình trạng thực tế tháng 08/2014 .....	12
Hình 11: Danh sách các dự án của NBB tại các tỉnh thành khác.....	13
Hình 12: Vị trí và thiết kế dự án KDC Sơn Tịnh .....	14
Hình 13: Vị trí và thiết kế khu biệt thự Đồi Thủy Sản .....	14
Hình 14: Diễn biến các chỉ số thanh toán NBB .....	15
Hình 15: Thanh toán lãi vay của NBB .....	15
Hình 16: Danh sách các công ty con và liên kết của NBB .....	16
Hình 17: Danh sách các lĩnh vực kinh doanh ngoài cốt lõi mà NBB sẽ thoái vốn .....	17
Hình 18: Tổng nợ của NBB (nợ dài hạn và ngắn hạn).....	18
Hình 19: Tổng giá trị tồn kho BĐS .....	19
Hình 20: Số lượng căn hộ chung cư đã bán tại TP. HCM.....	19
Hình 21: Đại diện của NBB và Creed Group tại lễ ký thỏa thuận hợp tác .....	21
Hình 22: Lộ trình cổ định cho các khoản đầu tư của Creed Group (đơn vị: tỷ đồng) .....	22
Hình 23: Dự án Carina Plaza, ảnh chụp hồi tháng 08/2014.....	22
Hình 24: Cơ cấu cổ đông của NBB sau khi thực hiện đợt phát hành cổ phiếu cho Creed Group .....	23
Hình 25: Lịch trình của các dự án đang được mở bán hoặc đang/sắp được xây dựng của NBB .....	24
Hình 26: Giả định tiến độ bán căn hộ .....	25
Hình 27: Giả định doanh thu .....	25
Hình 28: Tổng quan các dự án .....	25
Hình 29: Nguồn cung căn hộ chung cư trong vòng 5 năm tới tại những vị trí tương đối giống nhau quanh khu vực TP. HCM.....	26
Hình 30: Định giá giá trị tài sản ròng (RNAV) của NBB.....	27
Hình 31: Phương pháp định giá theo giá thị trường đối với các dự án đang trong giai đoạn đền bù .....	28
Hình 32: Kế hoạch đầu tư của Creed vào City Gate Towers .....	28
Hình 33: Kế hoạch đầu tư của Creed vào NBB Garden III.....	28
Hình 34: Phương pháp định giá theo giá thị trường đối với các dự án đang trong giai đoạn đền bù .....	28
Hình 35: Dự báo doanh thu năm 2014-2017 .....	29
Hình 36: Dự báo LNST năm 2014-2017 .....	29

## Sơ lược về Công ty

**Lĩnh vực kinh doanh**

**Doanh thu**

**Lợi nhuận ròng**

USD/VND = 21.200

Phát triển căn hộ

9,6 triệu USD (2013)

1,2 triệu USD (2013)

**Yếu tố doanh thu chính**

**Yếu tố chi phí chính**

**Yếu tố rủi ro chính**

**Các khách hàng chính**

Bán căn hộ tại TP. HCM và đất nền tại các tỉnh

Chi phí lãi vay, đền bù đất, thi công và phát triển dự án

Áp lực nợ, quỹ đất tập trung tại TP. HCM

Người mua nhà có nhu cầu thực

**Lãnh đạo**

**Địa chỉ**

**Website**

**Email**

**Điện thoại**

Ông Đoàn Tường Triệu (Chủ tịch HĐQT & TGĐ)

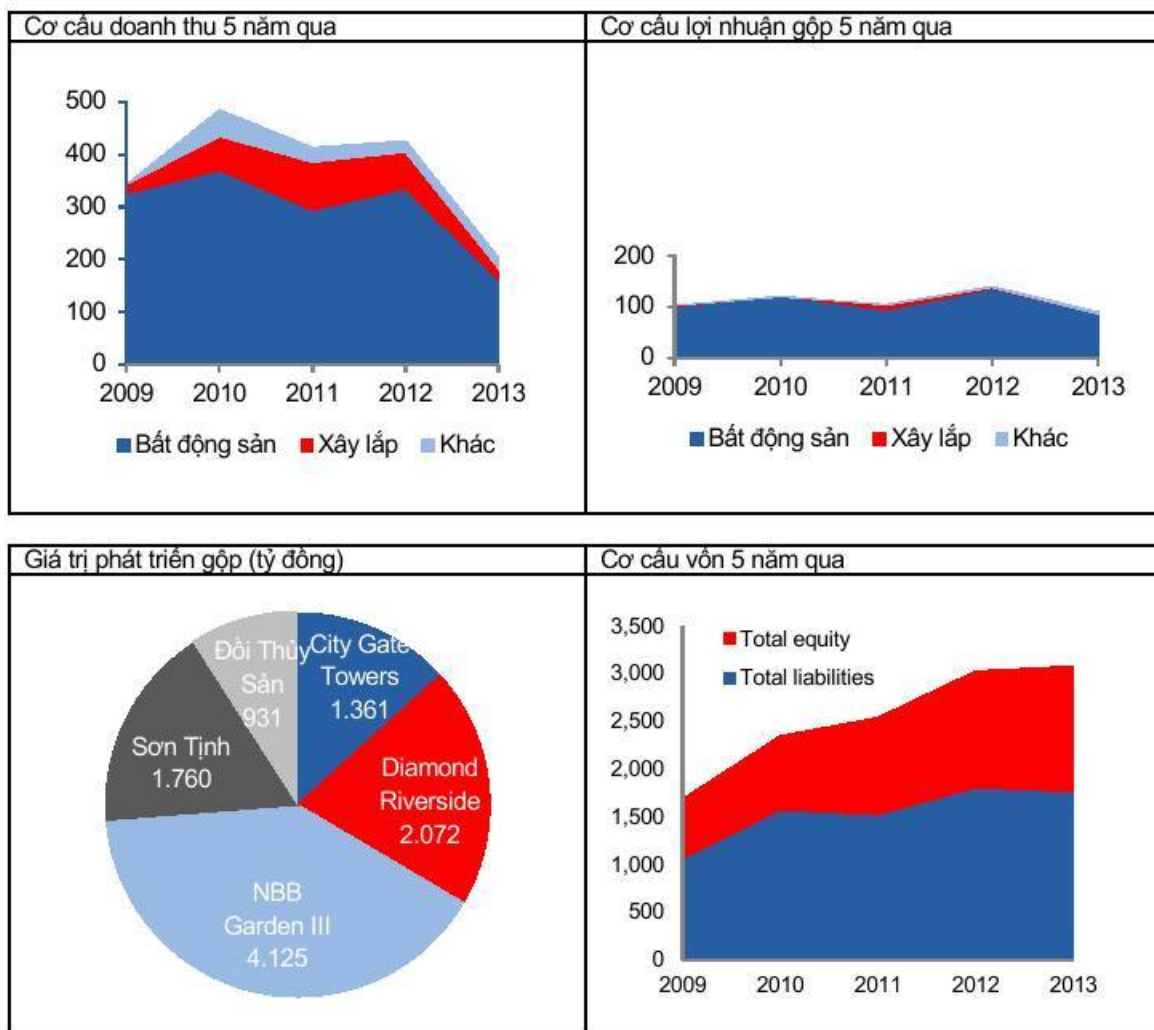
360 Nguyễn Văn Đậu, Phường 5, Quận Phú Nhuận, TP. HCM

<http://www.nbb.com.vn/>

[nbb@nbb.com.vn](mailto:nbb@nbb.com.vn)

(+84) 8 62 577 577

Hình 1: Một số chỉ báo công ty



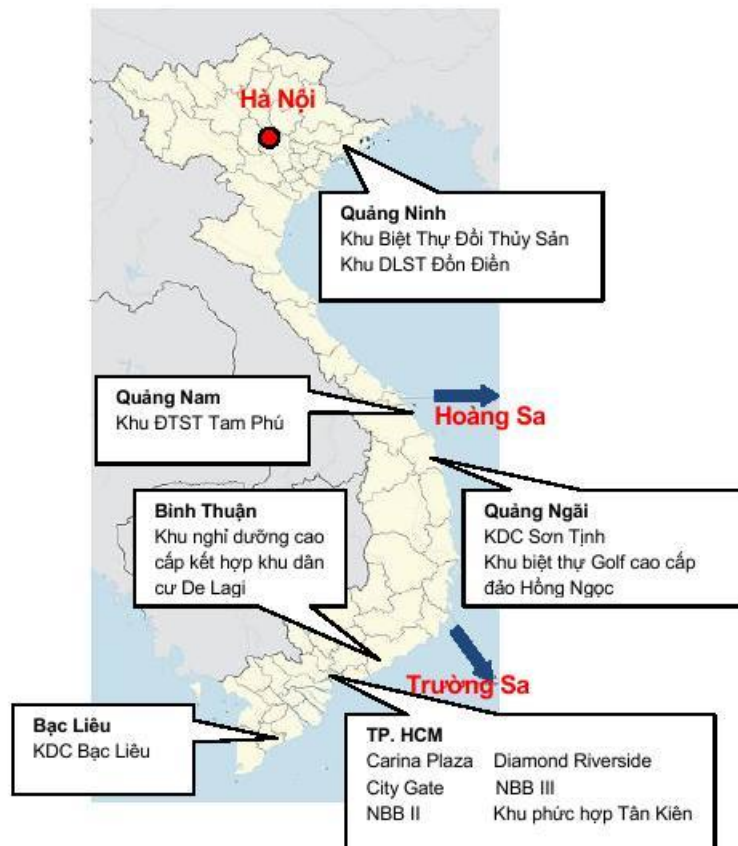
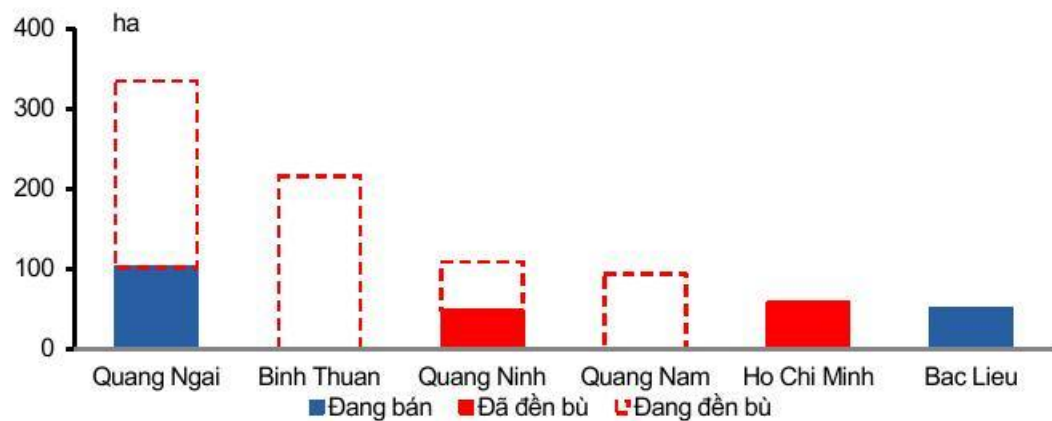
Nguồn: Báo cáo tài chính của NBB, dự báo của VCSC

## Quỹ đất có tiềm năng giá trị lớn nhưng chưa được khai thác

### Quỹ đất của NBB

**NBB có quỹ đất rộng tổng cộng 848ha** tại sáu tỉnh thành trong cả nước. Trong đó, 154ha thuộc hai dự án tại tỉnh Quảng Ngãi và Bạc Liêu hiện đang mở bán, 104ha đã hoàn tất công tác đền bù tại TP. HCM và tỉnh Quảng Ninh, và 604ha còn lại đang trong quá trình thực hiện công tác đền bù. Trong khi quỹ đất tại TP. HCM có giá trị cao nhất, quỹ đất tại các tỉnh lại có vị trí đặc địa, nằm tại các khu vực tăng trưởng mạnh nên nhiều khả năng giá trị sẽ tăng mạnh trong tương lai.

Hình 2: Quỹ đất của NBB tại các tỉnh tại Việt Nam



Nguồn: NBB, VCSC



**Công ty có 56ha đất tại TP. HCM**, gần như đã hoàn tất công tác đền bù (94,6%) và 1,9ha tại dự án khu căn hộ cao tầng Carina Plaza hiện đang thi công để mở bán. Quỹ đất này khá lớn nếu so với các công ty BĐS có quy mô trung bình được niêm yết trên sàn GDCK và hoạt động tại TP. HCM.

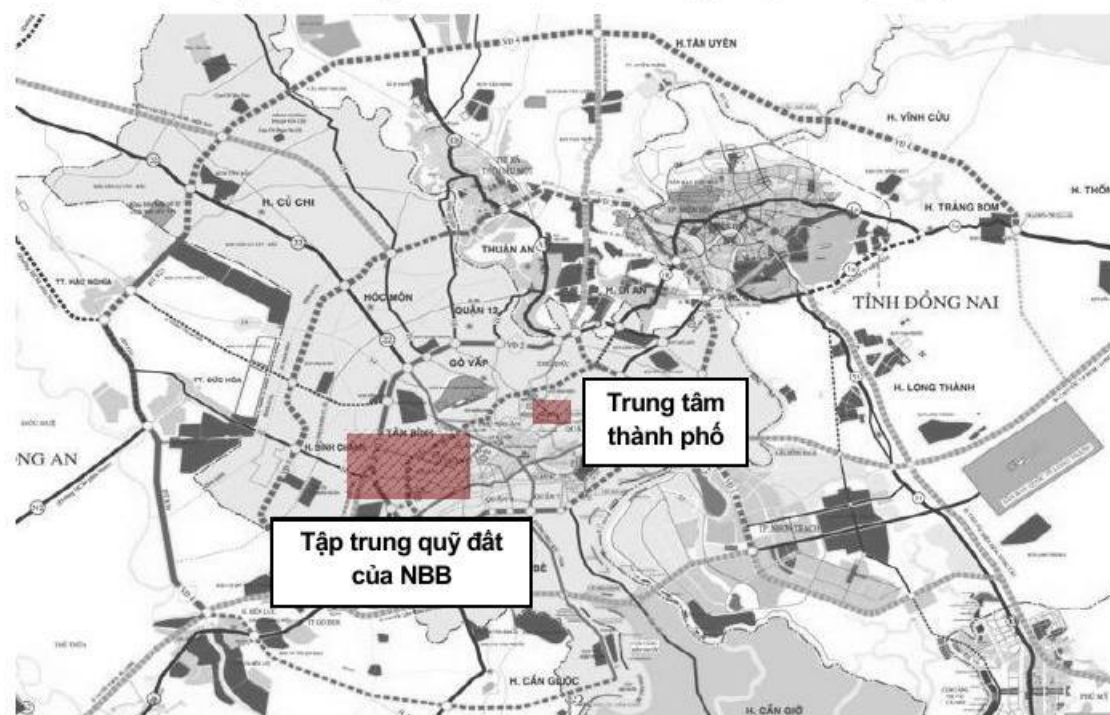
Hình 3: So sánh NBB với một số công ty BĐS khác

Mã	Ước tính quỹ đất tại TP. HCM (ha)	Vị trí đất tại TP. HCM	Ước tính tổng quỹ đất (ha)
BCI	470	Q. Bình Tân, Huyện Bình Chánh	470
KDH	67	Q. 9, Q. 2	67
<b>NBB</b>	<b>56</b>	<b>Q. 8, Huyện Bình Chánh</b>	<b>848</b>
NLG	39	Huyện Bình Chánh, Q7, Q9	611
TDH	24	Q. Thủ Đức, Q. 9, Q. 2	40
DXG	23	Q. Thủ Đức, Q. 9	209

Nguồn: Ước tính của VCSC

**Các dự án tập trung trong vòng bán kính 9km phía tây nam trung tâm thành phố**, tại nơi giáp ranh của ba quận và một số đường lớn như Quốc lộ 1A, Đại lộ Đông-Tây (Đại lộ Võ Văn Kiệt), và Đường Vành đai 1 và 2 theo quy hoạch. Một khi hệ thống này được hoàn tất, người dân sống tại khu vực này có thể di chuyển dễ dàng đến các địa điểm khác trong thành phố; vì vậy, theo chúng tôi, khi đó giá BĐS tại đây sẽ tăng.

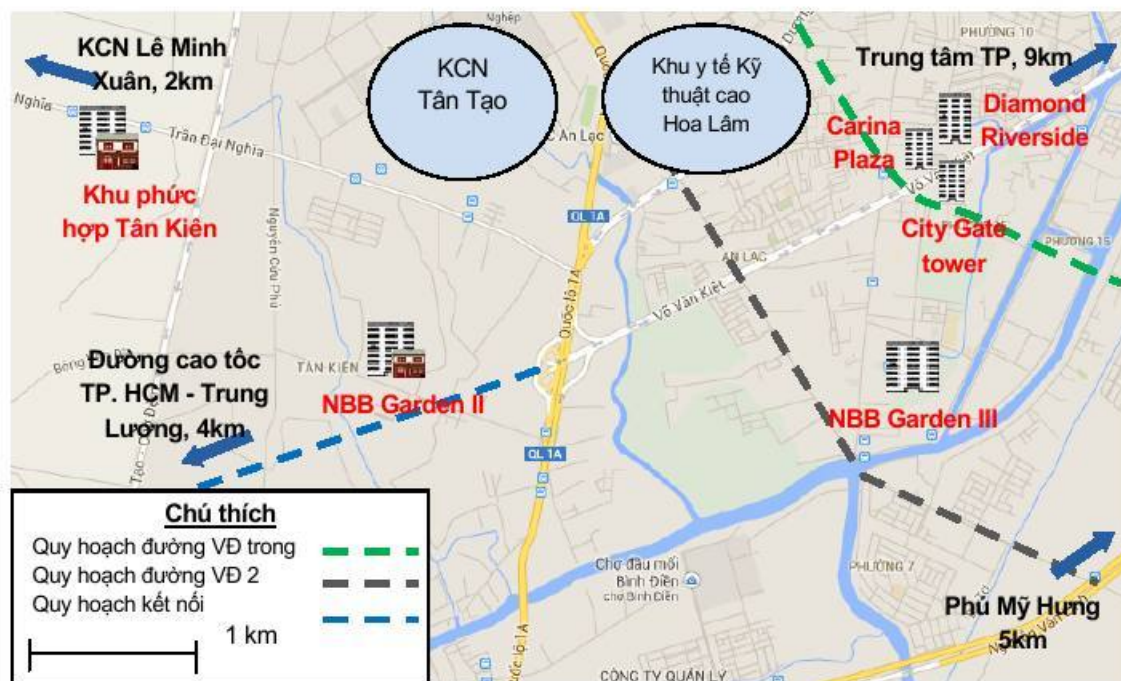
Hình 4: Sơ đồ mạng lưới đường vành đai TP. HCM theo quy hoạch và vị trí quỹ đất của NBB



Nguồn: Sở GTVT TP. HCM, VCSC

**Đây là một khu vực đông đúc dân cư với nhiều doanh nghiệp và cơ sở hạ tầng dọc theo Quốc lộ 1A và đại lộ Võ Văn Kiệt (đại lộ Đông-Tây).** Trong vòng bán kính 2km có Khu công nghiệp Tân Tạo, một trong những khu công nghiệp lớn nhất thành phố và Khu y tế Kỹ thuật cao Hoa Lâm với một bệnh viện đã hoàn tất và năm bệnh viện nữa được dự kiến xây dựng. Khu y tế cũng có Aeon Mall, một tổ hợp bán lẻ do Nhật Bản phát triển. Các cơ sở hạ tầng khác bao gồm siêu thị An Lạc và nhà trẻ, trường học các cấp.

Hình 5: Vị trí các dự án NBB tại TP. HCM



Nguồn: NBB, VCSC

Hình 6: Danh sách các dự án của NBB tại TP. HCM

Dự án	Vị trí	Diện tích (m <sup>2</sup> )	% TL sở hữu	Sản phẩm	Tình trạng
Carina Plaza	Quận 8	19.400	95%	736 căn hộ, trung tâm thương mại	Đang mở bán, đã bán được 702 căn hộ
City Gate	Quận 8	19.300	95%	1.092 căn hộ, trung tâm thương mại	Đang thi công phần móng
Diamond Riverside (NBB I)	Quận 8	41.500	20%	1.708 căn hộ, trung tâm thương mại	Dự kiến sẽ khởi công đầu năm 2015
NBB Garden III	Quận 8	81.600	63%	4.051 căn hộ, trung tâm thương mại	Dự kiến sẽ khởi công năm 2015
NBB Garden II	Huyện Bình Chánh	115.100	70%	1.904 căn hộ, 154 biệt thự	Hoàn tất 92% công tác đền bù, đang xin giấy phép bản thiết kế tỷ lệ 1/500
Khu phức hợp Tân Kiên (NBB IV)	Huyện Bình Chánh	301.700	70%	1.550 căn hộ, 668 biệt thự	Hoàn tất 93% công tác đền bù

Nguồn: NBB, VCSC

Ba dự án khu căn hộ cao tầng Carina Plaza, City Gate Towers, và Diamond Riverside đều nằm gần ngã tư Đại lộ Đông Tây và đường Vành đai 1 theo quy hoạch, sẽ có vị trí đắc địa, giúp gia tăng giá trị ba dự án này một khi cơ sở hạ tầng được hoàn tất. Hiện Carina Plaza đã được hoàn tất.



Hình 7: Phối cảnh ba dự án của NBB



Hình: NBB

#### Dự án Khu căn hộ cao tầng City Gate Towers

Dự án được khởi công năm 2009 và khi phần móng được hoàn tất năm 2010 thì đã có 232 trong số 844 căn hộ được đặt mua. Tuy nhiên, đến nay tiến độ bán hàng đã chững lại do thị trường trầm lắng. Dự án được khởi động lại trong tháng 07/2014 với thiết kế mới, bao gồm bốn tòa nhà 28 tầng với 1.092 căn hộ, trong đó 80% có tiện tích dưới 70m<sup>2</sup> (để đáp ứng yêu cầu gói cho vay hỗ trợ BĐS). NBB hiện đang xây dựng nhà mẫu cho chương trình bán hàng sắp tới.

Hình 8: Thiết kế dự án City Gate Towers và tình trạng thực tế trong tháng 08/2014



Nguồn: NBB, VCSC 2014



### Khu căn hộ cao tầng Diamond Riverside

Đây là một dự án gồm 2 tòa nhà, lần lượt 26 và 28 tầng, do NBB sở hữu 20% và CII sở hữu 80%, tổng cộng có 1.708 căn hộ. CII sẽ chịu trách nhiệm thi công và hai công ty sẽ chia sẻ lợi nhuận dựa trên tỷ lệ vốn góp. Dự kiến dự án sẽ khởi công vào đầu năm 2015.

Hình 9: Thiết kế dự án Diamond Riverside và tình trạng thực tế tháng 08/2014



Nguồn: NBB, VCSC 2014

### Dự án Khu căn hộ cao tầng NBB Garden III

Dự án này cách dự án City Gate Towers 1km về phía nam. NBB đã mua lại đất năm 2008 và công ty đã bước đầu thực hiện san lấp mặt bằng nhưng sau đó ngưng thi công do thiếu vốn. NBB Garden III có tám tòa nhà từ 25 đến 28 tầng, gồm 4.051 căn hộ, 1.651m<sup>2</sup> đất nền, và một trung tâm thương mại rộng 2.428m<sup>2</sup>. Dự án sẽ được khởi công trong năm 2015.

Hình 10: Thiết kế dự án NBB Garden III và tình trạng thực tế tháng 08/2014



Nguồn: NBB, VCSC 2014

### Dự án Khu căn hộ cao tầng NBB Garden II

Công ty đã mua lại đất năm 2009 với kỳ vọng Đại lộ Đông-Tây sẽ được mở rộng đến Đường cao tốc TP. HCM – Trung Lương. Tuy nhiên, hiện việc mở rộng vẫn đang trong giai đoạn xem

xét. Trong khi đó, biên lợi nhuận của NBB giảm mạnh do vốn hóa lãi vay. Với cam kết tài trợ vốn của Creed Group, NBB Garden II có cơ hội khởi động nhưng sẽ không trước năm 2016.

#### Dự án Khu phức hợp Tân Kiên

NBB cũng mua lại đất cho dự án này năm 2009 với diện tích gấp ba lần NBB II. Với lợi thế có các khu công nghiệp xung quanh (hiện có 2 khu công nghiệp đang hoạt động và 3 khu công nghiệp theo quy hoạch với tổng diện tích trên 1.109ha), dự án này phù hợp với việc phát triển nhà ở cho công nhân trong khu vực.

### **Quỹ đất mang tính chiến lược tại các tỉnh phát triển mạnh**

Gần 93% quỹ đất của NBB nằm ngoài TP. HCM nhưng tại các tỉnh có tiềm năng phát triển lớn như Quảng Ngãi, Quảng Ninh và Bình Thuận, trong khi BĐS tại tỉnh Bạc Liêu gần như đã được bán hết.

Tỉnh Quảng Ngãi là một trong những tỉnh thành có tăng trưởng GDP cao nhất Việt Nam nhờ Nhà máy lọc dầu Dung Quất (theo Tổng cục Thống kê, tăng trưởng GDP của Quảng Ngãi năm 2013 đạt 12,1% so với mức trung bình của cả nước là 5,4%). Trong khi đó, tỉnh Quảng Ninh, đặc biệt là thành phố Hạ Long, là một trong những điểm đến hàng đầu Việt Nam đối với khách du lịch nhờ Vịnh Hạ Long. Lượng khách tham quan vịnh Hạ Long tăng từ 1,5 triệu năm 2005 lên 2,5 triệu năm 2013. Theo Ban quản lý Vịnh Hạ Long, lượng khách 6 tháng đầu năm 2014 tăng 35% so với cùng kỳ năm ngoái. Tỉnh Bình Thuận cũng là một điểm đến được du khách ưa chuộng tại Việt Nam. Theo số liệu của Sở Văn hóa, Thể thao và Du lịch tỉnh Bình Thuận, lượng khách du lịch năm 2013 tăng 12,1%, mạnh hơn nhiều so với mức trung bình cả nước là 7,7%.

Hình 11: Danh sách các dự án của NBB tại các tỉnh thành khác

Dự án	Tỉnh thành	Diện tích (m2)	TL sở hữu	Sản phẩm	Tình trạng
KDC Bạc Liêu	TP. Bạc Liêu	502.000	100%	2.012 lô đất nền, TT thương mại	Đang mở bán, đã bán được 1.952 lô đất nền
KDC Sơn Tịnh	TP. Quảng Ngãi	1.020.000	100%	2.697 lô đất nền, TT thương mại	Đang mở bán, đã bán được 459 lô đất nền
Khu biệt thự Đồi Thủy Sơn	Tỉnh Quảng Ninh	321.800	60%	Đất nền biệt thự	Đã xin được giấy phép bán thiết kế TL 1/500. Khởi công Quý 4/2014
Khu du lịch sinh thái Đồn Diên	Tỉnh Quảng Ninh	771.500	60%	Nghỉ dưỡng, biệt thự	Hoàn tất 20% công tác đền bù
Khu nghỉ dưỡng cao cấp kết hợp KDC De Lagi	Tỉnh Bình Thuận	2.163.806	100%	Nghỉ dưỡng	Đang thực hiện công tác đền bù
Khu biệt thự Golf cao cấp đảo Hồng Ngọc	Tỉnh Quảng Ngãi	2.334.000	100%	Nghỉ dưỡng, biệt thự	Đang thực hiện công tác đền bù

Nguồn: NBB, VCSC

#### Dự án Khu dân cư Sơn Tịnh – tỉnh Quảng Ngãi

Dự án Khu dân cư Sơn Tịnh nằm cách trung tâm thành phố Quảng Ngãi 2km về phía bắc và các Nhà máy lọc dầu Dung Quất khoảng 25km về phía Nam, tương đương 30 phút di chuyển



bằng ô tô. NBB mua lại phần đất năm 2008 với dự báo thành phố Quảng Ngãi sau khi mở rộng sẽ bao gồm cả khu vực này. Tuy nhiên, tiến độ bán hàng còn chậm (chỉ đạt 17% đến năm 2013) do thiếu vốn để xây dựng cơ sở hạ tầng. Dự án chính thức thuộc thành phố Quảng Ngãi vào tháng 03/2014, chủ yếu là nằm tại phường Trương Quang Trọng mới được thành lập. Chúng tôi cho rằng sự kiện này cũng như việc tăng cường đầu tư vào cơ sở hạ tầng tại dự án sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ bán hàng trong tương lai.

Hình 12: Vị trí và thiết kế dự án KDC Sơn Tịnh



Nguồn: NBB, VCSC

#### Khu biệt thự đồi Thủy Sản – TP. Hạ Long

Dự án nằm trên đồi, chính giữa thành phố Hạ Long, với tầm nhìn bao quát và giao thông thuận tiện. Từ đây có thể thấy được gần một nửa thành phố Hạ Long đầy năng động và có thể di chuyển đến bất cứ nơi nào trong thành phố thông qua Quốc lộ 18. Các dự án 3km về phía nam là Bến phà Bãi Cháy, từ đây có thể đi thuyền đến Hạ Long, và cách dự án 5km về phía Tây, dọc theo đường Cao tốc 18 là Khu nghỉ dưỡng Tuần Châu.

Hình 13: Vị trí và thiết kế khu biệt thự Đồi Thủy Sản



Nguồn: NBB, VCSC

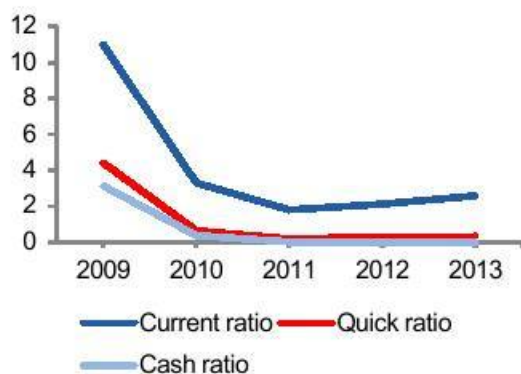


## Thiếu tiền mặt và áp lực nợ

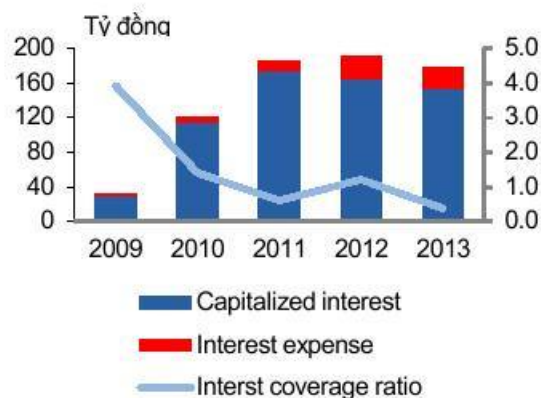
Trước năm 2009, NBB có thanh khoản lành mạnh nhờ tiến độ bán hàng tại các dự án như Khu dân cư TTTM Bắc Phan Thiết, Khu dân cư Phường 2 - thị xã Bạc Liêu, và Khu căn hộ cao tầng Carina Plaza đều tích cực. Sang năm 2009, NBB thực hiện hai đợt phát hành trái phiếu lớn với giá trị tổng cộng 700 tỷ đồng, tương đương một nửa tài sản công ty tại thời điểm này, để tài trợ các dự án City Gate Towers, NBB II, Diamond Plaza, và Khu phức hợp Tân Kiên (NBB IV), thuộc giai đoạn mở rộng tiếp theo của công ty. Tuy nhiên, giai đoạn này công ty chịu một số tác động bất lợi như khủng hoảng tài chính thế giới và sau đó là thị trường BĐS trong nước đóng băng. Vì vậy, từ năm 2010 đến 2013, tiến độ bán hàng từ các dự án hiện có của NBB đã chững lại.

Hệ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của công ty giảm mạnh. Năm 2013, công ty chỉ giữ lại 8 tỷ đồng tiền mặt tại ngân hàng, chỉ tương đương hơn 1/4 chi phí quản lý và bán hàng. Do không thu hồi đủ tiền mặt, tiến độ phát triển các dự án mới gần như ngừng hẳn. Việc thi công dự án City Gate Towers và san lấp mặt bằng tại dự án NBB III ngưng lại hoàn toàn trong khi việc xây dựng cơ sở hạ tầng tại Khu dân cư Sơn Tịnh chậm lại.

Hình 14: Diễn biến các chỉ số thanh toán NBB



Hình 15: Thanh toán lãi vay của NBB



Nguồn: NBB, VCSC

Do không thể đầu tư vào các dự án mới, NBB chịu tỷ số đòn bẩy cao vì lãi suất tăng mạnh. Từ năm 2010 đến 2013, công ty gặp nhiều khó khăn khi lãi suất lên đến 18%. Trong giai đoạn này, trung bình công ty phải thanh toán chi phí lãi vay 170 tỷ đồng/năm, trong đó 93% được vốn hóa vào tồn kho BĐS, càng khiến biên lợi nhuận các dự án mới giảm. Trong khi đó, khả năng thanh toán lãi vay thấp khiến công ty không thể trả lãi với tình hình kinh doanh thực tế. Vì vậy, NBB dứt khoát phải tìm được nguồn vốn để giảm nguồn vốn vay cũng như phát triển các dự án mới, có biên lợi nhuận giảm từ năm này sang năm khác.

## Nỗ lực đảo chiều khi thị trường phục hồi

### Nỗ lực tái cơ cấu và tái cấp vốn

NBB không thể tiếp tục tình trạng bất động, không có tiền mặt để phát triển dự án trong khi phải tìm cách trả tiền lãi ngân hàng như đã kéo dài suốt 4 năm qua, hoặc công ty phải bán rẻ quỹ đất giá trị lớn để duy trì hoạt động. Công ty bắt đầu thực hiện tái cơ cấu năm 2012 nhưng sang năm 2013 và 2014 hoạt động này đã khẩn trương hơn và nhờ vậy, giảm bớt áp lực nợ.

**Giảm bớt các hoạt động kinh doanh ngoài cốt lõi:** Ngoài BDS, NBB còn đầu tư vào một số lĩnh vực khác như xây dựng theo hình thức BOT, khai thác đất và đá granite, khai thác titan, thủy điện, sản xuất phụ tùng ô-tô, nước suối nóng, trong đó mỗi lĩnh vực do một công ty con hoặc công ty liên kết quản lý. Trong số các lĩnh vực này, chỉ có khai thác đất và đá granite mang lại giá trị cho NBB, thông qua việc cung cấp vật liệu xây dựng cho các dự án của công ty, và đóng góp rất ít vào lợi nhuận ròng hợp nhất. Các lĩnh vực không phải cốt lõi khác khiến NBB bị chôn vốn.

Hình 16: Danh sách các công ty con và liên kết của NBB

Công ty con/ liên kết	Hoạt động kinh doanh	TL sở hữu%	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Vốn góp (tỷ đồng)
Hùng Thanh	Carina Plaza, City Gate Towers	95%	41	58
NBBI	Sản xuất phụ tùng ô tô	75%	40	30
QMI	Mỏ titan	90%	40	48
NBQ	Khai thác đá granite và đất	100%	10	10
Hương Trà	Suối nước nóng	99%	20	18
Công ty Cầu Rạch Miễu	BOT cầu Rạch Miễu	25%	460	33
Tam Phú	Khu đô thị sinh thái Nam Tam Phú	49%	20	4
<b>Tổng cộng</b>				<b>201</b>
<b>Tỷ trọng tổng vốn CSH của NBB</b>				<b>15,4%</b>

Nguồn: NBB

**Bắt đầu với việc thoái vốn khỏi BOT Cầu Cổ Chiên năm 2013,** NBB tích cực đẩy mạnh việc thanh lý tài sản chậm hoàn vốn (Công ty TNHH BOT Cầu Rạch Miễu) hay các tài sản công ty không đủ chuyên môn điều hành (Mỏ titan Mộ Đức, Nhà máy Thủy điện Đá Đen).

Trong Quý 1/2014, NBB đã bán lại cổ phần tại Công ty TNHH BOT Cầu Rạch Miễu cho CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM (HSX: CII), thu về 41 tỷ đồng (giá trị sổ sách còn lại).

Đến năm 2015, NBB nhiều khả năng sẽ bán lại Mỏ titan Mộ Đức với giá 130 tỷ đồng và Nhà máy Thủy điện Đá Đen với giá 33 tỷ đồng (giá trị sổ sách).

Ngoài ra, công ty cũng dự kiến bán lại Nhà máy sản xuất phụ tùng ô tô Đà Nẵng, vì nhà máy này không phát huy tối đa công suất thiết kế và không mang lại khoản lợi nhuận nào.



Hình 17: Danh sách các lĩnh vực kinh doanh ngoài cốt lõi mà NBB sẽ thoái vốn

HĐKD ngoài cốt lõi	Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	Kế hoạch thực hiện	Giá bán (tỷ đồng)	Hoàn tất vào năm
BOT cầu Rạch Miễu	41	Bán	41	2014
Mỏ Titan Mộ Đức	11	Bán	130	2014, 2015
Nhà máy Thủy điện Đá Đen	33	Bán	33	2014, 2015
Suối nước nóng Trà Bồng	0,9	Bán	N/A	N/A
Nhà máy sản xuất phụ tùng ô tô Đà Nẵng	30	giảm tỷ lệ sở hữu	N/A	N/A
Mỏ đá Granite	N/A	Giữ	N/A	N/A

Nguồn: NBB, ước tính của VCSC

**Tái vay vốn trả nợ:** Hai đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp thực hiện trong năm 2009 đã chiếm phần lớn cơ cấu nợ của NBB trong giai đoạn thị trường suy thoái. CTCP Chứng Khoán Bảo Việt và Công ty Tài chính Cổ phần Điện lực đã mua trái phiếu của đợt phát hành đầu tiên với giá trị 300 tỷ đồng. Ngân hàng Quốc tế (VIB) đã mua đợt phát hành thứ hai với giá trị 400 tỷ đồng. Số trái phiếu của cả hai đợt phát hành này đều đáo hạn vào cuối năm 2013, nhưng do NBB không có khả năng trả nợ nên Công ty buộc phải xin gia hạn thời gian thanh toán với các trái chủ.

- Trong năm 2012, NBB đã thương lượng thành công với VIB để gia hạn lịch trình trả nợ cho lượng trái phiếu đợt hai thêm 4 năm nữa, tức dời lại vào cuối năm 2016 với số tiền còn lại cần thanh toán là 350 tỷ đồng, do NBB đã trả xong 50 tỷ đồng.
- Trong năm 2013, NBB đã trả 65 tỷ đồng đối với lượng trái phiếu đợt một, trong khi đó thời điểm đáo hạn đối với số trái phiếu còn lại trị giá 235 tỷ đồng được gia hạn lại cho đến cuối năm 2014.

Bên cạnh trái phiếu doanh nghiệp, trong năm nay, NBB cũng chịu áp lực thanh toán khoản nợ ngắn hạn trị giá 70 tỷ đồng. Do đó, để vay vốn trả nợ và đầu tư vào các dự án mới, NBB đã thực hiện cùng lúc hai giải pháp sau:

- Chào bán 210 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho nhà đầu tư nước ngoài với lãi suất 5%-7,5%/năm, lãi suất này sẽ được điều chỉnh hàng năm dựa trên mức điều chỉnh tỷ giá hối đoái để bảo vệ quyền lợi của trái chủ. Mức điều chỉnh tỷ giá được tính theo các thay đổi của tỷ giá VND/USD kể từ ngày phát hành trái phiếu cho đến ngày thanh toán lãi vay. Trái chủ có thể giữ số trái phiếu này trong 5 năm hoặc chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông sau một năm kể từ ngày phát hành. Giá chuyển đổi sẽ thấp hơn 10% so với giá trung bình trong 10 phiên giao dịch trước ngày chuyển đổi và sẽ được điều chỉnh theo phương thức điều chỉnh tỷ giá nêu trên. NBB dự kiến sẽ phát hành số trái phiếu này trong năm 2014-2015. Hoặc thay vào đó, nhà đầu tư có thể lựa chọn mua 10 triệu trái phiếu với lãi suất 5%/năm mà không được hưởng mức điều chỉnh tỷ giá.
- Thương lượng với Ngân hàng TMCP Á Châu (HNX:ACB) để vay 350 tỷ đồng với lãi suất 10%-11%/năm. Thương vụ này dự kiến sẽ được ký kết vào tháng 11/2014.

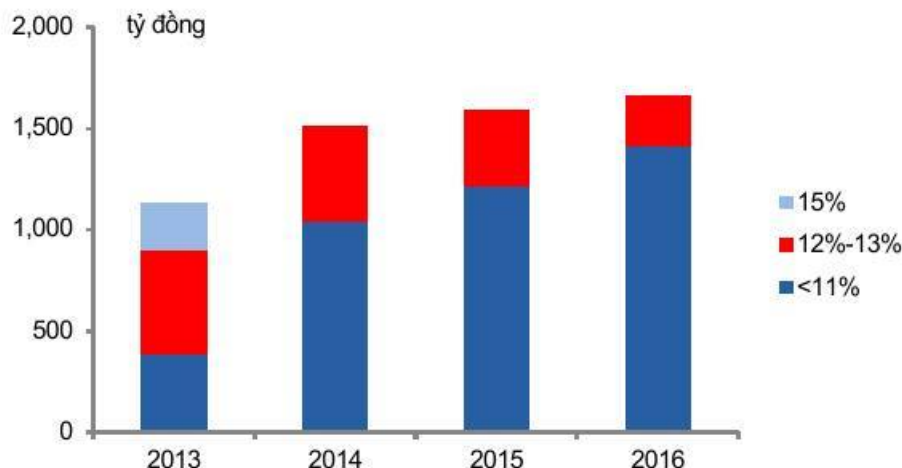
Chúng tôi cho rằng việc phát hành trái phiếu chuyển đổi không cần tài sản đảm bảo là một thương vụ có lợi cho NBB. Vì lãi suất cho vay đối với các công ty bất động sản (BDS) vào khoảng 11% và đồng nội tệ tương đối ổn định, mức thanh toán lãi vay 5%-7,5%/năm của NBB là một mức rất thấp. Tuy nhiên, loại trái phiếu này có khả năng sẽ pha loãng giá của số cổ phiếu mà cổ đông hiện tại đang nắm giữ, do NBB cho phép trái chủ được chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu phổ thông sau một năm kể từ ngày phát hành.

Khoản nợ 350 tỷ đồng vay từ ACB là phương thức tái vay vốn để trả các khoản nợ còn lại trong năm nay, bao gồm 235 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp sắp đáo hạn.



Trong thời gian tới, công ty sẽ tiếp tục vay nợ với lãi suất thấp (dưới 11%), chủ yếu là thông qua hình thức phát hành trái phiếu đặc biệt mà NBB chỉ phải trả lãi vay trong các trường hợp đặc biệt, nhằm thanh toán các khoản vay với lãi suất cao (12%-15%). Do đó, mặc dù tổng nợ tăng nhưng trên thực tế thì áp lực thanh toán lãi vay giảm.

Hình 18: Tổng nợ của NBB (nợ dài hạn và ngắn hạn)



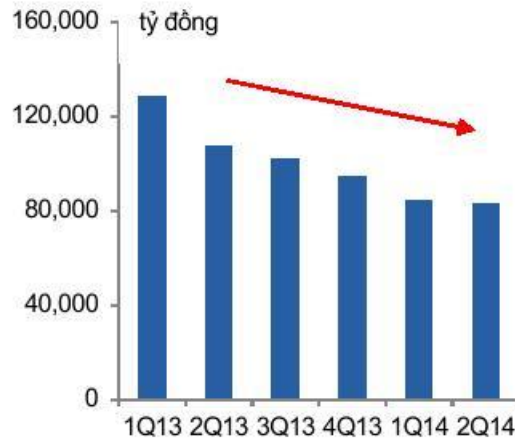
Nguồn: NBB, ước tính của VCSC

## Thị trường bất động sản đang ấm dần lên

Bất động sản (BDS) là một lĩnh vực cốt yếu của nền kinh tế và có mối liên hệ chặt chẽ với lĩnh vực tài chính: ngành BDS chiếm 8% tổng các khoản cho vay hiện tại của ngành ngân hàng, trong khi đó, 65% tài sản thế chấp là BDS. Vì vậy, Chính phủ đang nỗ lực phá băng thị trường BDS bằng các chính sách như đẩy mạnh việc xây dựng cơ sở hạ tầng nhằm giúp nâng cao giá trị của sản phẩm BDS và đưa ra gói tín dụng 30.000 tỷ đồng hỗ trợ phân khúc nhà ở cho người thu nhập thấp. Mặc dù tỷ lệ giải ngân của gói hỗ trợ này chỉ mới đạt 10% sau 15 tháng kể từ ngày bắt đầu có hiệu lực, chính sách này đã tạo được sức ảnh hưởng tích cực lên thị trường thông qua việc mặt bằng lãi suất nhìn chung đã được cắt giảm và các ngân hàng đưa ra các gói cho vay mua nhà ở với các điều khoản cạnh tranh. Do đó, Bộ Xây dựng cho biết, kể từ năm 2013, tổng giá trị tồn kho BDS chưa bán được đã giảm đáng kể.

Tình hình tồn kho BDS giảm phản ánh việc số lượng giao dịch BDS tăng mạnh kể từ năm 2013. Phân khúc có mức tăng rõ nhất là căn hộ chung cư. Theo số liệu của CBRE, tính riêng tại TP. HCM, số lượng căn hộ chung cư đã bán trong Quý 2/2014 tăng vọt gần 100% so với cùng kỳ năm trước. Phân khúc sản phẩm mục tiêu của NBB là căn chung cư vừa túi tiền và căn hộ chung cư trung cấp chiếm phần lớn mức tăng này, cụ thể chiếm trung bình 63% tổng số căn hộ đã bán được trong suốt 6 quý gần nhất.

Hình 19: Tổng giá trị tồn kho BĐS



Nguồn: Bộ Xây dựng

Hình 20: Số lượng căn hộ chung cư đã bán tại TP. HCM



Nguồn: CBRE, VCSC

**Nhà ở vừa túi tiền là một chủ đề nóng** trên thị trường kể từ khi Chính phủ đưa ra gói tín dụng 30.000 tỷ đồng vào tháng 06/2013. Các chủ đầu tư BĐS và các nhà chức trách nhận thấy tầng lớp trung lưu thật sự có nhu cầu mua nhà ở với giá phải chăng. Nhóm dân số này chủ yếu bao gồm những người muốn mua nhà và có trong tay khoảng 1 tỷ đồng. Vì vậy, diện tích của mỗi căn hộ không thể quá lớn, do nếu tiếp tục giảm giá bán trên mỗi mét vuông diện tích thì lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng. Đây là lý nguyên nhân khiến NBB thay đổi thiết kế của dự án City Gate Towers bằng cách giảm diện tích căn hộ từ trung bình 90m<sup>2</sup> như của dự án Plaza Carina xuống dưới 70m<sup>2</sup>/căn. Động thái này có khả năng sẽ tăng sức hấp dẫn của City Gate Towers và giúp đẩy mạnh tiến độ bán căn hộ tại dự án này.

## Tập đoàn Creed Group mang lại sức sống mới cho NBB

### Giới thiệu về Tập đoàn Creed Group

Trong số các tin tức tích cực từ thị trường, chưa bao giờ khả năng triển khai đầu tư vào các dự án đã sẵn sàng xây dựng của NBB lại tốt như hiện nay, trong khi trước đó gánh nặng chi phí lãi vay được vốn hóa khiến các dự án này trở nên kém hấp dẫn. Tất cả các dự án của NBB ở TP. HCM đều là những khu căn hộ phức hợp với thời gian xây dựng trên 5 năm, do đó, việc bắt đầu tiến hành xây dựng khi thị trường thoát khỏi giai đoạn đáy là một điều rất quan trọng.

Tuy vậy, NBB thiếu vốn đầu tư để phát triển các dự án, còn các tổ chức trong nước vẫn còn do dự không đầu tư vào lĩnh vực BĐS. Một số công ty hoạt động tích cực trong ngành BĐS chuộng việc mua lại các dự án này với giá rất thấp thay vì hợp tác xây dựng cùng với NBB. Vì vậy, NBB rất chào đón sự xuất hiện của Tập đoàn Creed Group đến từ Nhật Bản.

**Hai công ty hợp tác với cùng mục đích phục hồi các dự án BĐS đang dở.** Tập đoàn Creed Group được thành lập vào năm 1996 với tư cách là công ty BĐS chuyên đầu tư và phát triển dự án BĐS. Vào thời điểm đó, Nhật Bản hứng chịu tình trạng bong bóng BĐS khiến thị trường BĐS của nước này bị đóng băng trong 10 năm, điều này tệ hơn nhiều so với tình hình của Việt Nam vào thời điểm hiện tại.

**Creed Group phát triển nhanh chóng bằng cách mua lại và tạo lợi nhuận từ các dự án BĐS gặp khủng hoảng.** Vào cuối năm 2007, Creed Group và ba quỹ tín thác đầu tư BĐS (REIT) của tập đoàn này đã mua lại và quản lý lượng tài sản có giá trị lên đến 4 tỷ USD. Tuy nhiên, mô hình tài chính phần lớn dựa vào nguồn vốn nước ngoài của Creed không thể chống chọi lại cuộc khủng hoảng toàn cầu trong năm 2008. Do đó, Creed đã hủy niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Nhật Bản cùng với 16 công ty BĐS khác.

**Sau một thời gian, Creed Group quay trở lại** với mục tiêu tập trung vào các thị trường mới nổi tại châu Á. Vào thời điểm đó, nhiều nước trong số này đang phục hồi từ cửa các cuộc khủng hoảng BĐS diễn ra ở các nước này. Creed Group hi vọng sẽ tăng thêm giá trị cho sản phẩm bất động sản tại các thị trường này bằng cách cung cấp sự am hiểu sâu sắc của tập đoàn trong lĩnh vực xây dựng và quản lý BĐS. Creed Group mong muốn thực hiện điều tương tự với thị trường Việt Nam thông qua việc hợp tác đầu tư với NBB.



Hình 21: Đại diện của NBB và Creed Group tại lễ ký thỏa thuận hợp tác



Nguồn: vietstock.vn

**Creed Group không chỉ là một nhà đầu tư tài chính thông thường.** Tập đoàn này sẽ thắt chặt quan hệ hợp tác với NBB thông qua việc đầu tư cùng một lúc vào cổ phiếu, các dự án và trái phiếu chuyển đổi của NBB, cụ thể như sau:

- (1) Mua 4,6 triệu cổ phiếu phổ thông với giá 19.800 đồng/cổ phiếu, với tổng giá trị là 91,1 tỷ đồng.
- (2) Cam kết mua 600 tỷ đồng trái phiếu dự án đầu tư trực tiếp vào dự án City Gate Towers, trong đó, khoản tiền đầu tư ban đầu với giá trị 333 tỷ đồng sẽ được dùng để thanh toán các chi phí của NBB dùng để mua đất và xây dựng phần móng, và số tiền còn lại sẽ được quyết định dựa trên tiến độ của dự án. Tổng tiền lãi phải trả cho số trái phiếu phát hành cho Creed Group tương đương 80% LNST của dự án này.
- (3) Đầu tư vào dự án NBB Garden III bằng cách cấp 50% trong tổng chi phí xây dựng chung là 3.817 tỷ đồng. Số tiền này có khả năng sẽ được đầu tư thông qua hình thức trái phiếu dự án giống như trường hợp của City Gate Towers. Creed Group sẽ đầu tư lượng tiền mặt ban đầu là 277 tỷ đồng, dùng để thanh toán chi phí quyền sử dụng đất mà NBB phải trả. Phần tiền còn lại cũng sẽ phụ thuộc vào tiến độ của dự án. NBB dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng NBB Garden III trong năm 2015.
- (4) Đầu tư vào dự án NBB Garden II bằng cách cấp 50% tổng chi phí khi hai bên đồng ý với nhau giá trị quyền sử dụng đất, con số này sẽ không thấp hơn giá trị sổ sách tính tại thời điểm hiện tại. Dự án này sẽ được xây dựng trong năm 2015, tùy thuộc vào điều kiện thị trường.
- (5) Thương lượng mua 210 tỷ đồng, tương đương 10 triệu USD trái phiếu chuyển đổi do NBB phát hành.

Hiện chỉ có 3 khoản đầu tư đầu tiên vào cổ phiếu phổ thông, dự án City Gate Towers và NBB Garden III là có lịch trình cụ thể với tổng tiền đầu tư cố định từ năm 2014 đến năm 2016 là 700 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính số tiền đầu tư còn lại (bao gồm trái phiếu chuyển đổi và khoản đầu tư vào NBB Garden II) sẽ là từ 400 tỷ đồng đến 600 tỷ đồng trong vòng 2 năm tới. Do đó, từ nay cho đến cuối năm 2016, Creed Group sẽ cung cấp hơn 1.000 tỷ đồng, tương đương 1/3 tổng tài sản của NBB trong năm 2013, để giúp NBB phát triển các dự án.

Hình 22: Lộ trình cổ định cho các khoản đầu tư của Creed Group (đơn vị: tỷ đồng)

Hình thức đầu tư	2014	2015	2016
Cổ phiếu phổ thông	91,1		
Trái phiếu dự án City Gate Towers*	189,8	143,7	
Trái phiếu dự án NBB III	55,4	110,7	110,7

Nguồn: NBB

\* Ghi chú: Còn 266,5 tỷ đồng chưa phân phối cho dự án City Gate Towers

Những yếu tố khiến khách hàng mua căn hộ tại một dự án BĐS không chỉ bao gồm địa điểm và giá cả mà còn có thương hiệu của công ty được xây dựng dựa trên các tài sản vô hình như lịch trình dự án, chất lượng xây dựng, dịch vụ và đội ngũ bán hàng. Thương hiệu là một yếu tố quan trọng giúp đẩy nhanh tiến độ bán sản phẩm của các công ty BĐS nổi tiếng như CTCP Đầu tư Nam Long (HSX:NLG), Novaland và Vingroup (HSX:VIC) ngay cả khi thị trường bị suy thoái. NBB hiện chưa được hưởng lợi từ việc sở hữu một thương hiệu được nhận biết rộng rãi, còn chất lượng căn hộ và dịch vụ của các dự án của Công ty vẫn còn nhiều phải cải thiện nhiều. Ví dụ, dự án căn hộ chung cư gần đây nhất của NBB là Carina Plaza có vị trí tốt nhưng lại thiếu dịch vụ bảo trì và chiến dịch bán hàng chưa được tổ chức chưa thật sự tốt. Đây là một phần trong số các lý do khiến tiến độ bán căn hộ tại Carina diễn ra chậm, kéo dài trong suốt 7 năm qua.

Hình 23: Dự án Carina Plaza, ảnh chụp hồi tháng 08/2014



Nguồn: VCSC 2014

**Creed Group không chỉ dừng lại ở việc đầu tư tiền vào NBB.** Tập đoàn Creed Group hoạt động dựa trên việc mua lại và biến các dự án bất động sản từ lỗ thành lời bằng cách thuê đội ngũ quản lý tốt hơn, cải thiện chất lượng dịch vụ và cắt giảm chi phí. Cam kết của Creed Group trong việc cung cấp “Chất lượng Nhật Bản cho các thị trường mới nổi” và mối quan hệ hợp tác chặt chẽ với NBB có khả năng sẽ giúp cải thiện chất lượng sản phẩm và dịch vụ của NBB.

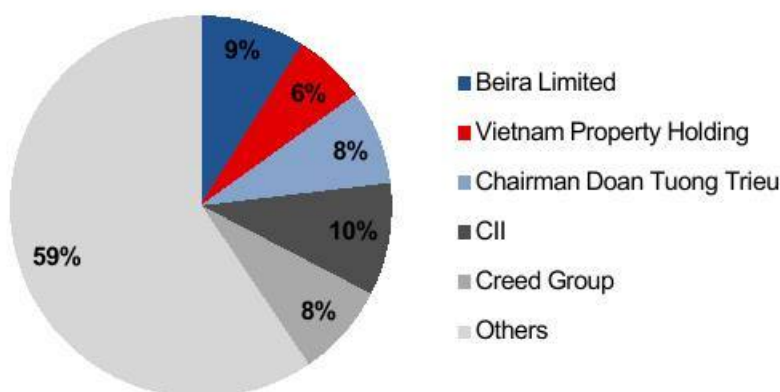
**Kinh nghiệm của Creed Group:** Trong năm 2005, Creed Group đã mua lại một resort đạt tiêu chuẩn 4 sao với quy mô lớn ở đảo Guam (Mỹ) từ Japan Airlines và các đối tác khác. Sau đó, Creed Group đã giúp cải thiện tỷ lệ thuê phòng và lợi nhuận thuần từ hoạt động của resort này bằng cách trang trí lại nội-ngoại thất và giảm chi phí hoạt động. Do đó, vào năm 2009, Creed Group đã chuyển nhượng thành công resort này cho một công ty điều hành Nhật Bản. Hiện Creed Group đang vận hành 3 sân golf ở Nhật Bản mà tập đoàn đã mua lại từ một công ty



gặp khủng hoảng tài chính. Creed Group đã giảm đáng kể các chi phí, tạo động lực cho nhân viên bằng cách áp dụng hệ thống đánh giá mới dựa trên mức độ hiệu quả công việc, và nâng cấp cơ sở hạ tầng của các sân golf. Các khoản đầu tư khác của Creed Group cũng được đổ các các thị trường Đông Nam Á bao gồm các dự án phát triển nhà khách và khu phức hợp tại Cambodia, các dự án phát triển khu phức hợp ở Malaysia và các dự án phát triển căn hộ chung cư ở Singapore.

**Rủi ro của NBB khi Creed trở thành nhà đầu tư duy nhất:** Mỗi quan hệ hợp tác chặt chẽ với Creed Group sẽ đem lại nhiều lợi ích cho NBB, tuy nhiên, điều này cũng tồn tại những rủi ro nhất định. Việc phụ thuộc nhiều vào một đối tác chiến lược có thể khiến NBB gặp khó khăn, do Công ty sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng nếu việc hợp tác không diễn ra thuận lợi như dự tính. Ngoài ra, tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại NBB sẽ tăng từ 46% lên đến mức tối đa 49% sau khi NBB phát hành 4,6 triệu cổ phiếu cho Creed Group. Với thương vụ này, Creed Group sẽ trở thành cổ đông lớn của NBB với tỷ lệ sở hữu 8%. Bên cạnh đó, nếu NBB đồng ý bán 210 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho Creed Group thì tỷ lệ sở hữu của tập đoàn này tại NBB có khả năng sẽ lên đến 20%. Chúng tôi chưa rõ NBB dự định sẽ thực hiện việc phát hành trái phiếu chuyển đổi này bằng cách nào khi tỷ lệ room tối đa cho khối ngoại vẫn giữ nguyên ở mức 49%. Với 20% cổ phần, Creed Group sẽ trở thành cổ đông lớn nhất của NBB và sẽ làm thay đổi đáng kể danh sách cổ đông lớn hiện tại của Công ty, ngoài ra, điều này cũng sẽ khiến tỷ lệ sở hữu của cổ đông hiện tại bị pha loãng đến 15%.

Hình 24: Cơ cấu cổ đông của NBB sau khi thực hiện đợt phát hành cổ phiếu cho Creed Group



Nguồn: Ước tính của VCSC

## Định giá và dự báo KQLN

### Các giả định chính

**Giả định tình hình hoạt động và tốc độ bán căn hộ:** NBB hiện có 3 dự án đang được mở bán, trong đó số căn hộ tại Khu dân cư Bạc Liêu và Carina Plaza đã được bán gần hết, còn Khu dân cư Sơn Tịnh vẫn còn 80% đất nền chưa bán được. Trong năm nay, NBB dự kiến sẽ bán xong 60 lô đất nền còn lại ở Khu dân cư Bạc Liêu. Trong tháng 08/2014, Carina Plaza vẫn còn 34 căn hộ và 01 trung tâm thương mại chưa bán được, do đó, chúng tôi cho rằng việc bán căn hộ tại dự án này sẽ hoàn tất trong năm 2015.

Bốn dự án mới sẽ được bắt đầu xây dựng trong giai đoạn năm 2014-2015 nhờ lượng tiền đầu tư nhận được từ Creed Group.

Hình 25: Lịch trình của các dự án đang được mở bán hoặc đang/sắp được xây dựng của NBB

Dự án	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Carina Plaza*										
Bạc Liêu*										
City Gate										
Diamond Riverside										
NBB Garden III										
Sơn Tịnh										
BT đồi Thủy Sơn										

Nguồn: NBB, VCSC

\*Xin lưu ý, cả hai dự án Carina Plaza và Khu dân cư Bạc Liêu đều đã được xây dựng trước năm 2011

- Dự báo 34 căn hộ chưa bán được ở Carina Plaza sẽ được bán xong trong năm 2014, cùng với một trung tâm thương mại, với giả định trung tâm thương mại này sẽ được bán với giá thấp hơn 10% so với giá trị sổ sách.
- Tiến độ bán căn hộ tại City Gate Towers và Diamond Riverside tương tự nhau vì hai dự án này có vị trí gần nhau và cùng nhắm đến một đối tượng khách hàng.
- Tiến độ bán căn hộ tại NBB Garden III sẽ kéo dài trong vòng 6 năm do đây là một dự án có quy mô lớn và tiến độ xây dựng được chia làm 4 giai đoạn.
- Tiến độ bán căn hộ tại Khu dân cư Sơn Tịnh diễn ra với tốc độ chậm trong năm 2014 do NBB hiện thiếu tiền để tiếp tục xây dựng cơ sở hạ tầng. Việc bán căn hộ sẽ tăng lên trong các năm tới khi Công ty đã có thêm vốn đầu tư.
- Khu biệt thự Đồi Thủy Sơn sẽ bắt đầu được xây dựng vào đầu năm 2015. Chúng tôi cho rằng dự án này sẽ bắt đầu được mở bán vào cuối năm nay.



Hình 26: Giả định tiến độ bán căn hộ

Dự án	Trước 2014	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
City Gate Towers		10%	25%	35%	20%	10%		
Diamond Riverside			10%	25%	35%	20%	10%	
NBB Garden III			5%	15%	30%	25%	15%	10%
Sơn Tinh	17%	3%	10%	30%	25%	10%		
Biệt thự đồi Thủy Sản			10%	40%	35%	15%		

Nguồn: VCSC

Hình 27: Giả định doanh thu

Dự án	Before 2014	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
City Gate Towers				63%	23%	14%		
Diamond Riverside					63%	23%	14%	
NBB Garden III					44%	26%	17%	13%
Sơn Tinh	17%	3%	9%	28%	26%	12%		
Biệt thự đồi Thủy Sản			9%	37%	36%	19%		

Nguồn: VCSC

Hình 28: Tổng quan các dự án

Project	City Gate Towers	Diamond Riverside	NBB Garden III	Sơn Tinh	BT đồi Thủy Sản
Tổng giá trị xây dựng (tỷ đồng)	1.361	2.072	4.125	1.760	931
Tổng chi phí xây dựng (tỷ đồng)	1.300	1.834	3.291	1.206	588
Tiền đầu tư của NBB	118	163	714	287	135
Đóng góp của Creed	466		759		
Đóng góp của CII		653			
Người mua nhà thanh toán	716	1.017	1.819	919	453
Giá bán trung bình (triệu đồng/m <sup>2</sup> )	16,0	16,0	14,0	4,6	8,0
Chi phí trung bình (triệu đồng/m <sup>2</sup> )	10,2	9,5	6,5	1,0	1,8
Diện tích căn hộ trung bình (m <sup>2</sup> )	70	70	70	100	N/A
Diện tích sàn xây dựng (m <sup>2</sup> )	127.454	193.090	420.044	1.206.963	321.800
Diện tích sàn thực tế bao gồm trung tâm thương mại (m <sup>2</sup> )	99.921	154.472	341.556	458.341	118.483

Nguồn: Ước tính của VCSC

**Xem xét rủi ro:** Rủi ro dư cung: Trong năm năm tới, NBB sẽ cung cấp khoảng 7.000 căn hộ chung cư cho riêng khu vực Quận 8. Đây là một số lượng lớn so với các quận khác tại TP. HCM với các dự án bất động sản được khách hàng quan tâm. Do đó, chúng tôi khấu trừ 5% dòng tiền của các dự án City Gate Towers, Diamond Riverside và NBB Garden III để dự phòng cho rủi ro này.

Hình 29: Nguồn cung căn hộ chung cư trong vòng 5 năm tới tại những vị trí tương đối giống nhau quanh khu vực TP. HCM

Vị trí	Diện tích (ha)	Nguồn cung căn hộ (đơn vị: căn)	Loại căn hộ
Phường 16, Quận 8	355	6,991	Vừa túi tiền, trung cấp
P. Tân Phú, Quận 7	459	6,718	Trung cấp, cao cấp
P. Tân Hưng, Quận 7	220	3,204	Trung cấp, cao cấp

Nguồn: VCSC

Rủi ro kém thanh khoản: Chiết khấu 10% đối với giá thị trường của hai dự án NBB Garden II và Khu phức hợp Tân Kiên.

Chiết khấu đối với việc thoái vốn khỏi hoạt động kinh doanh cốt lõi: Chúng tôi chiết khấu 10% đối với giá chào bán ban đầu của NBB đối với Mỏ Titan Mộ Đức và Nhà máy Thủy điện Đá Đen.



## Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV method) để định giá cổ phiếu NBB. Giá trị của các dự án được tính theo phương pháp riêng tùy theo hiện trạng của từng dự án. Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) đối với các dự án đang được mở bán hoặc đang được xây dựng, và các dự án mà chúng tôi cho rằng sẽ được khởi công trong vòng 6 tháng tới. Trong khi đó, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu giá thị trường hoặc phương pháp giá trị sổ sách cho các dự án hiện vẫn còn đang trong giai đoạn lên kế hoạch. Chúng tôi sử dụng báo cáo tài chính mới nhất của NBB trong nửa đầu năm 2014. Sau đây là các giả định chính:

- NBB sẽ phát hành 210 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi trong năm nay, và nhà đầu tư có khả năng sẽ chuyển đổi số trái phiếu này thành cổ phiếu phổ thông sau một năm kể từ ngày phát hành, điều này sẽ khiến giá cổ phiếu của NBB bị pha loãng.
- Lãi suất phi rủi ro là 5,5% vì lãi suất trái phiếu Kho bạc kỳ hạn 5 năm đã giảm mạnh.
- Hệ số  $\beta$  của NBB là 1,37 được tính theo phương pháp so sánh với 9 công ty bất động sản có quy mô tương tự nhau tại TP. HCM và Hà Nội.
- Hệ số nợ/vốn chủ sở hữu là 50/50.

Hình 30: Định giá giá trị tài sản ròng (RNAV) của NBB

STT	Tên dự án	% sở hữu	Diện tích đất (m <sup>2</sup> )	PP định giá	RNAV
1	Khu phức hợp Tân Kiên (NBB IV)	70%	301.700	MV	549,9
2	Khu dân cư Sơn Tịnh	100%	1.020.000	DCF	545,7
3	NBB Garden III	100%	81.600	DCF	476,1
4	City Gate Towers	100%	19.300	DCF	344,6
5	NBB Garden II	70%	115.100	MV	207,5
6	Biệt thự Đồi Thủy Sản	60%	321.800	DCF	164,7
7	Carina Plaza	100%	19.400	DCF	87,1
8	Mỏ Titan Mỏ Đức	100%	N/A	DCF	85,3
9	Diamond Riverside (NBB I)	20%	41.500	DCF	57,2
10	Khu dân cư Phường 2, thị xã Bạc Liêu	100%	502.000	DCF	34,7
11	Khu đô thị sinh thái Đồn Điền	60%	771.500	BV	27,1
12	Nhà máy Thủy điện Đá Đen	100%	N/A	DCF	26,2
13	Sân golf Ocean, Lagi, Phan Thiết	100%	2.163.800	BV	7,3
14	Ruby Island	100%	2.334.000	BV	1,0
Tổng giá trị tài sản ròng (NAV) của các dự án					<b>2.614</b>
Tài sản lưu động					494
Tiền mặt và tương đương tiền					14
Tiền mặt từ đợt phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu					179
Tiền mặt ước tính từ đợt phát hành cổ phiếu cho nhà đầu tư mới					91
Tiền mặt từ trái phiếu chuyển đổi					210
Tổng nợ dài hạn và ngắn hạn					(1.127)
Cổ tức tiền mặt					(36)
Tổng NAV					1.946
Ước tính SL cổ phiếu lưu hành mới (ước tính)					58.181.800
NAV/cổ phiếu					33,445
Ước tính SL cổ phiếu lưu hành, pha loãng hoàn toàn (ước tính)					68.759.578
NAV/cổ phiếu, pha loãng hoàn toàn (ước tính)					<b>28.300</b>

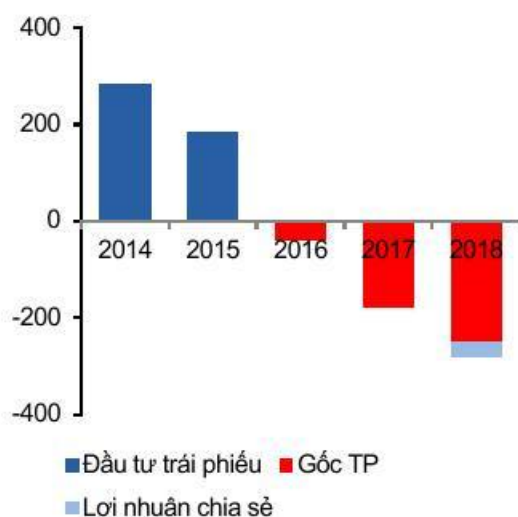
Nguồn: VCSC

Hình 31: Phương pháp định giá theo giá thị trường đối với các dự án đang trong giai đoạn đền bù

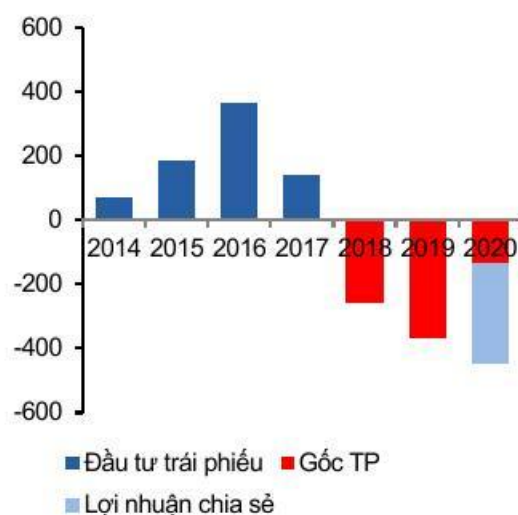
Dự án	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Carina plaza	28,9	56,4	2,4	-0,6			
City Gate Towers	131,5	118,5	7,9	34,8	51,9		
Diamond Riverside	-2,4	-53,0	-42,9	8,6	64,6	85,4	
NBB Garden III	38,2	-66,5	-120,2	-108,8	189,7	253,8	292,4
Sơn Tịnh	62,5	-108,1	130,8	227,1	105,0	128,4	
Biệt thự đồi Thủy Sản	-30,3	-38,1	77,7	70,6	84,8		
Bạc Liêu	30,3	5,7	-0,8	-0,5			
<b>Tổng cộng</b>	<b>258,6</b>	<b>-85,2</b>	<b>54,8</b>	<b>231,3</b>	<b>496,0</b>	<b>467,5</b>	<b>292,4</b>

Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 32: Kế hoạch đầu tư của Creed vào City Gate Towers



Hình 33: Kế hoạch đầu tư của Creed vào NBB Garden III



Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 34: Phương pháp định giá theo giá thị trường đối với các dự án đang trong giai đoạn đền bù

Dự án	Diện tích đất (m <sup>2</sup> )	Giá ước tính (triệu đồng)	Giá đối chiếu	Chiết khấu thanh khoản	Giá thị trường (tỷ đồng)
NBB Garden II (NBB sở hữu 70%)	115.100 (đất nông nghiệp, đã đền bù 92%)	3,5	- 1 miếng đất nông nghiệp cách dự án 200m. Giá bán 3,5 triệu đồng/m <sup>2</sup>	20%	207,5
Tan Kien Complex (NBB sở hữu 70%)	301.700 (đất nông nghiệp, đã đền bù 93%)	3,5	- 1 miếng đất nông nghiệp cách dự án 1km. Giá bán 4,8 triệu đồng/m <sup>2</sup> - 1 miếng đất nông nghiệp cách dự án 2,8km. Giá bán 2,2 triệu đồng/m <sup>2</sup>	20%	549,9

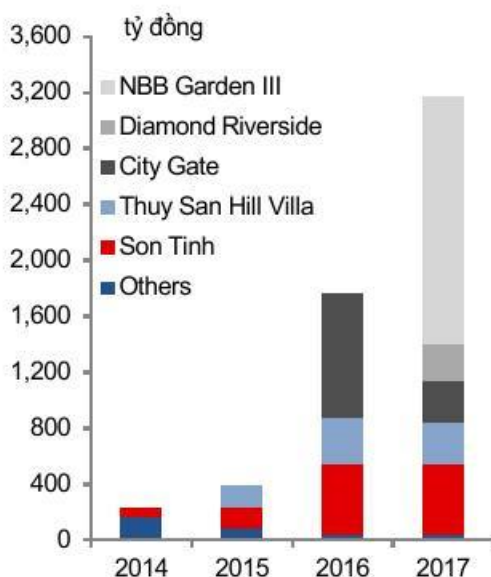
Nguồn: VCSC



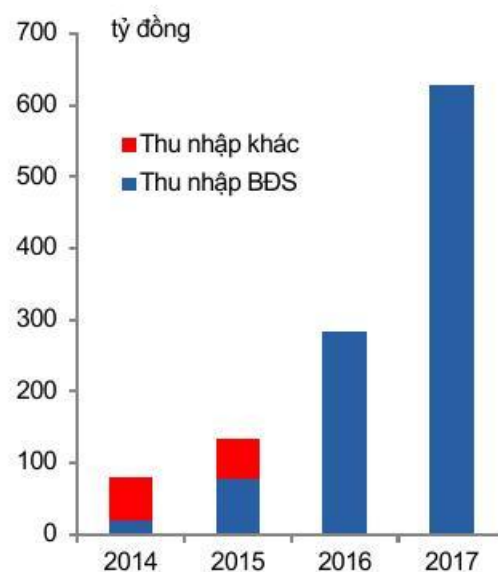
## Triển vọng tăng trưởng

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2015 sẽ tăng đáng kể nhờ (1) doanh số bán căn hộ tại Khu dân cư Sơn Tinh tăng, (2) Khu biệt thự Đồi Thủy Sản bắt đầu đóng góp cho doanh thu, và (3) NBB thoái vốn khỏi các hoạt động kinh doanh ngoài cốt lõi. Năm 2016 sẽ là năm tăng trưởng vượt bậc của NBB với việc ghi nhận doanh thu từ dự án City Gate Towers. Theo mô hình định giá của chúng tôi, doanh thu năm 2016 sẽ tăng 4,5 lần và LNST sẽ tăng gấp 2 lần năm 2015. Sang năm 2017, chúng tôi dự báo NBB sẽ ghi nhận doanh thu từ hai dự án NBB Garden III và Diamond Riverside. Điều này sẽ tiếp tục giúp doanh thu và LNST năm 2017 tăng gấp đôi năm 2016.

Hình 35: Dự báo doanh thu năm 2014-2017



Hình 36: Dự báo LNST năm 2014-2017



Nguồn: Ước tính của VCSC

Tuy nhiên, cũng trong giai đoạn này, NBB sẽ nợ Creed một khoản tiền lớn, khoản nợ này dự kiến sẽ được trả cho Creed khi City Gate Towers và NBB Garden III tạo được dòng tiền dương. Điều này có nghĩa là NBB bắt đầu phải trả 10% lãi vay cũng như nợ gốc sau năm 2016 khi NBB bắt đầu nhận được tiền từ khách hàng. Do đó, khó có thể dự báo được lượng tiền mặt mà NBB sẽ nắm giữ.

Chiến lược trung hạn của NBB là tập trung phát triển quỹ đất còn lại tại TP. HCM. NBB Garden II, một trong những dự án mà NBB hợp tác thực hiện với Creed, sẽ là dự án kế tiếp được xây dựng sau năm 2015, tùy thuộc vào tiến độ của các dự án đang thực hiện khác. Ngoài ra, NBB dự định sẽ đẩy mạnh tiến độ đền bù cho các dự án bên ngoài TP. HCM, nơi NBB sở hữu một quỹ đất rộng lớn nhiều tiềm năng.

Trong khi đó, chiến lược dài hạn của NBB có khả năng sẽ liên quan đến vấn đề phát triển dự án đất nền tại các khu vực thuộc các tỉnh có tốc độ phát triển nhanh trên phạm vi cả nước. Vì trước đây vốn là một chi nhánh của Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao thông 5 (Cienco 5) tại tỉnh Bình Thuận nên NBB là công ty có tên tuổi ở miền Trung, lợi thế này cho phép NBB mua được quỹ đất chiến lược sớm hơn với giá rẻ hơn, nhờ đó sẽ giúp tăng biên lợi nhuận.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trần Minh Đức, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng,** Ngô Hoàng Long  
**Trưởng phòng,** Nguyễn Đức Tuấn  
**CV cao cấp,** Đặng Văn Pháp  
**Chuyên viên,** Ngô Đăng Quế  
**Chuyên viên,** Dương Mỹ Thanh  
**Chuyên viên,** Nguyễn Thảo Vy

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên,** Nguyễn Thị Anh Đào  
**Chuyên viên,** Văn Đình Vỹ  
**Chuyên viên,** Trần Minh Đức  
**Chuyên viên,** Nguyễn Ngọc Hoàng Hải  
**CV PTKT cao cấp,** Nguyễn Thế Minh

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& Cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.