

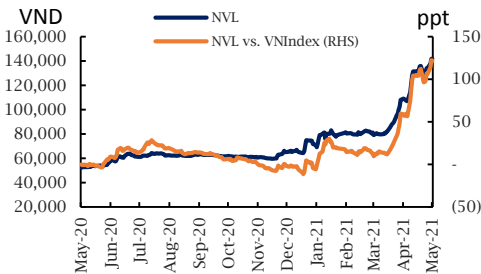
NVL
NĂM GIỮ - Kém khả quan
Giá mục tiêu giảm -14.8%
Đóng cửa 19/05/2021
Giá 142.000 đồng
Mục tiêu 12T 121.000 đồng
Tiêu điểm

- ▶ **KQKD Q1/2021** khả quan mở ra triển vọng tích cực trong tương lai.
- ▶ **Dòng tiền được củng cố** bởi 9 nghìn tỷ đồng thu được từ người mua nhà trong Q1/2021.
- ▶ **Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng 86%** bởi những giả định về giá bán và doanh số được điều chỉnh tăng.

Quan điểm

- ▶ **Chúng tôi hiện có quan điểm tích cực hơn so với trước đó** về hoạt động kinh doanh của NVL.
- ▶ **Chiến lược tập trung vào các khu vực ngoại thành đã tạo nên những bất ngờ tích cực** bởi lực cầu mạnh mẽ.
- ▶ **Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị NVL xuống NĂM GIỮ-Kém khả quan** do giá cổ phiếu đã tăng đáng kể +118% YTD vượt xa giá mục tiêu mới của chúng tôi.

Hồ sơ doanh nghiệp: CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc Nova (Tập đoàn Novaland) là một công ty phát triển BĐS quy mô lớn trong lĩnh vực BĐS dân dụng tại TP.HCM. NVL cũng đang mở rộng sản phẩm từ phát triển các dự án BĐS dân dụng sang các dự án khu đô thị vệ tinh tại TP.HCM; phát triển các dự án BĐS dân dụng và dự án BĐS nghỉ dưỡng tích hợp tại các khu vực ngoại thành.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường	6,66 tỷ USD
GTGD BQ 6T	10,40 triệu USD
Số lượng CP lưu hành	1081,74 triệu
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	30,11%
Sở hữu nước ngoài	7,88%
Cổ đông lớn	68,89%
Nợ ròng/VCSH Q1/2021 (x)	0,69x
P/B Q1/2021 (x)	3,81x
Room ngoại còn lại	25,99%

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm tài chính	2019A	2020F	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	10.931	5.026	27.500
LN HĐ (tỷ đồng)	1.660	379	
LN ròng* (tỷ đồng)	3.190	3.645	4.100
EPS (đồng)	3.289	3.697	
Thay đổi EPS (%)	2%	12%	
P/B (x)	6,17		
ROE (%)	15%	14%	
Tỷ suất cổ tức (%)	0,00%	0,00%	0,00%

*LN ròng phân phối cho cổ đông (LNST sau CĐTS trừ đi quỹ khen thưởng, phúc lợi).

Nguồn: NVL, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tâm Nguyễn

+84 28 3622 6868 ext 3815

tam.nguyen@yuanta.com.vn
Bloomberg code: YUTA

NOVALAND (NVL)

Mẻ lưới lớn ngoài khơi xa

KQKD khả quan trong Q1/2021. NVL ghi nhận doanh thu Q1/2021 đạt 4,5 nghìn tỷ đồng (tăng 4,3 lần YoY) và LNST đạt 701 tỷ đồng (tăng 2,3 lần YoY). KQKD khả quan được hỗ trợ bởi việc bàn giao căn hộ của các dự án Aqua City, Saigon Royal, và Nova Hills Mũi Né. NVL đặt kế hoạch doanh thu năm 2021 đạt 27,5 nghìn tỷ đồng, cao hơn 5,5 lần so với cùng kỳ năm ngoái, và kế hoạch LNST là 4,1 nghìn tỷ đồng, +5% YoY, với mục tiêu số lượng bán trước (presales) đặt ra cho cả năm là 10 nghìn căn.

Chiến lược tập trung vào các dự án khu đô thị vệ tinh và khu du lịch nghỉ dưỡng tích hợp đã cho những kết quả tích cực bất ngờ đối với chúng tôi. NVL đã bán được 1,819 căn (+2,5 lần YoY) trong Q1 2021, chủ yếu là hai dòng sản phẩm mới này. Công ty xây dựng kế hoạch presales năm 2021 chủ yếu sẽ đến từ các dự án Aqua City, Novaworld Phan Thiết, và NovaWorld Hồ Tràm. Đồng thời, NVL cũng có kế hoạch phát triển các dự án BĐS nghỉ dưỡng mới tại Bình Thuận, Bà Rịa – Vũng Tàu, và Lâm Đồng.

Tiền và tương đương tiền cuối năm 2021 có thể đạt 16 nghìn tỷ đồng, điều này làm giảm bớt những lo ngại về thanh khoản của NVL. Cụ thể, NVL dự kiến dòng tiền vào sẽ đạt 50 nghìn tỷ đồng (bao gồm 13 nghìn tỷ đồng đến từ presales mới, 11 nghìn tỷ đồng đến từ những căn đã bán trước đó, và 26 nghìn tỷ đồng từ vay mới) và dòng tiền ra sẽ đạt 45 nghìn tỷ đồng (bao gồm 15 nghìn tỷ đồng dành cho hoạt động xây dựng và chi phí khác, 17 nghìn tỷ đồng dành cho chi phí lãi vay/ hoàn trả nợ, và 13 nghìn tỷ đồng dành cho hoạt động đầu tư). Trong Q1/2021, NVL đã thu về 9 nghìn tỷ đồng từ người mua nhà, và vì vậy chúng tôi tin rằng công ty sẽ hoàn thành kịch bản dòng tiền kế hoạch 2021.

Quan điểm:

Chúng tôi đã từng nghi ngờ tính thời điểm của chiến lược phát triển tại các khu vực ngoại thành của NVL, nhưng hóa ra đây lại là chiến lược phù hợp do nhu cầu thị trường thay đổi, các khu vực này đang trở nên sôi động hơn và được cho là / được đồn là nơi sẽ triển khai hàng loạt các dự án cơ sở hạ tầng. Vui lòng xem báo cáo tháng 03 của chúng tôi với tiêu đề "[Thị Trường Bất Động Sản Ngoại Thành Dây Sóng](#)" để biết thêm chi tiết.

Những lo ngại về dòng tiền được giảm bớt do nhu cầu thị trường BĐS ngoại thành tăng mạnh và khả năng cao NVL có thể ghi nhận giá trị thông qua hoạt động thoái vốn các dự án BĐS dân dụng tại TP.HCM vào năm 2021. Chúng tôi cũng kỳ vọng những trở ngại liên quan đến các thủ tục pháp lý tại TP.HCM sẽ giảm đáng kể bắt đầu từ cuối năm 2021

Hạ khuyến nghị xuống NĂM GIỮ - Kém khả quan do giá cổ phiếu đã tăng +118% tính từ đầu năm. Và mặc dù chúng tôi đã điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 121.000 đồng/cổ phiếu, tăng +86% so với trước đó, vẫn thấp hơn -14,8% so với giá hiện tại.

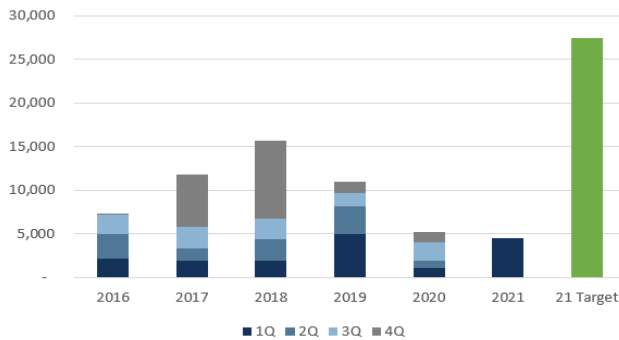
ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

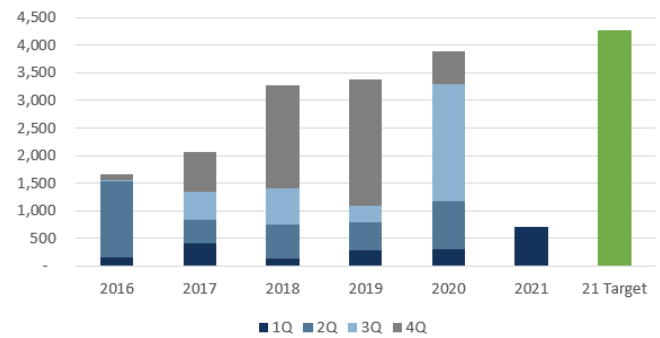
KQKD tốt trong Q1/2021 mở ra triển vọng tích cực

Cập nhật KQHĐKD Q1/2021: NVL ghi nhận 4.541,9 tỷ đồng doanh thu, cao hơn 4,3 lần YoY, và LNST đạt 701,2 tỷ đồng, cao hơn 2,3 lần YoY. Kết quả này chủ yếu được hỗ trợ bởi việc bàn giao căn hộ tại các dự án Aqua City, Saigon Royal, và Nova Hills Mũi Né. Ngoài ra, NovaWorld Phan Thiết, Victoria Village, và Lakeview cũng có những đóng góp nhất định vào doanh thu Q1/2021 của công ty.

Biểu đồ 1: Doanh thu của NVL (tỷ đồng)



Biểu đồ 2: LNST của NVL (tỷ đồng)



Đáng chú ý, LNST năm 2020 được hỗ trợ bởi 6.210 tỷ đồng doanh thu hoạt động tài chính, trong đó lãi từ thoái vốn công ty con và đánh giá lại các khoản đầu tư khi hợp nhất kinh doanh từng giai đoạn là hai yếu tố đóng góp chính. Cụ thể như sau: 1) 3.358 tỷ đồng lãi từ thoái vốn công ty con, cụ thể bao gồm CTCP Đầu tư BĐS Phong Điện, CTCP Cảng Phú Định, CTCP Thương mại Đầu tư BĐS Phú Trí, Công ty TNHH Nova Nippon, Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BĐS Sun City; và 2) 2.384 tỷ đồng lãi từ việc đánh giá lại khoản đầu tư khi hợp nhất kinh doanh từng giai đoạn, được thúc đẩy bởi việc đánh giá lại khoản đầu tư ban đầu của tập đoàn vào CTCP Thanh Mỹ Lợi, đơn vị sở hữu dự án C.

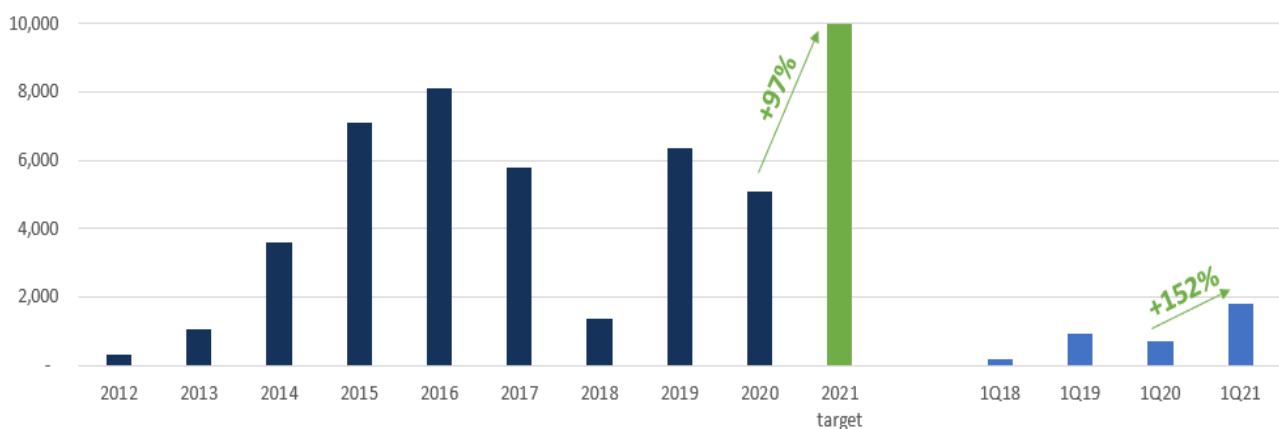
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

NVL đặt kết hoạch doanh thu năm 2021 đạt 27,5 nghìn tỷ đồng, cao hơn 5,5 lần so với cùng kỳ năm ngoái, và LNST đạt 4,1 nghìn tỷ đồng, +5% YoY.

Kế hoạch doanh thu 2021 tăng gấp 5 lần, nhưng lợi nhuận vẫn đi ngang. NVL đặt kế hoạch doanh thu năm 2021 đạt 27,5 nghìn tỷ đồng, cao hơn 5,5 lần so với cùng kỳ năm ngoái, và LNST đạt 4,1 nghìn tỷ đồng, +5% YoY. Kế hoạch doanh thu cả năm tăng mạnh, cho thấy doanh thu của NVL trong các quý còn lại có thể sẽ tăng cao. Chúng tôi hiểu rằng, kế hoạch lợi nhuận năm 2021 chủ yếu đến từ doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ chứ không phải doanh thu từ hoạt động tài chính (chẳng hạn như khoản lãi từ thoái vốn công ty con và lãi từ đánh giá lại các khoản đầu tư). Vì vậy, ngay cả khi tốc độ tăng trưởng LNST năm 2021 không quá cao, kế hoạch này vẫn cho thấy khả năng những khó khăn trong việc xử lý các thủ tục pháp lý sẽ được giảm bớt trong tương lai. Nếu như vậy, triển vọng kinh doanh sẽ tươi sáng hơn so với trước kia - khoảng thời gian mà quá trình xử lý các thủ tục pháp lý liên tục bị trì trệ, cản trở khả năng hoạt động hiệu quả của NVL.

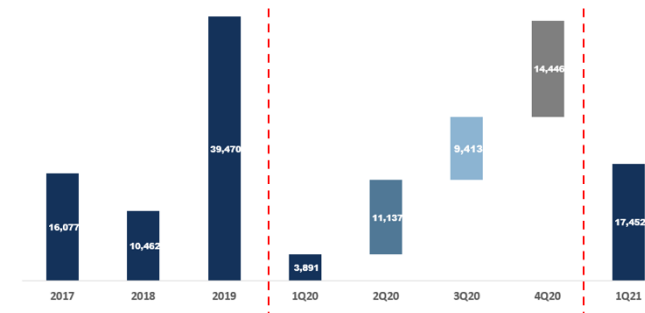
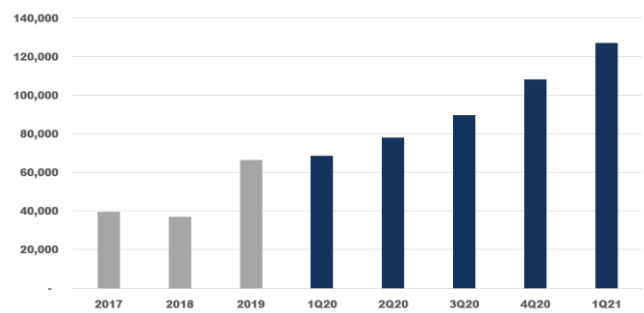
Đặt mục tiêu số lượng bán trước (presales) đạt 10 nghìn căn trong năm 2021. Trong Q1/2021, NVL đã bán khoảng 1.819 căn, +152% YoY, trong đó chủ yếu là số lượng bán trước tại dự án Aqua City và Novaworld Phan Thiết. Vì vậy, công ty đã hoàn thành 18% kế hoạch cả năm.

Biểu đồ 3: Số lượng bán trước



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Số lượng đã bán mới trong Q1/2021 có giá trị hợp đồng tương ứng là 17 tỷ đồng. Doanh thu chưa được ghi nhận của NVL đạt 127 nghìn tỷ đồng tính đến hết ngày 31/03/2021.

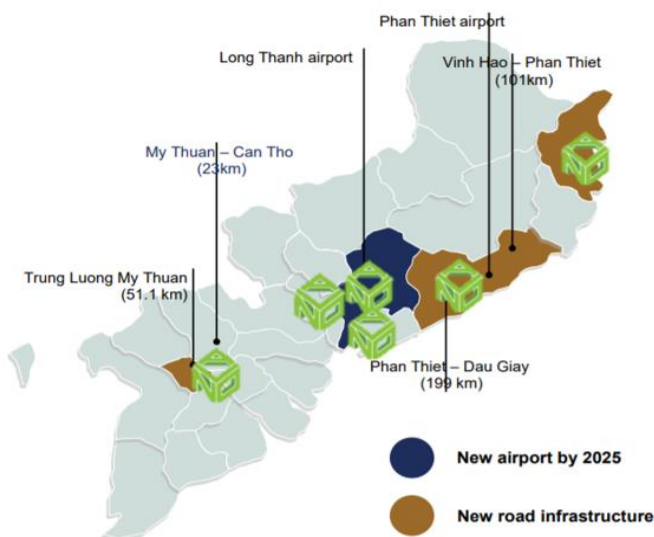
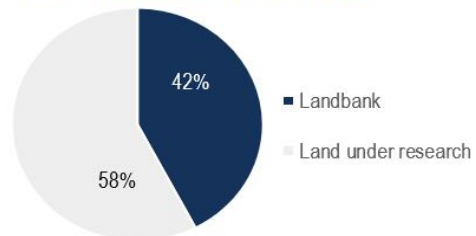
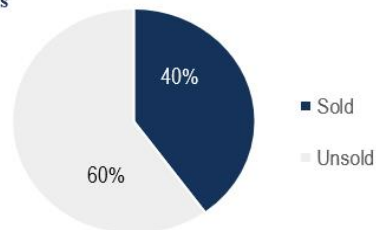
Biểu đồ 4: Giá trị hợp đồng – Presales (tỷ đồng)**Biểu đồ 5: Doanh thu chưa được ghi nhận (tỷ đồng)**

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Cuối năm 2021, tiền mặt sẽ đạt 16 nghìn tỷ đồng. Tiền và tương đương tiền đầu năm là 11 nghìn tỷ đồng, và NVL dự kiến dòng tiền vào sẽ đạt 50 nghìn tỷ đồng trong năm 2021. Cụ thể, dòng tiền vào của công ty bao gồm 1) 13 nghìn tỷ đồng đến từ 10 nghìn căn presales mới trong năm 2021, 2) 11 nghìn tỷ đồng đến từ các căn đã bán trước đó, và 3) 26 nghìn tỷ đồng đến từ nợ vay. Ngoài ra, ban lãnh đạo kỳ vọng dòng tiền ra sẽ đạt 45 nghìn tỷ đồng, bao gồm 15 nghìn tỷ đồng dành cho hoạt động xây dựng và các chi phí khác, 17 nghìn tỷ đồng dành cho chi phí tài chính và hoàn trả nợ gốc, và 13 nghìn tỷ đồng dành cho hoạt động đầu tư/ M&A. NVL cho biết họ đã thu về 9 nghìn tỷ đồng (từ người mua nhà của các căn đã bán mới và các căn đã bán trước đó) trong Q1/2021. Do vậy, chúng tôi rất tin tưởng vào kế hoạch dòng tiền trong năm nay.

NVL sẽ tiếp tục nghiên cứu thị trường nhằm đẩy mạnh hoạt động M&A và tăng cường tích lũy quỹ đất, đồng thời cải thiện nguồn lực sẵn có và tính liên kết của các sản phẩm của công ty (như các địa điểm trở nên hấp dẫn hơn nhờ vào kế hoạch phát triển cơ sở hạ tầng giao thông). Trong năm 2020, công ty đã nghiên cứu nhiều dự án tiềm năng tại Đà Lạt, Bà Rịa - Vũng Tàu và Bình Thuận. Dựa trên những phân tích đó, NVL có kế hoạch mua lại các dự án tại Bình Thuận và Đà Lạt trong năm 2021.

Tính đến ngày 31/03/2021, quỹ đất của NVL (bao gồm cả các dự án đang nghiên cứu) đạt khoảng 5.400ha, trong đó quỹ đất sở hữu chiếm khoảng 2.300ha và đất đang nghiên cứu chiếm khoảng 3.100ha. Công ty ước tính tổng giá trị phát triển gộp là 1.048 nghìn tỷ đồng (45 tỷ USD).

Biểu đồ 6: Quỹ đất sở hữu và đất đang nghiên cứu của NVL**c. 5,400 hectares of landbank & under research****USD 45bn of GDV for completed and under development projects**

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Chuyển định hướng chiến lược sang các dự án khu đô thị vệ tinh và khu du lịch nghỉ dưỡng tích hợp

Bốn dự án chính: Novaworld Phan Thiết, Novaworld Hồ Tràm, Novahills Mũi Né, và Aqua City.

Việc NVL tập trung vào các dự án khu đô thị vệ tinh và dự án khu du lịch nghỉ dưỡng tích hợp (second home & khu nghỉ dưỡng tích hợp) có những tiến triển tốt một cách đáng ngạc nhiên (đối với chúng tôi). Số lượng presales trong năm 2021 phần lớn sẽ đến từ các dự án Aqua City, Novaworld Phan Thiết, và Novaworld Hồ Tràm. Bên cạnh việc phát triển các dự án hiện có, NVL cũng có kế hoạch triển khai các dự án khu du lịch nghỉ dưỡng tích hợp mới tại các tỉnh Bình Thuận, Bà Rịa – Vũng Tàu, và Lâm Đồng. NVL sẽ ưu tiên phát triển các dự án được hưởng lợi từ các kế hoạch xây dựng đường cao tốc sắp tới.

Biểu đồ 7: Dự án Aqua City



[Truy cập link để xem toàn cảnh view 360 độ](#)
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Người dân có xu hướng chuyển ra khỏi các quận cũ để đến sinh sống tại các dự án khu đô thị, nơi chất lượng cuộc sống của họ được nâng cao.

Aqua City tọa lạc tại tỉnh Đồng Nai, cách trung tâm TP.HCM khoảng 30km, và có bốn phân khu chính đã được đưa vào hoạt động. Diện tích hiện nay của dự án khoảng 407ha và sẽ được mở rộng lên khoảng 1.000ha. Dự án này được kỳ vọng sẽ trở thành khu đô thị vệ tinh của TP.HCM. Chúng tôi tin rằng thị trường BĐS Việt Nam đang dần bước một kỷ nguyên mới, khi người dân trên thành phố có xu hướng chuyển ra khỏi các quận cũ và đến sinh sống tại các khu vực ngoại thành, nơi có các dự án khu đô thị mới mang lại chất lượng cuộc sống tốt hơn.

Các yếu tố thúc đẩy sự chuyển dịch này bao gồm nguồn cung BĐS dân dụng tại khu trung tâm đang dần eo hẹp và thực tế là khu vực này đang bị định giá cao, khiến nhiều người dịch chuyển sự chú ý của họ sang các thị trường khác, nơi mà theo cảm giác của họ là “rẻ” hơn. Điều này không có gì mới lạ, nhưng các yếu tố thu hút cũng tăng tương ứng: (1) tuyến đường mới (đường gạch đứt khúc màu đỏ trong Biểu đồ 7) đang được xây dựng, giúp rút ngắn thời gian di chuyển từ trung tâm TP.HCM đến công trình dự án chỉ còn 15-20 phút; và (2) thương hiệu của NVL khiến người mua nhà tin tưởng rằng dự án sẽ được thi công đúng tiến độ với tổ hợp tiện ích hiện đại (ví dụ: 70% tổng diện tích được dành cho cây xanh, 25ha dành cho công trình giáo dục, 3ha dành cho công trình y tế, 20ha dành cho công viên giải trí theo chủ đề và một bến du thuyền). Những tiện ích này khiến cho dự án trở nên hấp dẫn hơn. Như được trình bày trong Biểu đồ 8, số căn bán được trung bình mỗi quý của dự án này dường như đang có xu hướng tăng đối với các phân khu mới ra mắt gần đây.

Biểu đồ 8 : Kết quả bán hàng của dự án Aqua City

No	Project	Land Area (hectare)	Launching date	Expected handover	Total units	Sold unit	Time on sales (quarter)	Sold units/quarter
1	Aqua City	111	2Q19	From 2Q22	2,116	1,271	7	182
2	Aqua Riverside City	77	2Q19	From 4Q22	1,685	1,391	7	▲199
3	Aqua Waterfront City	85	1Q20	From 4Q22	2,701	1,665	4	▲416
4	Aqua City Phoenix Island	134	4Q20	From 2Q24	3,202	295	1	295
Total		407			9,704	4,622		

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp tính đến hết ngày 31/03/2021, Yuanta Việt Nam

Các dự án du lịch nghỉ dưỡng tích hợp, second home, và nghỉ dưỡng tích hợp. NVL có kế hoạch phát triển các dự án này trở thành trung tâm mua sắm, nghỉ dưỡng, giải trí, giáo dục và chăm sóc sức khỏe. Các sản phẩm bao gồm biệt thự song lập, biệt thự đơn lập, nhà phố liền kề và nhà phố thương mại (shophouse), và các sản phẩm này sẽ bao gồm các tiện ích như hồ bơi, nhà hàng và spa. Các hoạt động giải trí dành cho khách du lịch là một dự án phát triển trọng điểm khác (ví dụ như sân golf, công viên giải trí, công viên nước và công viên Safari). Ngoài ra, dịch vụ quản lý BĐS nghỉ dưỡng đang ngày càng được các nhà đầu tư bắt đầu quan tâm. Vì lý do này, chúng tôi tin rằng các dịch vụ quản lý nước ngoài sẽ dần chiếm ưu thế so với các dịch vụ quản lý trong nước và chúng tôi kỳ vọng dịch vụ này sẽ trở thành một tiêu chuẩn “cần phải có” của các dự án khu du lịch nghỉ dưỡng tích hợp quy mô lớn.

Theo quan điểm của chúng tôi, thị trường BĐS nghỉ dưỡng và second home vẫn có nhiều tiềm năng phát triển, với bốn lý do chính. (1) Việc sở hữu nhiều hơn một căn nhà đang trở thành xu hướng tại Việt Nam đối với những người có nghề nghiệp ổn định và nguồn tài chính đảm bảo; Đối với những người như vậy, ngôi nhà thứ hai không chỉ là nơi để nghỉ ngơi mà còn là nơi để “thể hiện” sự thành công của họ với người khác. (2) Sự kết nối giao thông từ các thành phố lớn đến các điểm du lịch vẫn còn kém phát triển, đồng nghĩa với việc các dự án phát triển cơ sở hạ tầng đã được lên kế hoạch sẽ là động cơ cho việc đầu tư second home nhờ vào thặng dư vốn kỳ vọng. Ngoài ra, sự kỳ vọng / hy vọng về thu nhập về thu thuế là một điểm thu hút khác đối với các nhà đầu tư. (3) Thị trường du lịch của Việt Nam vẫn còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng mặc dù chịu nhiều ảnh hưởng từ COVID-19. Tổ chức Du lịch Thế giới (UNWTO) đã xác định Việt Nam là một trong 10 quốc gia có tốc độ phát triển du lịch nhanh nhất thế giới. Tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của ngành du lịch giai đoạn 2015-2019 là 22,7%. UNWTO dự báo lượng khách du lịch quốc tế trên toàn thế giới sẽ đạt 1,8 tỷ người vào năm 2030, trong đó Đông Nam Á là thị trường lớn thứ tư về lượng khách du lịch quốc tế. (4) Nhu cầu nhà ở chủ yếu được củng cố bởi tầng lớp trung lưu đang tăng ngày càng tăng của Việt Nam. Theo ước tính của Ngân hàng Thế giới, tầng lớp trung lưu của Việt Nam chiếm 13% dân số nhưng đang tăng 18% YoY, tương đương với 1,5 triệu người Việt Nam sẽ gia nhập tầng lớp trung lưu mỗi năm.

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng NVL đã chứng minh được họ là một công ty phát triển dự án với định hướng tiên phong phù hợp để tạo ra các địa điểm du lịch hấp dẫn và các khu đô thị có chất lượng cuộc sống tốt ở các khu vực ngoại thành, nông thôn và khu vực thân thiện với khách du lịch. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng công ty cũng sẽ tập trung vào việc cân bằng dòng tiền trong lúc phát triển các dự án BĐS du lịch nghỉ dưỡng tích hợp này.

Chúng tôi đã đến thăm Novaworld Hồ Tràm hồi Q1/2021 và đã rất ấn tượng. Hồ Tràm là địa điểm nghỉ dưỡng ven biển nổi tiếng đối với người dân TP.HCM. Điểm đặc trưng của dự án là địa thế rừng và biển liền kề, cùng các tiện ích đẳng cấp như: công viên hoang dã đầu tiên tại miền Nam Việt Nam, hồ bơi nước mặn rộng 5.000m², công viên nước, nông trại hữu cơ, khu phức hợp thể thao và khu nhà phố thương mại.

Biểu đồ 9 : Kết quả bán hàng của dự án Novaworld Hồ Tràm

No	Project	Land Area (hectare)	Launching date	Expected handover	Total units	Sold unit	ASP/units (VNDbn)
1	Novaworld Ho Tram - The Tropicana	99	2Q19	From 2Q21	1,919	935	7
2	Novaworld Ho Tram - Wonderland	9	2Q20	From 4Q21	276	110	11
3	Novaworld Ho Tram - Habana Island	20	4Q20	From 3Q22	394	TBU	TBU
4	Novaworld Ho Tram - Morito	TBU	TBU	TBU	TBU	TBU	TBU

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp tính đến hết ngày 31/03/2021, Yuanta Việt Nam

Công ty có kế hoạch phát triển 13 phân khu trải dài dọc theo đường bờ biển Hồ Tràm, thuộc huyện Xuyên Mộc, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu, cách TP.HCM vài giờ đi xe hướng về phía Nam. Novaworld Hồ Tràm chủ yếu bán các căn hộ thấp tầng (như: biệt thự song lập, biệt thự đơn lập, nhà phố liền kề và shophouse).

Hiện tại, ba trong số các phân khu của dự án đã được cấp Giấy phép xây dựng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng NVL có thể sẽ không gặp quá nhiều trở ngại trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý đối với ba phân khu này. Nếu vậy, những rủi ro trọng yếu còn lại sẽ liên quan đến hoạt động thi công và bán hàng, những hoạt động này có thể bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid.

Biểu đồ 10: Novaworld Hồ Tràm – Phân khu Tropicana



[Truy cập link để xem toàn cảnh view 360 độ](#) và [clip](#)
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Sự kết nối mạng lưới giao thông là chìa khóa thành công của dự án này vì thời gian di chuyển đến TP.HCM hiện tại có thể khá dài. UBND tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu đã trình báo cáo nghiên cứu tiền khả thi của dự án đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu dài 62,8 km lên Chính Phủ. Dự án này bao gồm hai giai đoạn, với giai đoạn đầu tiên dự kiến khởi công vào năm 2021. Một khi nhận được sự phê duyệt và triển khai dự án, đường cao tốc sẽ cải thiện khả năng kết nối giao thông giữa TP.HCM và tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu, bao gồm cả Hồ Tràm.

Ngoài ra, chính quyền tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu cũng đã trình lên Bộ GTVT đề xuất mở rộng quốc lộ 51 (cụ thể là đoạn giữa TP.Bà Rịa và TP.Vũng Tàu) nhằm giảm ùn tắc giao thông trên tuyến đường chính này và từ đó rút ngắn thời gian đi lại giữa TP.HCM và khu vực Vũng Tàu (bao gồm cả Hồ Tràm).

Dựa trên các dự án hạ tầng giao thông đã được lên kế hoạch này, chúng tôi kỳ vọng NovaWorld Hồ Tràm sẽ trở thành trung tâm mua sắm, ẩm thực và giải trí cao cấp trong số những địa điểm nghỉ dưỡng ven biển nổi tiếng đối với người dân TP.HCM.

Biểu đồ 11: Novaworld Hồ Tràm – Phân khu Habana Island, Wonderland, và Morito



[Habana Island – view 360](#), [Wonderland - view 360](#), [Morito – view 360](#)
 Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Google map, Yuanta Việt Nam

Giai đoạn 1 sẽ được bàn giao trong Q2/2021

Novaworld Phan Thiết nằm tại quận Tiến Thành, thành phố Phan Thiết, tỉnh Bình Thuận. Tổng quy mô dự án gần 1.000ha với khoảng 16 nghìn căn. Dự án ra mắt vào Q1/2019 và đã nhận được Giấy phép xây dựng cho giai đoạn 1, tính đến nay đã bán 3.263 căn. NVL cho biết, giá bán bình quân /mỗi căn trong giai đoạn 1 là hơn 5 tỷ đồng (215 nghìn USD). NVL dự kiến công tác bàn giao giai đoạn 1 sẽ bắt đầu từ Q2/2021.

Đơn vị tư vấn phát triển dự án là McKinsey và các đối tác có thương hiệu quốc tế khác như Aedas, Pentago, KUME Design Asisa và Nikken Sekkei cũng tham gia. Ban lãnh đạo xem NovaWorld Phan Thiết là “Siêu thành phố Biển – Du lịch – Sức khỏe”. Dự án này hướng đến du lịch, với chuỗi tiện ích đa dạng phục vụ cho nhu cầu nghỉ dưỡng, thể thao, giải trí, và chăm sóc sức khỏe của cư dân và du khách.

Biểu đồ 12: Novaworld Phan Thiết



[Novaworld Phan Thiết - view 360](#)

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

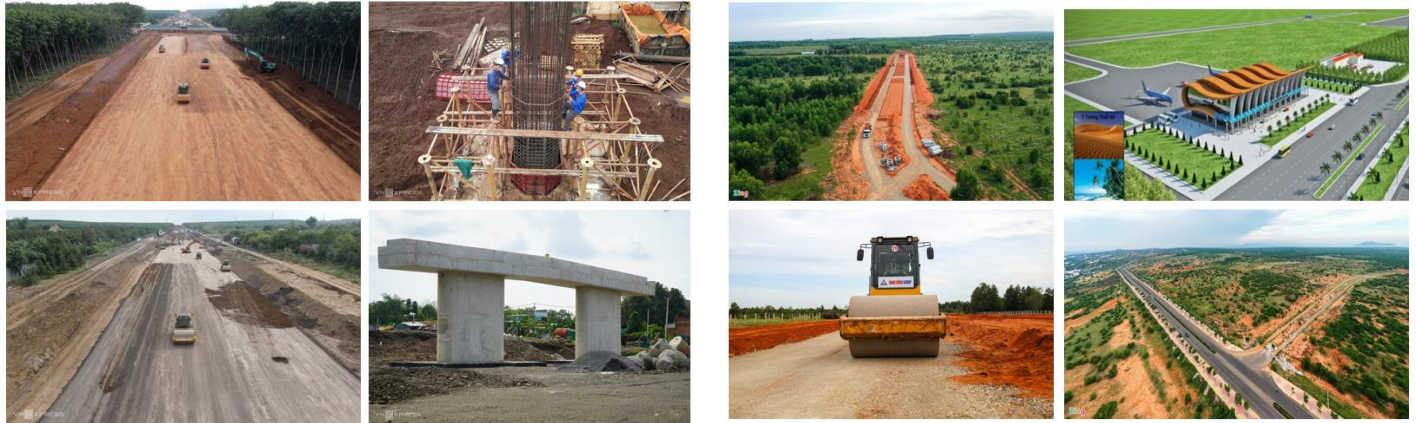
Người mua nhà kỳ vọng giá nhà sẽ tăng gấp đôi sau khi hai dự án cơ sở hạ tầng chính được hoàn thành.

Tin tưởng vào các dự án hạ tầng giao thông đã được lên kế hoạch. Kế hoạch xây dựng Sân bay Quốc tế Phan Thiết và đường cao tốc Dầu Giây - Phan Thiết là các động cơ giúp thúc đẩy giá BĐS tại khu vực này tăng vọt. Sân bay lưỡng dụng (phục vụ cho mục đích dân sự và quân sự) đã hoàn thành việc đền bù và giải phóng mặt bằng. Bộ Quốc phòng đặt mục tiêu sẽ hoàn thành dự án vào cuối năm 2022. Đường cao tốc đã khởi công vào ngày 30/9/2020, rút ngắn một nửa thời gian di chuyển từ TP HCM đến Phan Thiết và dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2022.

Trên thực tế, tiến độ hoàn thành các dự án cơ sở hạ tầng tại Việt Nam nên được xem như tiến độ kỳ vọng hơn là tiến độ chuẩn. Tuy nhiên, bất kể thời gian hoàn thành trên thực tế có là bao nhiêu thì những dự án này cũng đã gây nên sự bùng nổ trên thị trường BĐS, và người mua nhà dự đoán rằng giá sẽ tăng gấp đôi sau khi hai dự án trọng điểm này hoàn thành.

Biểu đồ 13: Đường cao tốc Dầu Giây – Phan Thiết

Biểu đồ 14: Sân bay Phan Thiết



Nguồn: Vnexpress, Zing

Novahills Mũi Né nằm ở quận Hàm Thuận Bắc, tỉnh Bình Thuận. Tổng diện tích dự án khoảng 40ha với khoảng 16 nghìn căn. Dự án được ra mắt vào Q2/2019 và đã bán được 361 căn tính đến nay. NVL đã nhận được Giấy phép xây dựng và dự án này gần như đã hoàn thành; công tác bàn giao được dự kiến sẽ bắt đầu từ Q2/2021.

Dự án này cách Sân bay Phan Thiết khoảng 10 phút lái xe. Như vậy, Novahills Mũi Né cũng sẽ được hưởng lợi tương tự (theo kỳ vọng tăng giá BĐS) ngay sau khi hai dự án phát triển cơ sở hạ tầng giao thông đã được thảo luận phía trên hoàn thành.

Biểu đồ 15: Novahills Mũi Né



[Novahills Mũi Né – view 360](#)

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

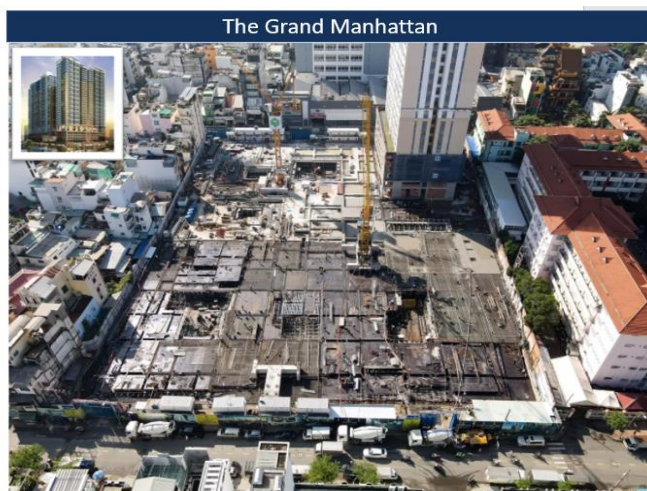
Xử lý những khó khăn tại các dự án ở TP.HCM

NVL vẫn đang trong quá trình chờ đợi hoàn tất các thủ tục pháp lý đối với 12 dự án tại TP.HCM trước khi có thể bàn giao những căn hộ “hoàn hiện” đến với người mua nhà. Một khi các thủ tục hoàn tất, NVL sẽ thu về 1-5% giá trị hợp đồng còn lại của những căn hộ này, khoản này sẽ hỗ trợ cho dòng tiền và có thể sẽ được ghi nhận vào doanh thu cùng kỳ trên Báo cáo thu nhập của công ty. NVL ước tính một nửa doanh thu năm 2021 đến từ các dự án đã hoàn thành tại TP.HCM.

NVL ước tính một nửa doanh thu năm 2021 đến từ các dự án đã hoàn thành tại TP.HCM.

Biểu đồ 16: Quý đất của NVL tại TP.HCM

No	Project	Location	Region	Total units	Product type	Launching	Status	Note
1	Saigon Royal Residence	District 4	Central of HCMC	774	Condominium, Office, Commercial	Q2/2016	Construction completed	
2	The Grand Manhattan	District 1		1,246	Condominium Commercial	Q4/2018	Partially completed construction	Phase 1 was expected handover from 2021
3	Golden Mansion	Phu Nhuan District	Western of HCMC	737	Residential and Commercial complex	Q3/2015	Construction completed	
4	Orchard Parkview	Phu Nhuan District		428	Condominium Office-tel	Q4/2014	Construction completed	
5	Botanica Premier	Tan Binh District		1,039	Condominium, Office, Commercial	Q1/2016	Construction completed	
6	The Botanica	Tan Binh District		611	Condominium, Office, Commercial	Q1/2015	Construction completed	
7	Richstar	Tan Phu District		2,021	Condominium Commercial	Q4/2015	Construction completed	
8	Newton Residence	Phu Nhuan District		253	Condominium, Office, Commercial	Q2/2016	Construction completed	
9	Golf Park	District 9		95	Shophouse Villa	Q3/2015	Construction completed	
10	Lakeview City	District 2		960	Urban Area	Q2/2016	Construction completed	
11	Victoria Village	District 2		1,208	Condominium, Villa, Shophouse	Q1/2017 *	Partially completed construction	
12	The Palace Residence	District 2		3,084	Condominium Commercial	Q4/2018 *	Under construction	Expected handover from Q2/2022
13	Palm A (Palm Marina)	District 9	Eastern of HCMC	178	Shophouse Villa	Q2/2019	Under construction	Expected handover from Q4/2022
14	Sunrise Cityview	District 7		1,378	Condominium, Office-tel, Commercial	Q2/2015	Construction completed	
15	Sunrise Riverside	Nha Be District	Southern of HCMC	3,228	Condominium; Commercial	Q3/2015	Partially completed construction	Condominium phase was handed over since Q3/2018 and Commercial phase (1,009 units) was expected handover from Q2/2022



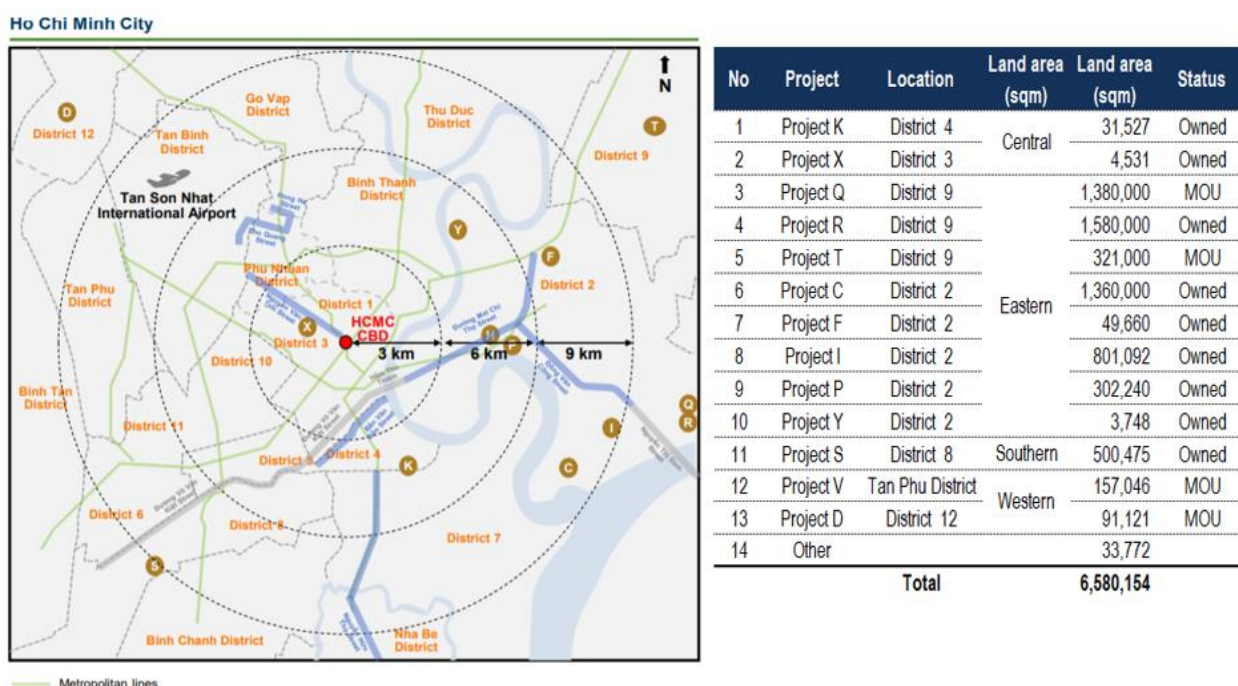
(*) Thời gian phát triển dự án.
 Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Quý đất giá rẻ tại TP.HCM là một yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu của NVL, mang lại tiềm năng kết tinh giá trị thông qua việc thoái vốn hoặc phát triển dự án.

Các dự án trên là những dự án được phát triển trước đó. Tuy nhiên, NVL cũng đang cố gắng xin giấy phép xây dựng để chính thức khởi công các dự án mới tại TP.HCM theo kế hoạch. Hiện tại, công ty đang sở hữu khoảng 662ha quỹ đất có liên quan đến hơn 14 dự án tại TP.HCM. Hầu hết các dự án này đã được mua lại (hoặc đã ký kết các hợp đồng MOU) trước năm 2017 nên giá vốn về cơ bản tương đối thấp. Ví dụ, vào năm 2020, NVL đã chuyển nhượng 40% cổ phần của CTCP Cảng Phú Định (công ty con sở hữu một dự án với quy mô 50ha), mang lại cho công ty khoản lãi 1,7 tỷ đồng với giá trị chuyển nhượng là 2,4 tỷ đồng, tương đương với biên lợi nhuận là 71%. Nói cách khác, giá trị đầu tư của dự án S đã tăng gấp 3,5 lần mặc dù gặp nhiều trở ngại liên quan đến thủ tục pháp lý.

Chúng tôi sẽ đi không đi sâu vào việc tranh luận rằng những khó khăn liên quan đến thủ tục pháp lý liệu có phải là một yếu tố tích cực đối với NVL hay không (mặc dù có người lập luận rằng sự chậm trễ trong quá trình hoàn thiện các thủ tục pháp lý trên thị trường dẫn đến nguồn cung mới bị thiếu hụt và do đó đẩy giá cao hơn). Trong bất kỳ trường hợp nào, nếu sự trì trệ kéo dài trong suốt thời gian giá BĐS tăng cao, dẫn đến việc một lượng lớn quỹ đất giá rẻ sẽ mang lại tiềm năng cho NVL kết tinh giá trị thông qua việc thoái vốn hoặc chính thức ra mắt các dự án.

Biểu đồ 17: Quỹ đất của Novaland tại TP.HCM



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

88% tổng diện tích quỹ đất của NVL nằm ở các khu vực miền Đông TP.HCM. Trong năm 2010-2020, chính quyền đã chi 70% vốn đầu tư cơ sở hạ tầng của TP.HCM cho những khu vực này. Không có gì ngạc nhiên khi giá bất động sản ở đó đã tăng liên tục trong suốt khoảng thời gian này.

Ngoài ra, thành phố Thủ Đức trực thuộc TP.HCM đã được thành lập vào ngày 09/12/2020 dựa trên cơ sở hợp nhất ba quận cũ ở phía Đông TP.HCM (tức là quận 2, quận 9 và quận Thủ Đức). Việc thành lập thành phố mới nhằm cải thiện sự đóng góp của khu vực này vào tăng trưởng nền kinh tế của quốc gia và thúc đẩy sự phát triển Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam.

Người mua nhà cho rằng sự thay đổi này là chất xúc tác dài hạn cho thị trường BĐS ở “thành phố mới” và giá nhà ở đã tăng đáng kể từ tháng 12/2020. Do ảnh hưởng đến giá BĐS, chúng tôi kỳ vọng chủ đề “thành phố mới” này sẽ được lặp lại nhiều lần trên khắp Việt Nam với quy mô lớn hơn trong những năm tới.

Định giá

Chúng tôi ước tính mức giá mục tiêu mới cho NVL là 121.000 đồng/cổ phiếu, tăng 86% so với giá mục tiêu trước đó của chúng tôi.

Xin lưu ý rằng đây không chỉ là thay đổi giá mục tiêu theo "giá trị thị trường". Giá mục tiêu của chúng tôi tăng là do có một vài sự thay đổi đối với các giả định cơ bản hợp lý trong mô hình định giá của chúng tôi, như sau.

1. Tăng giá trị các dự án khu đô thị vệ tinh. NVL đã mở rộng diện tích dự án Aqua City và đưa ra những kế hoạch phát triển chi tiết hơn những dự án đã hoàn thành trước đó. Do vậy, mô hình định giá của chúng tôi hiện đã bao gồm các phân khu mới và giả định tổng doanh thu của dự án Aqua City của chúng tôi đã tăng từ 1.356 căn trước đó lên 9.704 căn. Ngoài ra, chúng tôi cũng điều chỉnh tăng giả định giá bán trung bình (ASP) đối với các giai đoạn mới này với lý do cơ cấu sản phẩm chủ yếu hướng đến phân khúc nhà cao cấp hơn. Chúng tôi nhận thấy có tiềm năng tăng giá, vì công ty có thể bán cho người mua nhà với giá cao hơn 30-50% so với ước tính ASP của chúng tôi.

2. Nâng cao giá trị second home của NVL và các dự án BĐS nghỉ dưỡng tích hợp. Chúng tôi tăng tổng số lượng căn hộ giả định và chúng tôi cũng đã tăng giả định ASP cao hơn 60-80% so với ASP trước đó của chúng tôi.

3. Phát triển và thoái vốn các dự án BĐS dân dụng tại TP.HCM. Chúng tôi đã tăng giả định ASP lên 15-20%. Ngoài ra, chúng tôi cũng đã điều chỉnh dòng tiền bằng cách thay đổi giả định về thời điểm các dự án sẽ được bán cho các công ty phát triển BĐS khác. Rõ ràng, chúng tôi không thể nào dự đoán các giao dịch trong tương lai một cách chính xác, vì vậy sự thay đổi này bao gồm cả rủi ro giảm giá và tiềm năng tăng giá.

4. Nâng cao giá trị của các dự án trong tương lai. Công ty cho biết có khoảng 3.112ha quỹ đất đang được nghiên cứu. Chi tiết dự án vẫn chưa rõ ràng, nhưng chúng tôi nghĩ rằng nếu bỏ qua các dự án trong tương lai cũng đồng nghĩa với việc cho rằng công ty sẽ không tiếp tục hoạt động trong tương lai. Thật vậy, công ty sẽ bị định giá như thể không có giá trị thương hiệu, điều mà chúng tôi nghĩ là vô lý đối với NVL vì rõ ràng công ty này có một thương hiệu rất mạnh đối với người mua nhà Việt Nam. Do đó, chúng tôi giả định rằng phần lớn diện tích đất đang nghiên cứu là dành cho các dự án BĐS nghỉ dưỡng tích hợp (second home & khu nghỉ dưỡng tích hợp). Chúng tôi giả định rằng NPV trên mỗi m² cho các dự án trong tương lai là 1,6 triệu đồng, đây là mức NPV/m² thấp nhất trong số các dự án BĐS nghỉ dưỡng tích hợp hiện có của NVL. Chúng tôi cho rằng, giả định này là đủ thận trọng.

Biểu đồ 18: Bảng định giá tóm tắt

No	Project	Ownership rate	Project NPV (VND tn)	Effective NPV(Unlevered)
1	NovaWorld Ho Tram – The Tropicana	97.90%	4,416	4,323
2	NovaWorld Ho Tram – Wonderland	99.96%	1,213	1,213
3	NovaWorld Ho Tram – Habana Island	99.96%	1,466	1,465
4	NovaWorld Phan Thiet	99.85%	15,754	15,730
5	NovaBeach Cam Ranh	95.44%	1,456	1,390
6	NovaHills Mui Ne	99.98%	1,719	1,719
7	Aqua City	69.87%	3,390	2,369
8	Aqua Riverside City	79.94%	3,723	2,976
9	Aqua Waterfront City	70% *	3,106	2,174
10	Aqua Phoenix	70.00%	4,426	3,098
11	Sunrise Cityview	99.81%	493	492
12	The Grand Manhattan	99.67%	2,280	2,272
13	The Palace Residence	100.00%	2,032	2,032
14	Victoria Village	99.95%	1,000	1,000
15	Project C	70.00%	34,272	23,990
16	Project D	99%*	958	948
17	Project I	99%*	19,180	18,988
18	Project K	49.00%	496	243
19	Project P (Water Bay)	99.00%	6,664	6,597
20	Project Q (Palm Marina A)	99.90%	11,326	11,315
21	Project R (Palm Marina B)	91.80%	13,326	12,233
22	Project S (Harbor City)	43.50%	4,264	1,855
23	Project T	99%*	4,547	4,502
24	Project V	99%*	3,072	3,041
25	Others			309
27	Future projects			49,800
Total project NPV				176,074
+ Cash & cash equivalents				12,556
- Total debt				45,146
NAV (VND trillion)				143,484
Number of shares (billion)				1.19 **
Fair Value (VND)				121,000

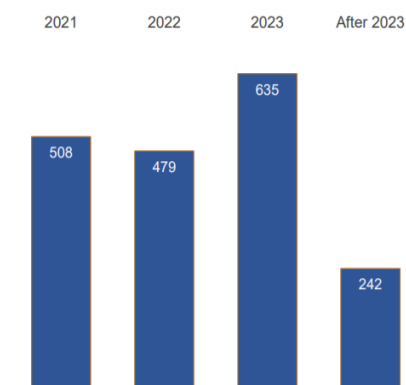
(*)Management's targeted ownership level; (**)Including a full dilution of 28 million shares assumed to be converted by convertible bonds,
Source: Company data, Yuanta Vietnam

Rủi ro theo quan điểm của chúng tôi

- Rủi ro hoạt động.** Những nỗ lực nhằm ngăn chặn đại dịch Covid, bao gồm cả việc giãn cách xã hội và các biện pháp phòng ngừa khác, có thể sẽ có những tác động tiêu cực đến tâm lý của người mua nhà, dẫn đến giai đoạn presales sẽ kéo dài hơn chúng tôi đã dự kiến. Ngoài ra, điều kiện thị trường không phải lúc nào cũng diễn ra như mong đợi (ví dụ: tăng trưởng kinh tế, tài sản cá nhân và sự gia tăng trong thu nhập, và đầu tư công vào cơ sở hạ tầng giao thông là những ẩn số không thể đoán trước). Như vậy, các công ty phát triển BĐS có thể phải tung ra các voucher giảm giá và quà tặng để lôi kéo người mua nhà vào các trang bán hàng. Do vậy, chi phí bán hàng có thể tăng lên và khả năng lấp đầy thị trường có thể bị trì trệ.
- Đòn bẩy tương đối cao,** tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của NVL tính đến ngày 31/03/2021 là 0,86x, cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành. Với tỷ lệ đòn bẩy cao như vậy, đồng nghĩa với việc công ty phải đảm bảo tiến độ thi công dự án để duy trì khả năng thanh khoản. Chúng tôi cho rằng thị trường nhận thấy rủi ro này nhưng lại có xu hướng bỏ qua một yếu tố giảm giá quan trọng, đó là khả năng NVL bán các dự án hiện có cho bên thứ ba - các công ty phát triển BĐS để vừa kết tinh giá trị của quỹ đất giá rẻ (đặc biệt là tại TP.HCM) vừa tăng tiền mặt nếu đây là điều cần thiết phải làm để duy trì hoạt động của công ty.

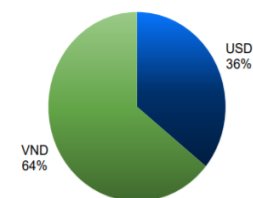
Biểu đồ 19: Cấu trúc nợ của NVL

Debt Maturity Schedule (USD million)

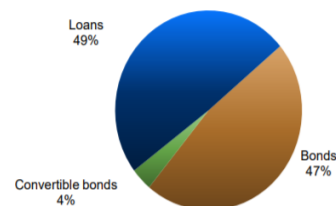


2021	2022	2023	After 2023	Total
27.1%	25.6%	34.1%	12.9%	1,863

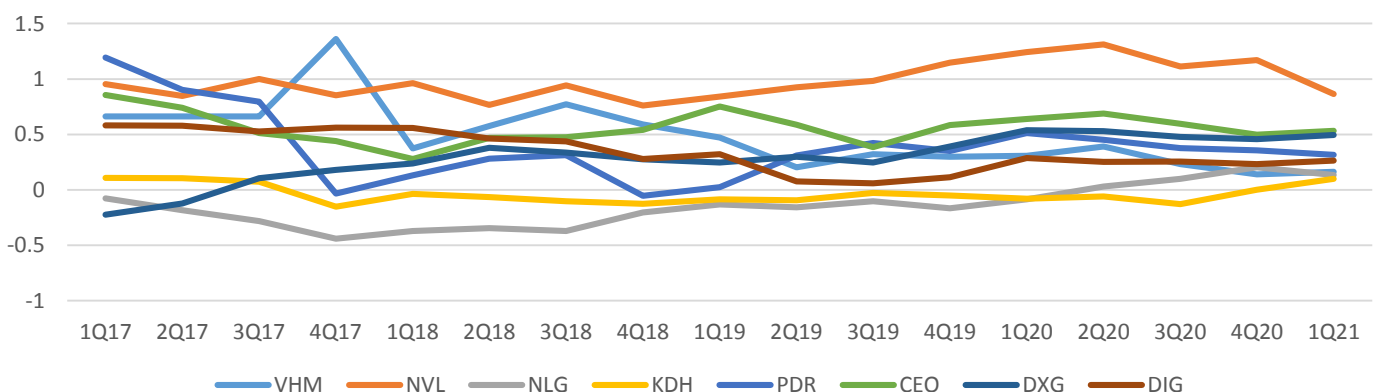
Debt By Currency Mix (%)



Debt Structure (%)



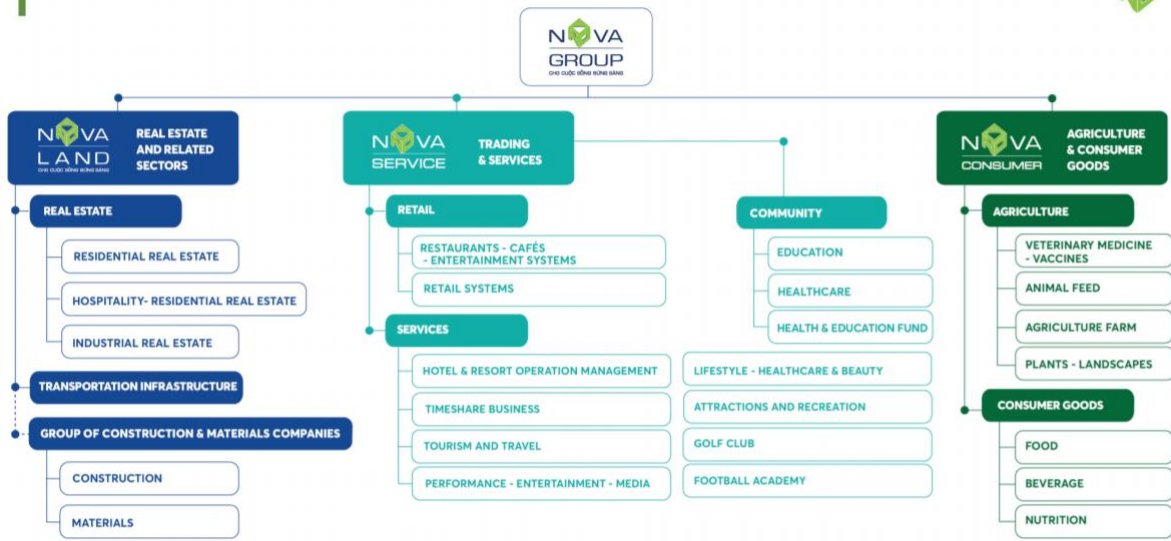
NVL's net debt/equity vs peers



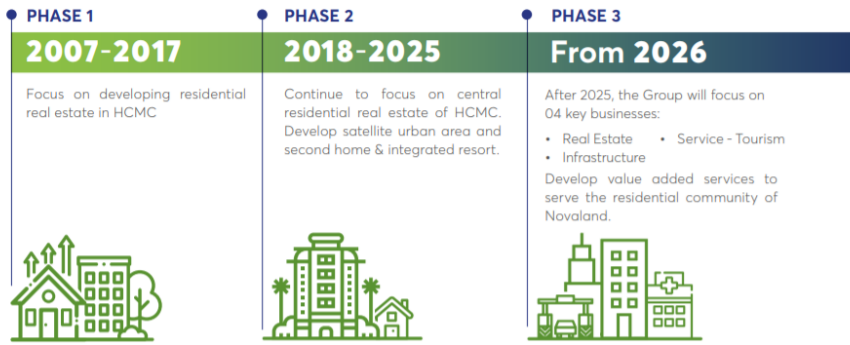
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp tính đến ngày 31/03/2021, Yuanta Việt Nam

- 3) **Rủi ro mô hình định giá.** Chúng tôi đã đưa giá trị tiềm năng của các dự án trong tương lai vào mô hình định giá của mình, điều mà chúng tôi chưa từng thực hiện trước đây do chỉ tiết về các dự án đó vốn không rõ ràng. Nhưng việc bỏ qua các dự án trong tương lai sẽ giống như việc gán giá trị bằng 0 cho thương hiệu của NVL hay sự nhảy bèn trong hoạt động của ban lãnh đạo, điều mà chúng tôi nghĩ là không hề là phù hợp. Chúng tôi không cho rằng nhiều nhà đầu tư sẽ đặt câu hỏi về việc đưa giá trị dài hạn vào mô hình định giá DCF đối với một công ty sản xuất thiết bị điện tử vào năm thứ 10, năm mà cơ cấu sản phẩm của công ty là hoàn toàn không thể biết trước. Vì vậy, điều này khá mơ hồ đối với chúng tôi, tại sao các công ty phát triển BĐS lại được định giá như thế trong tương lai sẽ không còn hoạt động. Tuy nhiên, nếu NVP của các dự án trong tương lai bị loại khỏi mô hình của chúng tôi, ước tính giá mục tiêu trên mỗi cổ phiếu của chúng tôi đối với NVL sẽ chỉ còn 79.000 đồng, tương ứng với mức tỷ suất sinh lời giảm -44% so với giá hiện tại.
- 4) **Rủi ro pha loãng cổ phiếu.** NVL có kế hoạch phát hành 250-300 triệu USD trái phiếu chuyển đổi vào năm 2021. Hiện giá chuyển đổi vẫn chưa được công bố, vì vậy chúng tôi chưa tính đến khả năng chuyển đổi toàn bộ trái phiếu vào mô hình ước tính giá mục tiêu của chúng tôi đối với NVL. Với mức định giá khá cao của NVL hiện nay, chúng tôi không quá lo ngại về vấn đề pha loãng vốn chủ sở hữu. Chúng tôi tin rằng việc phát hành trái phiếu chuyển đổi ở mức định giá cao là tốt cho các cổ đông hiện hữu nhờ vào chi phí huy động vốn được giả định sẽ giảm cũng như hạn chế rủi ro pha loãng. Tuy nhiên, giá cổ phiếu có thể thay đổi nhanh chóng và chúng tôi sẽ theo dõi rủi ro tiềm ẩn này trong tương lai.

UTILITY – SERVICE ECOSYSTEM



STRATEGIC ROAD MAP



PRODUCT STRATEGY



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

BÁO CÁO THU NHẬP (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh thu thuần	10.931	5.026	26.094	29.227
Giá vốn hàng bán	(7.779)	(3.193)	(18.213)	(18.909)
Lợi nhuận gộp	3.152	1.833	7.881	10.318
Chi phí bán hàng	(295)	(164)	(517)	(694)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1.197)	(1.290)	(1.678)	(1.879)
Lợi nhuận hoạt động	1.660	379	5.686	7.745
Thu nhập tài chính	1.027	6.210	1.569	1.726
Chi phí tài chính	(2.085)	(1.537)	(2.752)	(3.434)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động liên doanh	(10)	(3)	-	-
Lãi/(lỗ) khác	3.680	(400)	20	(400)
Lãi/(lỗ) trước thuế	4.272	4.649	4.523	5.637
Thuế	(885)	(743)	(905)	(1.127)
Lãi/(lỗ) sau thuế	3.387	3.906	3.618	4.510
Lợi ích cổ đông thiểu số	44	13	(177)	(438)
Phân phối cho công ty mẹ	3.431	3.919	3.441	4.072
EPS cơ bản (đồng)	3.579	4.021	3.207	3.795
EPS pha loãng hoàn toàn (đồng)	3.533	3.946	3.207	3.795

TỶ SỐ TÀI CHÍNH	2019A	2020A	2021E	2022E
Tăng trưởng (%)				
Tăng trưởng doanh thu	-29%	-54%	419%	12%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-59%	-77%	1400%	36%
Tăng trưởng LN trước thuế	-9%	9%	-3%	25%
Tăng trưởng EPS	1%	12%	-20%	18%
Tăng trưởng Tổng tài sản	30%	61%	19%	15%
Tăng trưởng VCSH	22%	31%	10%	11%

Khả năng sinh lời (%)				
Biên lợi nhuận gộp	29%	36%	30%	35%
Biên lợi nhuận hoạt động	15%	8%	22%	26%
Biên lợi nhuận ròng	31%	78%	14%	15%
ROE	15%	14%	11%	12%
ROA	4%	3%	2%	2%
ROIC	10%	7%	8%	9%

Hệ số hiệu quả (x)				
Vòng quay khoản phải thu	1,90x	0,51x	2,01x	2,36x
Vòng quay hàng tồn kho	0,18x	0,04x	0,18x	0,15x
Vòng quay khoản phải trả	1,10x	0,60x	1,04x	0,47x

Thanh khoản (x)				
Hệ số thanh toán tức thời	3,78x	3,63x	3,02x	2,19x
Hệ số thanh toán nhanh	0,68x	0,83x	0,60x	0,35x
EBIT/ lãi vay	4,73x	9,21x	2,64x	2,64x

Cấu trúc tài chính (x)				
Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	0,73x	0,78x	0,80x	0,80x
Nợ vay/VCSH	1,41x	1,53x	1,72x	1,60x

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÀN (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021E	2022E
Tổng Tài Sản	89.979	144.536	172.411	198.190
Tài Sản Ngắn hạn	71.195	114.204	144.880	164.174
Tiền và các khoản tương đương tiền	6.466	11.559	15.902	13.302
Đầu tư ngắn hạn	466	722	722	722
Các khoản phải thu	5.894	13.798	12.142	12.606
Hàng tồn kho	57.206	86.865	113.505	133.797
Tài sản ngắn hạn khác	1.163	1.260	2.609	3.747
Tài Sản Dài Hạn	18.784	30.332	27.531	34.016
Các khoản phải thu dài hạn	371	17.644	14.497	19.485
Tài sản cố định ròng	840	1.218	1.445	1.783
Đầu tư dài hạn	5.744	1.891	2.891	3.891
Tài sản dài hạn khác	11.829	9.579	8.698	8.857
Tổng Nguồn Vốn	89.979	144.536	172.411	198.190
Tổng Nợ Phải Trả	65.519	112.604	137.279	159.271
Người mua trả trước	1.254	4.087	19.577	41.229
Các khoản phải trả	2.545	2.797	8.673	11.672
Nợ ngắn hạn	8.445	14.544	11.495	13.020
Nợ phải trả ngắn hạn khác	6.566	9.999	8.283	9.141
Nợ dài hạn	26.146	34.357	48.821	49.309
Nợ phải trả dài hạn khác	20.563	46.820	40.430	34.900
Vốn Chủ Sở Hữu	24.460	31.931	35.132	38.919
Vốn góp của chủ sở hữu	9.695	9.863	10.728	10.728
Thặng dư vốn cổ phần	3.860	3.970	3.860	3.860
Lợi nhuận giữ lại	8.723	12.051	14.325	17.674
Vốn chủ sở hữu khác	0	0	(6)	(6)
Cổ đông thiểu số	2.183	6.048	6.225	6.663

DÒNG TIỀN (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021E	2022E
Tiền và tương đương tiền đầu năm	12.315	6.466	11.559	15.902
Lợi nhuận trước thuế	4.272	4.649	4.523	5.637
Các khoản điều chỉnh	(2.382)	(4.800)	2.752	3.434
Thay đổi trong vốn lưu động	1.186	(3.334)	(10.340)	(946)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	3.076	(3.485)	(3.065)	8.125
Chi tiêu vốn	(383)	(199)	(227)	(338)
Đầu tư	(14.398)	(12.826)	(1.000)	(1.000)
Thay đổi trong các khoản khác	1.376	8.115	(2.362)	(10.677)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(13.405)	(4.910)	(3.589)	(12.015)
Chi trả cổ tức	(20)	(50)	-	-
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu	206	668		
Thay đổi ròng trong nợ	4.310	12.872	11.415	2.013
Thay đổi trong các khoản khác	0	(2)	(418)	(723)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	4.496	13.488	10.997	1.290
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái	(16)	(1)	0	0
Dòng tiền thuần thay đổi trong năm	(5.833)	5.093	4.343	(2.600)
Tiền và tương đương tiền cuối năm	6.466	11.559	15.902	13.302

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or in any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA
Head of Research
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)
matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen
Analyst (Property)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)
tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu
Assistant Analyst
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
di.luu@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Huy Nguyen
Head of Institutional sales
Tel: +84 28 3622 6868 (3808)
Huy.nguyen@yuanta.com.vn

Anh Nguyen
Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)
anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)
Tel: +84 28 3622 6868 (3845)
binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)
Tel: +84 28 3622 6868 (3874)
tanh.tran@yuanta.com.vn

Trung Nguyen

Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)
trung.nguyen2@yuanta.com.vn