



CTCP NĂM BẢY BẢY (NBB – HSX)

NBB là công ty bất động sản có quy mô trung bình nhưng có quỹ đất lớn cả về quy mô lẫn giá trị, đặc biệt là cụm dự án tại khu vực Tây Nam Tp.HCM. Gần đây, Công ty đã có những nỗ lực đáng kể trong việc ổn định dòng tiền và nguồn vốn. Bên cạnh đó, kế hoạch bán hàng linh hoạt hứa hẹn giúp lợi nhuận của NBB khả quan hơn trong năm nay. Việc đẩy mạnh đầu tư và kinh doanh hai dự án City Gate Tower và KDC Sơn Tĩnh-Quảng Ngãi trong năm 2014 cũng có thể giúp Công ty tăng nguồn thu và cải thiện tình hình tài chính.

Mặc dù triển vọng về dòng tiền của NBB còn phụ thuộc khá nhiều vào mức độ phục hồi của thị trường bất động sản nói chung, chúng tôi nhìn thấy sự nỗ lực của lãnh đạo Công ty trong việc đảm bảo sự an toàn thanh khoản. Bên cạnh đó, với việc CII tăng tỷ lệ sở hữu tại NBB trong thời gian gần đây, chúng tôi nghĩ rằng việc hợp tác giữa NBB và CII, nếu được thực hiện, có thể giúp hai doanh nghiệp khai thác thế mạnh sẵn có cũng như giải quyết những khó khăn của mỗi bên.

Dựa vào các yếu tố tích cực nói trên và mức chênh lệch lớn giữa giá trị tài sản ròng và mức giá đang giao dịch trên thị trường (gấp khoảng 2,0 lần theo tính toán của chúng tôi), chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có dự định tăng tỷ trọng cổ phiếu bất động sản trong danh mục có thể xem xét **MUA** cổ phiếu NBB trong dài hạn.

Tiêu điểm đầu tư

- Quỹ đất lớn cả về quy mô và giá trị.
- Những nỗ lực để ổn định dòng tiền.
- Điều chỉnh kế hoạch kinh doanh và định vị lại sản phẩm.
- Khả năng hợp tác với công ty bất động sản khác.

Rủi ro

- Lượng cung tập trung.
- Nguy cơ cạnh tranh từ những dự án lân cận.
- Rủi ro chung của ngành bất động sản.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	9M/FY2013	FY2013E	FY2014F
Doanh thu thuần	1.077,4	139,5	173,8	499,0
% tăng trưởng	161,0	-82,9	-83,9	187,1
Lợi nhuận sau thuế	284,9	9,4	19,6	121,7
% tăng trưởng	309,4	-94,0	-93,1	521,8
Tỷ suất LNST (%)	26,4	6,8	11,3	24,4
ROA (%)	9,4*		0,7	4,1
ROE (%)	23,6*		1,5	8,2
EPS (VND)	17.626		623	2.260
EPS đ/ chỉnh (VND)	17.626		623	2.260
Giá trị sổ sách (VND)	67.203		37.858	29.808
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.600**		1.600	1.000
P/E (x)	1,0		28,5	7,9
P/BV (x)	0,3		0,5	0,6

Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp và dự phóng, theo giá ngày 27/01/2014, * chỉ tiêu cuối kỳ,

***ngoài ra còn có cổ tức ưu đãi là 15%

MUA

Giá thị trường (VND)	17.800
Giá mục tiêu (VND)	36.300
Thời gian đầu tư	Dài hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	635,8
SLCP ĐLH (cp)	35.721.200
Beta	0,6
Free Float (%)	44,1
Giá cao nhất 52 tuần*	21.700
Giá thấp nhất 52 tuần*	11.500
KLGD bình quân 20 phiên	293.470

* Giá điều chỉnh



Tỷ suất sinh lời (%)

	3M	1Y	3Y
NBB	14,8	29,0	-64,7
BDS	24,4	-1,5	n/a
Xây dựng	32,3	17,8	n/a
VN30 Index	11,4	14,1	n/a
VNIndex	11,1	18,9	10,7

Cổ đông lớn (%)

Deutsche Asset Management Ltd	14,6
Beira Limited	14,6
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM	8,7
Đoàn Tường Triệu	7,3
Vietnam Property Holding	5,7
Gới hạn sở hữu NĐTNN (%)	11,4

Nguyễn Bá Phước Tài

(084) 08- 6299 2006 – Ext 315

tai.nbp@vdsc.com.vn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quỹ đất lớn cả về quy mô và giá trị

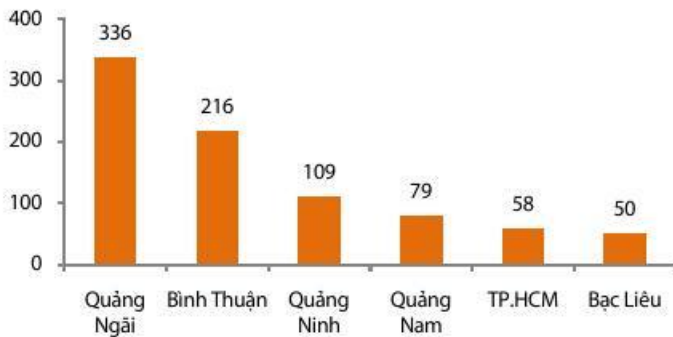
NBB là một trong những doanh nghiệp có quỹ đất lớn nhất tại Tp.HCM với tổng diện tích quỹ đất lên đến 58 ha và chủ yếu là đất sạch. Công ty hiện có 5 dự án lớn nằm ở những vị trí đặc địa trên địa bàn quận 8 và huyện Bình Chánh. Dọc theo trục đại lộ Đông Tây, chỉ mất khoảng 15-25 phút để đi từ cụm dự án của NBB đến trung tâm thành phố. Thêm vào đó, theo quy hoạch của huyện Bình Chánh, nhiều khu dân cư mới đang hình thành gần cụm dự án của NBB như KDC Tân Kiên, Phong Phú, An Phú Tây...

Khu vực Tây Nam Sài Gòn là địa bàn có giao dịch nhà đất rất sôi động trong thời gian gần đây, nhất là ở phân khúc căn hộ trung cấp. Lợi thế về vị trí sẽ cho phép NBB đón đầu làn sóng dịch chuyển dân cư từ các quận trung tâm thành phố ra khu vực ven đô trong thời gian tới. Ngoài ra, NBB còn có một số dự án biệt thự cao cấp và khu du lịch nghỉ dưỡng với diện tích lớn ở khu vực miền Trung (790 ha).

Hình 01: Phân bố các dự án bất động sản của NBB tại Tp.HCM

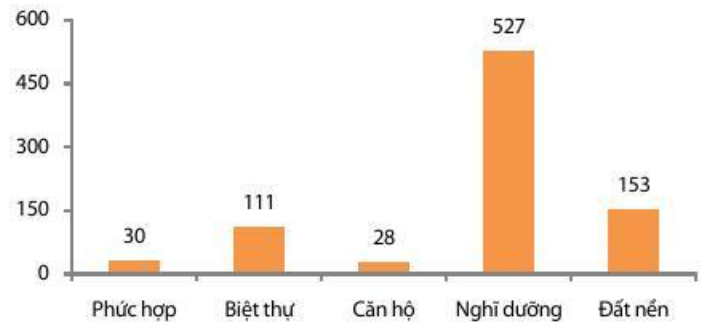


Đồ thị 1: Phân bố quỹ đất theo địa phương (Đvt: ha)



Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp

Đồ thị 2: Phân bố quỹ đất theo loại hình BĐS (Đvt: ha)



Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp

Bảng 01: So sánh với một số doanh nghiệp cùng ngành

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ đồng)*	Tổng quỹ đất (ha)	Diện tích đất tại Tp.HCM (ha)
DIG	1.858,9	2.100	0
NLG	1.623,7	570	51
BCI	1.322,5	470	470
NTL	933,2	71	0
KDH	590,5	69	69
NBB	635,8	849	52
TDH	581,0	60	35

Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp, * tính theo giá thị trường ngày 27/01/2014

Những nỗ lực để ổn định dòng tiền

Trước tình hình tiến độ triển khai các dự án bị trì hoãn do sự suy giảm của thị trường bất động sản, việc đảm bảo dòng tiền cũng như các nghĩa vụ tài chính đến hạn của Công ty có thể bị ảnh hưởng. Để chủ động giải quyết vấn đề này, NBB đã có những nỗ lực nhằm tái cấu trúc toàn diện cơ cấu vốn.

Điểm tích cực đầu tiên, theo chúng tôi, là việc NBB đã đàm phán thành công với các trái chủ và ngân hàng nhằm giãn thời gian trả nợ gốc đối với các khoản vay dài hạn và trái phiếu với tổng giá trị 1.003 tỷ đồng. Trong đó, khoản nợ trái phiếu 237 tỷ đồng để tài trợ cho dự án City Gate đối với CTCP Chứng khoán Bảo Việt (BVS) (79 tỷ) và của CT Tài chính Điện lực (158 tỷ), vốn sẽ đáo hạn trong năm 2013, đã được dời đến năm 2014. Khoản vay trái phiếu từ NHTMCP VIB để đầu tư vào các dự án NBB I, NBB II và NBB IV sẽ được thanh toán thành 3 đợt: 100 tỷ trong 2014, 100 tỷ trong 2015 và 150 tỷ trong năm 2016. Tương tự, các khoản vay dài hạn đối với NHTMCP BIDV sẽ được Công ty trả dần cho đến năm 2018. Điều này sẽ giảm đáng kể áp lực trả nợ trong ngắn hạn đối với NBB.

Đây cũng là lần thứ hai NBB được giãn thời gian chi trả đối với khoản nợ trái phiếu (lần đầu vào tháng 08/2012). Riêng lãi suất của số trái phiếu phát hành cho BVS và CT Tài Chính Điện Lực hiện là 15%. Để tránh chi phí lãi vay tiếp tục làm tăng giá vốn của dự án, việc chi trả các khoản nợ này sẽ là ưu tiên hàng đầu của Công ty trong năm nay.

Bảng 02: Chi tiết nợ vay ngắn và dài hạn

Khoản vay	Giá trị (tỷ đồng)	Thời gian đáo hạn ban đầu	Thời gian đáo hạn thương lượng lại
Vay ngắn hạn ngân hàng	93,0		
- NHTMCP VIB	42,2	2013	Q2/2014
- NHTMCP BIDV – CN Bình Định	48,6	2013	
- NHTMCP Eximbank – CN Quảng Ngãi	2,2	2013	
Vay dài hạn ngân hàng	447,2		
- NHTMCP BIDV – CN Bình Định	308,3	2013	2018
- NHTMCP BIDV – CN Bắc Sài Gòn	107,6	2014	2017
- NHTMCP Agribank – CN Đà Nẵng	29,0	2014	2016
- NH TMCP Việt Á	2,2	2014	2014
Nợ trái phiếu	587,0		
- CTCP CK Bảo Việt	79,0	2013	2014
- CT Tài chính Điện Lực	158,0	2013	2014
- NHTMCP VIB	100,0	2012	2014
- NHTMCP VIB	100,0	2012	2015
- NHTMCP VIB	150,0	2013	2016
Tổng	1.127,2		

Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp

Song song với việc đàm phán lại thời gian trả nợ, NBB đã tiến hành tăng vốn chủ sở hữu để cân đối lại cơ cấu vốn. Trong quý 3/2013, NBB đã phát hành thêm gần 18 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, thu về 179 tỷ đồng, qua đó tăng vốn điều lệ lên gần 359 tỷ đồng. Số tiền thu được từ phát hành thêm đã được Công ty sử dụng để trả nợ gốc cho một số khoản vay và khoản cam kết đối với các cổ phần ưu đãi đã phát hành cho Beira Limited. Giá trị khoản phải trả đối với Beira Limited hiện còn khoảng 30 tỷ đồng và sẽ được thanh toán trong năm nay. Tháng 11/2013, NBB đã thực hiện chuyển đổi 2,6 triệu cổ phiếu ưu đãi của Beira Limited thành cổ phiếu thường. Theo đó, tỷ lệ sở hữu hiện tại của tổ chức này là 14,6%.

Theo kế hoạch đã thông qua tại ĐHCĐ thường niên 2012, NBB dự kiến tiếp tục phát hành thêm khoảng 17,9 triệu cổ phiếu bằng mệnh giá cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 2:1 và thu về khoảng 179 tỷ đồng trong năm 2014. Nếu được thực hiện, đây sẽ tiếp tục là một thành công lớn về mặt tài chính đối với NBB.

Để bổ sung dòng tiền, NBB còn có kế hoạch chuyển nhượng phần vốn góp tại nhà máy thủy điện Đá Đen, CTCP Khoáng sản Quảng Ngãi – QMI (do NBB nắm 90% vốn cổ phần), Công ty TNHH Hương Trà (NBB nắm 99% quyền biểu quyết thông qua QMI) và dự án BOT cầu Rạch Miễu trong năm nay. QMI hiện đang sở hữu dự án khai thác mỏ titan sa khoáng Mộ Đức còn Công ty Hương Trà đang nắm giữ dự án mỏ nước khoáng Trà Bồng. Mỏ titan sa khoáng đã được Thủ tướng Chính Phủ phê duyệt quy hoạch và hiện chỉ chờ phê duyệt đầu tư. Số tiền dự kiến thu được từ các giao dịch này được thể hiện trong bảng dưới.

Bảng 03: Lộ trình thanh toán các khoản vay và nguồn chi trả (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017	2018
Chi trả nợ vay	381,9	102,0	218,3	240,3	99,3
Tiền thu từ dự án BĐS*	389,4	478,2	761,9	853,2	687,1
- Carina	155,4	59,1*			
- KDC Phường 2 Bạc Liêu	130,5	82,3*			
- KDC Sơn Tịnh	52,0	144,0	222,0	585,1*	347,0
- City Gate	51,4	192,8	539,9	376,2	340,1*
Tiền thu từ chuyển nhượng vốn góp	118,0	78,0			
- CTCP Khoáng sản Quảng Ngãi	65,0	65,0			
- BOT Cầu Rạch Miễu	41,0				
- Thủy điện Đá Đen	12,0	13,0			
Tiền thu từ phát hành thêm tỷ lệ 2:1	178,6				

*Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp, *bao gồm thu từ chuyển nhượng TTTM*

Với lộ trình trả nợ mới, số tiền phải trả trong năm 2014 còn khoảng 382 tỷ đồng và có thể được đảm bảo phần lớn bằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bất động sản. Nguồn thu do phát hành thêm và chuyển nhượng các khoản đầu tư sẽ bổ sung dòng tiền để NBB tiếp tục phát triển các dự án. Việc cân đối này sẽ giảm đáng kể chi phí lãi vay và áp lực trả nợ cho Công ty trong các năm tiếp theo, đồng thời đưa cơ cấu vốn của Công ty về một mức ổn định và bền vững hơn. Tuy nhiên, dòng tiền và tính thanh khoản của NBB còn phụ thuộc khá nhiều vào tiến triển của thị trường bất động sản nói chung. Điều này đòi hỏi Công ty phải có nỗ lực lớn trong công tác bán hàng và có lộ trình phát triển dự án phù hợp.

Điều chỉnh kế hoạch bán hàng và định vị lại sản phẩm

Trọng tâm trong kế hoạch bán hàng năm 2014 của NBB là việc kinh doanh các sản phẩm còn lại tại KDC Phường 2 Bạc Liêu và dự án Carina Plaza. Riêng Carina Plaza hiện còn khoảng 57 căn hộ, hầu hết là những căn có diện tích lớn, khoảng 105m². Để kích cầu, NBB cho biết sẽ tăng tỷ lệ chiết khấu cho môi giới (từ 1% lên 3%) đồng thời đưa ra một số hỗ trợ về điều kiện thanh toán cho người mua nhà. Cụ thể, trong đợt bán hàng này, khách hàng chỉ cần thanh toán 50% là có thể nhận nhà; số tiền còn lại sẽ được trả góp không lãi suất trong vòng 6 tháng. Người mua nhà còn được ngân hàng hỗ trợ cho vay đến 70% giá trị căn hộ với thời hạn vay từ 15 đến 25 năm. Với các biện pháp này, chúng tôi kỳ vọng NBB sẽ hoàn

tất việc bán hàng tại Carina Plaza và ghi nhận khoảng 94 tỷ đồng doanh thu từ dự án này trong năm nay.

Cũng trong năm 2014, NBB sẽ tiếp tục việc xây dựng và kinh doanh dự án City Gate (2014-2017). Công ty đang nghiên cứu để đưa ra thị trường những căn hộ có diện tích 69m² và 86m² thay vì những căn có diện tích trên 100m² như thiết kế ban đầu. Giá bán dự kiến của City Gate vào khoảng 13,5-16,5 triệu đồng/m². Theo quan sát của chúng tôi, việc giảm diện tích thay vì hạ giá bán trên mỗi m² đang là xu hướng phát triển căn hộ hiện nay. Theo một số thống kê, các căn hộ phân khúc trung bình với diện tích khoảng 45-70m² và giá bán từ 16 triệu/m² trở xuống hiện chiếm gần 70% số lượng giao dịch trên thị trường từ đầu năm 2013 đến nay. Bên cạnh đó, bản thân dự án City Gate cũng có nhiều điểm hấp dẫn. Dự án nằm ngay trên mặt tiền đại lộ Đông Tây nên rất thuận tiện cho việc di chuyển đến trung tâm thành phố. Ngoài ra, dự án còn được kết nối với Carina Plaza bằng tuyến cầu vượt bắc ngang đại lộ. Nhờ đó, cư dân ở City Gate có thể dễ dàng tiếp cận các tiện ích và cơ sở vật chất của dự án hiện hữu. Vị trí thuận tiện cộng với giá bán hợp lý sẽ là lợi thế cạnh tranh của City Gate so với các dự án lân cận. Do đó, chúng tôi khá lạc quan về triển vọng bán hàng của dự án này trong thời gian tới. Doanh số bán hàng theo hợp đồng của dự án trong 2014 ước đạt 257 tỷ đồng.

Một dự án khác cũng sẽ đóng góp vào doanh thu mảng BĐS năm 2014 là dự án KDC Sơn Tĩnh – Quảng Ngãi. Là một trong những dự án đất nền mà NBB đang phát triển, KDC Sơn Tĩnh đến nay đã đến bù đạt 86,7% và san lấp được 50% diện tích. Đồng thời, dự án đã kinh doanh được 626/2.698 nền. NBB có kế hoạch bán tiếp khoảng 220 nền trong năm nay và các sản phẩm đã bán sẽ bắt đầu được bàn giao từ tháng 06/2014. KDC Sơn Tĩnh dự kiến đóng góp khoảng 274 tỷ đồng vào doanh thu năm 2014.

Năm 2015, NBB sẽ xúc tiến việc kinh doanh khu vực TTTM của Carina Plaza (5.913 m²) và của KDC Phường 2 Bạc Liêu (33.038 m²). Giá trị chuyển nhượng ước tính của 2 vị trí này lần lượt là 59 và 82 tỷ đồng. Từ năm sau, dân cư tại hai dự án này sẽ đông đúc hơn nên nhu cầu sử dụng các tiện ích của TTTM cũng vì thế mà gia tăng. Nhờ đó, việc chuyển nhượng này cũng sẽ thuận lợi hơn. Mặt khác, nhờ liên kết tốt nên việc phát triển TTTM ở Carina Plaza có thể làm tăng sức hấp dẫn của dự án City Gate. Hiện tại, đã có một số đối tác quan tâm và tiếp xúc với NBB liên quan đến hai khu vực TTTM này. Công ty đang xem xét các phương án chuyển nhượng để chốt nội dung đàm phán.

Chiến lược kinh doanh và khả năng hợp tác với công ty bất động sản khác

Việc tiếp tục phát triển các dự án bất động sản, đặc biệt là cụm dự án tại Tp.HCM đòi hỏi lượng vốn đầu tư lớn trong khi cơ cấu vốn của NBB vẫn chưa thực sự bền vững. Vì vậy, không loại trừ khả năng Công ty sẽ kêu gọi hợp tác đầu tư hoặc chuyển nhượng quyền đầu tư tại một số dự án. Các dự án có khả năng chuyển nhượng cao là NBB Garden II (11,5 ha) và khu phức hợp Tân Kiên (30,2 ha) ở huyện Bình Chánh.

Trong khi đó, CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM (CII), doanh nghiệp hiện đang nắm giữ 8,7% vốn cổ phần của NBB, cũng đang cho thấy tham vọng mở rộng vào lĩnh vực bất động sản trong phương án tái cấu trúc của mình. Định vị sản phẩm ngay từ ban đầu của CII là các dự án căn hộ trung cấp ở khu vực Tây Nam Sài Gòn, đặc biệt là các dự án nằm gần các trục đường lớn như đại lộ Đông Tây. Chiến lược này hoàn toàn trùng khớp với vị trí quý đất hiện có cũng như phân khúc thị trường của NBB.

NBB có lợi thế về quỹ đất song cần bổ sung nguồn vốn lớn để đầu tư trong khi tỷ lệ Nợ của Công ty đã khá cao. Trong khi đó, CII có tiềm lực về tài chính nhưng lại thiếu quỹ đất cũng như kinh nghiệm phát triển dự án. Thế nên, việc hợp tác là điều có khả năng xảy ra và sẽ có lợi cho cả hai doanh nghiệp. Việc khởi công dự án Diamond Riverside (NBB 20%, CII 80%) trong năm nay sẽ đánh dấu sự bắt tay đầu tiên giữa NBB và CII trong lĩnh vực bất động sản.

Trong tương lai, nếu việc hợp tác được thực hiện, chúng tôi nghiêng về khả năng CII sẽ tiếp tục mua lại một phần hoặc toàn bộ quyền đầu tư của NBB tại các dự án trong cụm dự án của Công ty ở Tp.HCM. Không loại trừ khả năng CII sẽ tăng tỷ lệ sở hữu đối với NBB để việc hợp tác này được thuận lợi hơn. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là phương án hợp tác khả dĩ và có lợi cho cả hai.

RỦI RO

Lượng cung tập trung. Cụm dự án quận 8 – huyện Bình Chánh của NBB có mật độ phân bố khá dày đặc. Trong khi đó, đây hầu hết đều là các dự án lớn. Nếu các dự án được phát triển cùng lúc, đặc biệt là trong điều kiện thị trường hiện nay, lượng cầu tại khu vực này có thể sẽ không hấp thụ hết, gây khó khăn cho việc tiêu thụ sản phẩm. Cụ thể, dự án Diamond Riverside (hợp tác với CII) có thể chia sẻ khách hàng trực tiếp với City Gate, làm giảm khả năng bán hàng của cả hai dự án này. Mặt khác, nếu kéo dài thời gian phát triển, chi phí lãi vay được vốn hóa sẽ làm tăng giá thành của sản phẩm.

Nguy cơ cạnh tranh từ các dự án lân cận. Nhận định được tiềm năng của thị trường bất động sản Tây Sài Gòn, nhiều doanh nghiệp bất động sản đã bắt đầu triển khai dự án ở khu vực này. Trong đó, đáng chú ý nhất là sự xuất hiện của dự án Ehome 3 của NLG, cụm căn hộ Nhất Lan của BCI và gần đây nhất là dự án nhà ở xã hội HQC Plaza của HQC. NLG và BCI đều là 2 doanh nghiệp có kinh nghiệm trong việc phát triển nhà ở vừa túi tiền. Vì là dự án hoàn thiện, chung cư Nhất Lan 3 của BCI có thể cạnh tranh trực tiếp với Carina Plaza của NBB nhờ diện tích căn hộ nhỏ và giá bán hấp dẫn hơn. Trong khi đó, Ehome 3 của NLG được marketing khá tốt và đã thu hút nhiều sự quan tâm của thị trường trong thời gian qua. Thời gian xây dựng của Ehome 3 khá ngắn (chỉ 12-13 tháng cho một block chung cư 9 tầng) nên khả năng cạnh tranh với City Gate là rất cao. Riêng dự án HQC Plaza là dự án nhà ở thương mại được chuyển đổi thành nhà ở xã hội và được tiếp cận vốn vay từ gói 30.000 tỷ đồng. Do đó, giá bán của dự án này khá thấp. Nguy cơ cạnh tranh từ các dự án lân cận có thể ảnh hưởng đến sức tiêu thụ sản phẩm của NBB và đòi hỏi Công ty phải thận trọng trong định vị sản phẩm cũng như xác định thời điểm phát triển dự án phù hợp.

Bảng 04: So sánh dự án liền kề

Dự án	Chủ đầu tư	Vị trí	Tổng DT (m2)	DT KD (m2)	Số căn	Tình trạng	Giá bán* (triệu đồng/m2)	Khởi công	Hoàn thành
Carina Plaza	NBB	Quận 8	19.318	91.816	736	Đã hoàn thiện Kinh doanh đạt 92%	14,0 -15,5	2009	Q3/2011
City Gate	NBB	Quận 8	19.257	84.000	1.076	Dự kiến mở bán năm 2014	13,5 -16,5	2009	2016**
E-Home 3	NLG	Quận Bình Tân	63.891	235.000	2.204	Đã hoàn thiện và kinh doanh xong 2 block đầu tiên	15,1 -17,8	2012	2015**
Chung cư Nhất Lan 3	BCI	Quận Bình Tân	12.621	57.686	347	Đã hoàn thiện Kinh doanh đạt 90%	12,9 -14,5	2009	Q3/2013
HQC Plaza	HQC	Quận 8	35.290	108.195	1.735	Đang thi công	11,8 -12,8	2013	Q4/2015

*Nguồn: Rong Viet Securities tổng hợp, *Giá bán đã có VAT, **thời gian hoàn thành dự kiến*

Rủi ro chung của ngành bất động sản. Hiện tại, lĩnh vực phát triển và kinh doanh bất động sản nói chung còn nhiều vấn đề đáng quan ngại, trong đó, có hai rủi ro lớn là rủi ro về chính sách và rủi ro thị trường. Liên quan đến chính sách, NBB cũng như các công ty bất động sản nói chung thường xuyên vấp phải các vấn đề về mặt pháp lý trong quá trình phát triển dự án.

Mặt khác, kế hoạch dòng tiền của NBB còn phụ thuộc rất nhiều vào sự hồi phục của thị trường bất động sản. Nếu như sức mua trên thị trường khi hai dự án City Gate và KDC Sơn Tịnh mở bán không cao như dự kiến của doanh nghiệp, lượng sản phẩm tiêu thụ có thể sẽ thấp hơn so với kế hoạch ban đầu và dòng thu của Công ty sẽ bị ảnh hưởng đáng kể.

Quan điểm đầu tư

NBB là công ty bất động sản có quy mô trung bình nhưng có quỹ đất lớn cả về quy mô lẫn giá trị, đặc biệt là cụm dự án tại khu vực Tây Nam Tp.HCM. Gần đây, Công ty đã có những nỗ lực đáng kể trong việc ổn định dòng tiền và nguồn vốn. Bên cạnh đó, kế hoạch bán hàng linh hoạt hứa hẹn giúp lợi nhuận của NBB khả quan hơn trong năm nay. Ngoài ra, việc đẩy mạnh đầu tư và kinh doanh hai dự án City Gate Tower và KDC Sơn Tịnh-Quảng Ngãi trong năm 2014 cũng có thể giúp Công ty tăng nguồn thu và cải thiện tình hình tài chính.

Mặc dù triển vọng về dòng tiền của NBB còn phụ thuộc khá nhiều vào mức độ phục hồi của thị trường bất động sản nói chung, chúng tôi nhìn thấy sự nỗ lực của lãnh đạo Công ty trong việc đảm bảo cho sự an toàn thanh khoản cho doanh nghiệp. Bên cạnh đó, với việc CII tăng tỷ lệ sở hữu tại NBB trong thời gian gần đây, chúng tôi nghĩ rằng việc hợp tác giữa NBB và CII, nếu được thực hiện, có thể giúp hai doanh nghiệp khai thác thế mạnh sẵn có cũng như giải quyết những khó khăn của mỗi bên.

Dựa vào các yếu tố tích cực nói trên và mức chênh lệch lớn giữa giá trị tài sản ròng và mức giá đang giao dịch trên thị trường (gấp khoảng 2,0 lần theo tính toán của chúng tôi), chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có dự định tăng tỷ trọng cổ phiếu bất động sản trong danh mục có thể xem xét **MUA** cổ phiếu NBB trong dài hạn.

TỔNG QUAN CÔNG TY CỔ PHẦN NĂM BẢY BẢY

Cổ đông lớn là Cienco 5, CII và các nhà đầu tư tài chính lớn trên thị trường

CTCP Năm Bảy Bảy được thành lập năm 2004, tiền thân là chi nhánh Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao thông 5 (Cienco 5) tại tỉnh Bình Thuận. Sau nhiều lần tăng vốn, đến nay, tỷ lệ nắm giữ của Cienco 5 tại Công ty là 2,94%. Ngoài ra, trong cơ cấu cổ đông hiện tại của NBB còn có sự hiện diện của nhiều nhà đầu tư có tên tuổi lớn trong và ngoài nước như Deutsche Asset Management (Asia) Limited (14,6%), Beira Limited (14,6%), Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Tp.Hồ Chí Minh (CII) (8,7%), Vietnam Property Holding (5,7%), VietBridge Capital Holding (4,8%) và Vietnam Equity Holding (2,0%). Sau đợt phát hành thêm gần đây nhất vào tháng 10/2013, NBB hiện đang hoạt động với số vốn điều lệ là 358,6 tỷ đồng.

Căn hộ trung cấp là sản phẩm chiến lược, phân khúc đất nền có nhiều tiềm năng

Kinh doanh bất động sản hiện là mảng chính và chiếm tỷ trọng chi phối trong cơ cấu doanh thu của NBB. Mảng này chiếm 74% doanh thu của Công ty trong năm 2012 và 92% doanh thu 9 tháng đầu năm 2013.

Hai nhóm sản phẩm bất động sản chiến lược của NBB là các dự án căn hộ phân khúc trung bình ở khu vực ven đô Tp.HCM và các dự án đất nền ở các tỉnh thành khác. Đối với căn hộ, NBB hướng tới các sản phẩm chất lượng cao và phù hợp với túi tiền của những người có thu nhập trung bình khá.

Bảng 05: Danh sách dự án bất động sản của NBB

Dự án	Loại hình	Vị trí	Sở hữu NBB	Tổng diện tích (m2)	Tỷ lệ đến bù	Thời gian triển khai	CPĐT dự kiến (tỷ đồng)	Đã đầu tư (tỷ đồng)*	Tình trạng
KDC Phường 2, Bạc Liêu	Đất nền	TX. Bạc Liêu	100%	502.327	100%	2006-15	368	248	Đã hoàn thành Đang kinh doanh
KDC Sơn Tịnh	Đất nền	Quảng Ngãi	100%	1.026.963	87%	2008-16	997	222	Đang xây dựng và kinh doanh
Khu căn hộ Carina Plaza	Căn hộ	Tp.HCM	95%	19.318	100%	2007-11	859	842	Đã hoàn thành Đang kinh doanh
Khu căn hộ City Gate	Căn hộ	Tp.HCM	95%	19.258	100%	2012-16	1.209	340	Đang xây dựng Tiếp tục kinh doanh năm 2014
Khu căn hộ NBB II	Căn hộ	Tp.HCM	70%	115.142	92%	n/a	7.073	585	Đang đến bù
Khu căn hộ NBB III	Căn hộ	Tp.HCM	100%	81.679	95%	2013-18	4.066	387	Đang đến bù
Khu phức hợp Tân Kiên	Căn hộ Biệt thự Nhà liền kề	Tp.HCM	70%	301.700	73%	n/a	830	293	Đang đến bù
Khu căn hộ Diamond Riverside	Căn hộ	Tp.HCM	20%	41.497	94%	2014-18	2.675	193**	Khởi công và kinh doanh năm 2014
Khu biệt thự đồi Thủy Sản	Biệt thự	Quảng Ninh	60%	321.800	5%	2012-18	683	10	Đang đến bù
Khu du lịch sinh thái Đồn Điện	Khu du lịch Biệt thự	Quảng Ninh	60%	771.500	20%	2012-18	709	27	Đang đến bù
Khu đô thị sinh thái Tam Phú	Biệt thự Nhà liền kề	Quảng Nam	49%	786.794	n/a	2016-18	824	n/a	Đang đến bù
Khu nghỉ dưỡng De Lagi	Khu nghỉ dưỡng	Bình Thuận	100%	2.163.806	0,2%	2012-20	1.565	6	Đang đến bù
Khu biệt thự đảo Hồng Ngọc	Khu du lịch Biệt thự	Quảng Ngãi	100%	2.334.000	n/a	n/a	2.800	1	Đang đến bù

Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp, * cập nhật đến ngày 30/09/2013, ** cập nhật đến ngày 30/11/2013



Bên cạnh đó, NBB còn phát triển một số dự án đất nền ở các địa phương như Quảng Ngãi, Bình Thuận, Bạc Liêu. Đây là những thị trường giàu tiềm năng nhờ tốc độ phát triển hạ tầng cao và nhu cầu lớn đối với các khu dân cư được quy hoạch đồng bộ.

Trong khi hầu hết các phân khúc nhà ở đều chịu áp lực giảm giá trong thời gian qua, giá bán sản phẩm đất nền của NBB vẫn có mức tăng tương đối. Đơn cử như tại dự án KDC Phường 12, Bạc Liêu, nếu trong giai đoạn 2009-2011, giá chào bán của dự án trên thị trường thứ cấp chỉ khoảng 2,4 triệu đồng/m² thì nay đã lên đến 2,6 – 3,0 triệu/m². Ngoài ra, các dự án đất nền cũng chịu ít áp lực về thời gian xây dựng và chi phí đầu tư; thủ tục để thực hiện dự án cũng tương đối đơn giản. Chính vì vậy, sản phẩm đất nền đem lại cho NBB biên lợi nhuận cao và ổn định hơn so với căn hộ. Về dài hạn, Công ty sẽ cân nhắc việc đẩy mạnh phát triển và kinh doanh nhóm sản phẩm này.

Giá trị quyền khai thác số lượng lớn các mỏ là tài sản đáng chú ý; KQKD của mảng khai khoáng có thể cải thiện nhờ công trình đường cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi

Hoạt động khai thác và chế biến các loại đất, đá, cát, sỏi của NBB tập trung chủ yếu trên địa bàn tỉnh Quảng Ngãi. Do đặc thù của thị trường miền Trung nên sức tiêu thụ của các sản phẩm này không lớn. Vì vậy, mảng VLXD chỉ chiếm tỷ trọng từ 1-5% trong cơ cấu doanh thu của NBB và hầu như không có đóng góp lợi nhuận trong những năm gần đây. Tuy vậy, mảng này có nhiều ý nghĩa quan trọng vì các mỏ này là nguồn cung cấp nguyên vật liệu cho các dự án mà Công ty thực hiện ở khu vực miền Trung.

Thời gian tới, mảng kinh doanh VLXD của NBB có thể hưởng lợi lớn từ việc xây dựng tuyến cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi trong suốt giai đoạn 2014-2017. Dự án trọng điểm này có tổng vốn đầu tư hơn 1,4 tỷ USD và đi qua hơn 47 km địa bàn tỉnh Quảng Ngãi. Nhờ có các mỏ đá nằm khá gần với dự án (mỏ gần nhất chỉ cách công trường xây dựng đường cao tốc khoảng 1km) nên NBB có lợi thế rất lớn về chi phí vận chuyển. Mặt khác, với nhu cầu vật liệu lớn, công trình đường cao tốc còn giúp NBB tiêu thụ được phụ phẩm đất, qua đó tăng doanh thu bán hàng và hiệu quả khai thác của mỏ. Vì vậy, đầu ra cho các sản phẩm đất đá của NBB trong các năm tới nhìn chung đã tương đối đảm bảo.

Như đã đề cập ở phần trên, trong năm nay, NBB dự kiến sẽ thực hiện chuyển nhượng phần vốn góp của mình tại CTCP Khoáng sản Quảng Ngãi – QMI (NBB nắm 90% vốn) và Công ty TNHH Hương Trà (NBB nắm 99% quyền biểu quyết thông qua QMI). QMI hiện sở hữu quyền khai thác của mỏ titan sa khoáng Mộ Đức còn công ty Hương Trà đang nắm giữ dự án khai thác mỏ nước khoáng Trà Bồng.

Bảng 06: Danh sách các mỏ của NBB

Tên mỏ	Vị trí	Số năm khai thác	Năm bắt đầu khai thác	Trữ lượng (m ³)	Diện tích khu khai thác (m ²)	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Chi phí đã đầu tư (tỷ đồng)
Mỏ đá Tà Zôn	Hàm Bắc, Bình Thuận	21	2013	1.116.151	59.980	10	8
Mỏ granite Núi Máng	Núi Thành, Quảng Ngãi	3	2012	175.000	4.400	5	5
Mỏ đá Thọ Bắc	Sơn Tịnh, Quảng Ngãi	16	2009	2.880.000	218.000	29	23
Nhà máy granite NBBQ	Vạn Tường, Quảng Ngãi	Lâu dài	2003	n/a	n/a	18	22
Mỏ granite Chu Lai	Núi Thành, Quảng Nam	5	2010	75.000	30.000	7	0
Mỏ granite Bình Nguyên	Bình Sơn, Quảng Ngãi	12	Chưa khai thác	588.000	62.000	20	0
Mỏ granite Phú Yên	Tây Hòa, Phú Yên	10	Chưa khai thác	n/a	500.000	50	0
Mỏ đá Tịnh Hiệp	Sơn Tịnh, Quảng Ngãi	18	Chưa khai thác	1.800.000	250.000	25	0
Mỏ titan Sa khoáng	Mộ Đức, Quảng Ngãi	37	Chưa khai thác	50.000.000	9.906.000	140	12
Mỏ nước khoáng Trà Bồng	Trà Bồng, Quảng Ngãi	Lâu dài	Chưa khai thác	n/a	1.550.000	50	1

Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp

Bảng 07: Danh sách một số mỏ của các doanh nghiệp cùng ngành

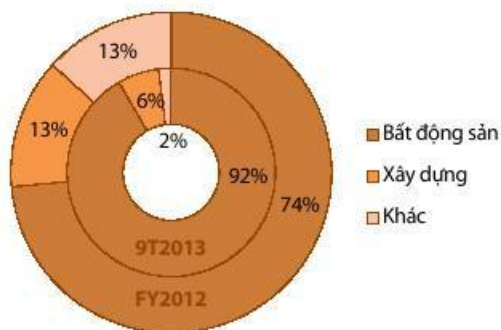
Tên mỏ	Công ty khai thác	Thời gian khai thác (năm)	Năm bắt đầu khai thác	Trữ lượng (m3)	Diện tích khu khai thác (m2)
Mỏ đá Phước Vĩnh	KSB	8	2006	5.719.886	223.630
Mỏ đá Tân Đông Hiệp	KSB	5	2009	6.294.181	228.159
Mỏ đá Tân Mỹ	KSB	9	2008	2.378.423	96.422
Mỏ đá Hóa An	DHA	25	1998	2.100.000	250.000
Mỏ đá Thường Tân	DHA	7	2008	4.500.000	410.000
Mỏ đá Núi Gió	DHA	16	2009	5.800.000	185.000
Mỏ đá Tân Cang	DHA	13	2011	2.700.000	n/a
Mỏ đá Thạnh Phú 2	DHA	10	2011	8.800.000	180.000
Mỏ titan sa khoáng Nam Đê Ghi	BMC	10	2011	334.697	1.500.000

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Rủi ro

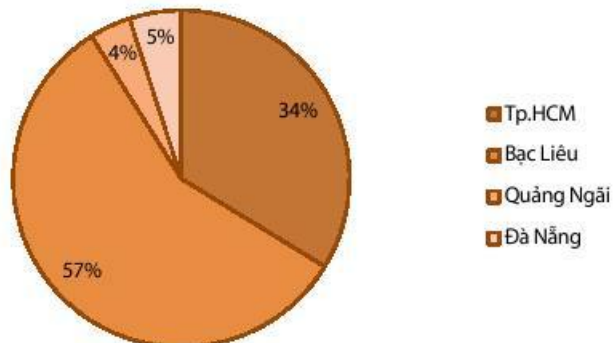
- Rủi ro về cơ cấu vốn:** NBB đang sở hữu nhiều dự án bất động sản quy mô lớn, đòi hỏi lượng vốn đầu tư cao. Trong khi đó, số vốn tự có hiện tại khá mỏng khiến Công ty phải sử dụng nhiều vốn vay. Thị trường bất động sản suy yếu làm cho việc phát triển dự án kéo dài và làm tăng chi phí lãi vay và giá thành sản phẩm.
- Rủi ro về cạnh tranh:** Do tiêu thụ khó khăn, gần đây, nhiều doanh nghiệp bất động sản đã bắt đầu thâm nhập sâu vào phân khúc nhà ở trung bình-thấp. Theo đó, lượng cung ở phân khúc này trong những năm tới sẽ tăng cao và có thể gây khó khăn trong việc tiêu thụ sản phẩm của NBB.

Đồ thị 3: Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực (2012, 9T2013)



Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp

Đồ thị 4: Cơ cấu doanh thu theo địa phương (9T2013)



Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Bảng 08: Kết quả kinh doanh dự phóng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY2012	+/(yoy)	FY2013	+/(yoy)	FY2014	+/(yoy)
Doanh thu thuần	1.077,4	161%	173,8	-84%	499,0	187%
Lợi nhuận gộp	318,7	207%	60,0	-81%	167,4	179%
Chi phí bán hàng và quản lý	43,7	29%	27,0	-38%	51,4	90%
Thu nhập HĐKD	274,9	293%	33,0	-88%	116,0	252%
EBITDA	432,5	239%	61,6	-86%	191,2	210%
EBIT	419,3	269%	48,7	-88%	179,2	268%
Chi phí tài chính	29,5	52%	16,0	-46%	21,3	33%
- Chi phí lãi vay	26,0	132%	16,0	-38%	16,9	6%
Khấu hao	13,2	-4%	13,0	-2%	12,0	-8%
Khoản mục không thường xuyên						
Khoản mục bất thường (*)					52,2	
Lợi nhuận trước thuế	393,2	284%	32,6	-92%	162,3	397%
Lợi nhuận sau thuế	284,9	309%	19,6	-93%	121,7	522%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	284,9	309%	19,6	-93%	82,6	322%

Nguồn: BCTC NBB, RongViet Securities tổng hợp

Bảng 09: Một số dự báo chính năm 2013 và 2014

Chỉ tiêu	Doanh thu (tỷ đồng)		LNG (tỷ đồng)		Biên LNG	
	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014	FY2013	FY2014
Bất động sản	126.459	448.790	71.169	165.792	56%	37%
- Carina Plaza	37.580	94.500	14.287	32.130	38%	34%
- KDC Phường 2, Bạc Liêu	88.878	80.516	56.882	51.530	64%	64%
- KDC Sơn Tịnh, Quảng Ngãi	-	273.775	-	82.132	30%	30%
Xây dựng	22.596	18.076	(1.170)	362	-5%	2%
Khác	24.730	32.149	(518)	1.286	-2%	4%
Tổng	173.784	499.016	60.013	167.440	35%	34%

Nguồn: BCTC NBB, RongViet Securities tổng hợp

Kết quả kinh doanh năm 2013 không khả quan, Công ty chủ yếu tập trung vào việc tái cấu trúc hoạt động

KQKD năm 2012 của NBB khá tích cực. Doanh thu thuần đạt 1.077 tỷ đồng, LNST đạt 285 tỷ đồng. Kết quả này có được phần lớn nhờ việc hạch toán hồi tố giá trị các căn hộ bàn giao trong năm của dự án Carina Plaza. Ngoài ra, Công ty còn ghi nhận doanh thu gần 97 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng dự án TTTM Hùng Vương tại Phan Thiết, Bình Thuận cho Lotte. Hoạt động xây dựng trong năm 2012, chủ yếu tại dự án BOT tuyến tránh Phan Rang – Tháp Chàm, cũng có đóng góp không nhỏ vào doanh thu.

Năm 2013, doanh thu kinh doanh bất động sản giảm mạnh do việc tiêu thụ chậm tại dự án Carina. Với việc hoàn thành dự án BOT tuyến tránh Phan Rang – Tháp Chàm, doanh thu của hoạt động xây dựng cũng giảm đi đáng kể. Mảng kinh doanh VLXD và phụ tùng ô tô tiếp tục tăng trưởng âm. Vì các yếu tố đó, doanh thu hợp nhất cả năm 2013 dự kiến giảm mạnh 84% còn 174 tỷ đồng.

Dù doanh thu sụt giảm, tỷ suất sinh lời gộp năm 2013 vẫn được duy trì ở mức khá. Tỷ suất LNG của NBB hai quý đầu năm đạt lần lượt là 40% và 45%, chủ yếu nhờ suất sinh lời tốt của dự án đất nền Bạc Liêu (64%). Sang quý III, do doanh thu từ dự án này giảm mạnh nên tỷ suất LNG tổng thể chỉ đạt 15%. Trong quý IV, việc thúc đẩy công tác bán hàng không chỉ có thể giúp doanh thu tăng khá so với quý trước mà

còn giúp LNG hồi phục, ước đạt khoảng 45%.

Dự báo doanh thu năm 2014 tăng trưởng tích cực

Như chúng tôi đã có đề cập, NBB dự kiến sẽ đẩy mạnh tiêu thụ toàn bộ các căn hộ còn lại tại Carina Plaza trong năm 2014 bằng cách tăng chiết khấu cho môi giới và đưa ra nhiều ưu đãi về thanh toán cho khách hàng. Nếu NBB điều chỉnh giá bán về sát với giá thị trường, chúng tôi lạc quan về khả năng bán hàng tại dự án này. Cộng với đóng góp từ KDC Phường 2 Bạc Liêu và KDC Sơn Tịnh- Quảng Ngãi. Doanh thu mảng BĐS năm 2014 có thể tăng khoảng 255% so với năm 2013. Theo đó, doanh thu hợp nhất năm nay được dự phóng ở mức 499 tỷ đồng, tăng khoảng 187% so với năm trước.

Với cơ cấu tiêu thụ sản phẩm tại các dự án như Bảng 09, tỷ suất LNG tổng thể ước đạt khoảng 34%.

Bảng 10: Tiến độ bán hàng và thu tiền các dự án bất động sản (Đvt: tỷ đồng)

Dự án	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
Doanh số theo hợp đồng bán hàng	153,7	429,7	479,9	655,6	692,1	627,2	605,6
KDC Phường 2, Bạc Liêu	61,4	147,9	80,5	82,3*			
Carina Plaza	92,3	55,7	94,0	59,1*			
KDC Sơn Tịnh – Quảng Ngãi		226,0	47,7	192,8	242,2	434,4*	323,4
City Gate			257,1	321,4	449,9	192,8	282,3*
Doanh thu ghi nhận	884,3	126,5	448,8	334,2	242,2	1.655,6	605,6
KDC Phường 2, Bạc Liêu	75,4	88,9	80,5	82,3*			
Carina Plaza	808,9**	37,6	94,5	59,1*			
KDC Sơn Tịnh – Quảng Ngãi			273,8	192,8	242,2	434,4*	323,4
City Gate						1.221,2	282,3*
Thu tiền	196,3	178,6	389,4	478,2	761,9	850,2	687,1
KDC Phường 2, Bạc Liêu	75,9	116,5	130,5	82,3*			
Carina Plaza	101,6	58,5	155,4	59,1*			
KDC Sơn Tịnh – Quảng Ngãi	18,8	3,6	52,0	144,0	222,0	585,1*	347,0
City Gate			51,4	192,8	539,9	376,2	340,1*

*Nguồn: RongViet Securities dự phóng, *bao gồm thu từ chuyển nhượng khu vực TTTM, ** doanh thu sau khi điều chỉnh hồi tố*

Kế hoạch phân bổ dòng tiền cho hoạt động đầu tư khá sít sao

Năm 2014, NBB sẽ kinh doanh tại 4 dự án là Carina Plaza, KDC Phường 2 – Bạc Liêu, City Gate và KDC Sơn Tịnh – Quảng Ngãi. Riêng việc xây dựng City Gate và KDC Sơn Tịnh sẽ được đẩy nhanh. Nhu cầu vốn đầu tư ước tính cho hai dự án này trong năm 2014 vào khoảng 249 tỷ đồng. Cộng với các nghĩa vụ nợ đến hạn như đã đề cập ở trên, NBB cần có dòng tiền vào khoảng 631 tỷ đồng. Lượng vốn này sẽ được đáp ứng một phần bởi tiền thu từ việc kinh doanh dự án. Phần còn lại có thể được bù đắp thông qua việc phát hành thêm (khoảng 179 tỷ đồng) và chuyển nhượng vốn góp tại một số dự án đầu tư. Trong đó, khoản thu từ việc chuyển nhượng phần vốn góp tại CTCP Khoáng sản Quảng Ngãi – QMI, dự án BOT cầu Rạch Miễu và nhà máy Thủy điện Đá Đen trong năm nay ước tính khoảng 118 tỷ đồng. Việc cân đối dòng tiền là không dễ dàng và phương án dự phòng có thể được Công ty cân nhắc là kêu gọi hợp tác đầu tư vào các dự án bất động sản khác. Tuy nhiên, với những nỗ lực hiện tại của NBB cũng như tín hiệu khởi sắc của thị trường BĐS, khả năng thực hiện được kế hoạch này là tương đối cao.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Thay đổi cách thức ghi nhận doanh thu

Trong năm tài chính 2013, NBB đã thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu kinh doanh bất động sản cho phù hợp với chuẩn mực kế toán mới đồng thời điều chỉnh hồi tố đối với KQKD năm 2012. Theo đó, doanh thu kinh doanh bất động sản sẽ được ghi nhận khi Công ty bàn giao sản phẩm cho khách hàng thay vì ghi nhận theo tiến độ thu tiền như trước đây. Công ty đã tiến hành hai điều chỉnh cơ bản:

(1) Doanh thu của dự án Carina Plaza năm 2012 được hồi tố cho tất cả các căn hộ đã được bán và ghi nhận theo tiến độ thu tiền trong giai đoạn 2008-2011. Theo đó, doanh thu của dự án này được tính cho tất cả những căn hộ được bàn giao trong năm.

(2) Doanh thu đã ghi nhận từ 2 dự án chưa hoàn tất xây dựng là City Gate và KDC Sơn Tịnh Quảng Ngãi sẽ được loại trừ khỏi doanh thu hợp nhất, đồng thời giá trị hàng tồn kho và khoản mục người mua trả tiền trước cũng tăng lên tương ứng.

Bảng 11: Một số điều chỉnh trên báo cáo tài chính năm 2012 (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Số liệu trước điều chỉnh	Trình bày lại	Thay đổi
Bảng cân đối kế toán			
Hàng tồn kho	2.036,3	2.174,9	138,6
Người mua trả tiền trước	35,7	153,8	118,1
Phải thu dài hạn khác	0,0	55,3	55,3
Phải trả dài hạn khác	8,9	64,2	55,3
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	237,5	200,6	(36,9)
Báo cáo kết quả kinh doanh			
Doanh thu thuần	425,6	1.077,4	651,8
Giá vốn hàng bán	287,4	758,8	471,4
Chi phí TTNDN hiện hành	94,1	108,1	14,1
Chi phí TTNDN hoãn lại	31,6	4,0	(27,6)
LNST của cổ đông Công ty mẹ	171,7	284,9	113,2

Nguồn: BCTC NBB, RongViet Securities tổng hợp

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

Tỷ suất LNG của NBB được duy trì ở mức khá và có phần vượt trội hơn so với nhiều doanh nghiệp cùng ngành. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng thu hẹp trong năm 2013 khiến các chỉ tiêu ROE và ROA không mấy khả quan. Trong năm tới, dự báo tỷ suất sinh lời gộp sẽ giảm nhẹ cùng với việc giảm giá bán tại Carina Plaza trong khi mức tăng tuyệt đối của LNST sẽ giúp cải thiện các chỉ tiêu liên quan đến lợi nhuận ròng. Tuy nhiên, quy mô vốn và tài sản lớn hơn có thể làm cho các tỷ số này chỉ tăng nhẹ.

Hiện tại, NBB đang duy trì lượng hàng tồn kho khá lớn, tương đương 73% giá trị tài sản của doanh nghiệp. Trong đó, phần lớn là chi phí sản xuất kinh doanh dở dang tại cụm dự án ở Tp.HCM. Vòng quay hàng tồn kho thấp cho thấy NBB tiếp tục gặp khó khăn trong việc tiêu thụ sản phẩm. Trong các năm tới, các chỉ số về hiệu quả hoạt động được dự báo sẽ có cải thiện. Tuy nhiên, nếu Công ty tiếp tục đầu tư lớn cho các dự án bất động sản, mức tăng vòng quay hàng tồn kho có thể sẽ không cao.

Ở khía cạnh khác, tổng giá trị các khoản phải thu gần như không đổi và vòng quay các khoản phải thu cũng sụt giảm mạnh trong năm 2013. Dù vậy, chúng tôi nhận thấy hoạt động thu tiền của NBB vẫn có một số bước tiến. Cụ thể, các khoản phải thu khách hàng cuối quý III/2013 đã giảm khoảng 31% so với cuối năm 2012. Chúng tôi cho rằng vòng quay các khoản phải thu này sẽ tăng tốc trong năm 2014 và các năm tới.

Bảng 12: Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

Chỉ tiêu	FY2012	FY2013F	FY2014F
Chỉ tiêu sinh lời (%)			
TS lợi nhuận gộp	29,6	34,5	33,6
EBITDA/Doanh thu	40,1	35,5	38,3
EBIT /Doanh thu	38,9	28,0	35,9
TS lợi nhuận ròng	26,4	11,3	24,4
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	26,4	11,3	24,4
ROA	9,4*	0,7	4,1
ROE	23,6*	1,5	8,2
Hiệu quả hoạt động (x)			
Vòng quay hàng tồn kho	0,3*	0,1	0,1
Vòng quay khoản phải thu	3,4*	0,7	2,5
Vòng quay khoản phải trả	1,5*	0,2	0,7
Vòng quay tổng tài sản	0,4*	0,1	0,2

* Chỉ tiêu cuối kỳ

9T2013	NBB	TDH	BCI	NTL	DXG	NLG
Chỉ tiêu sinh lời (%)						
TS lợi nhuận gộp	38,3	28,1	46,3	20,4	20,4	32,4
TS lợi nhuận ròng	6,8	2,8	27,0	12,1	12,1	-10,2
EBITDA/Doanh thu	44,6	18,3	56,6	17,5	17,1	-8,2
EBIT /Doanh thu	30,4	15,7	52,6	16,1	16,1	-10,8
ROA	0,3	0,4	0,8	2,3	3,7	-1,1
ROE	0,7	0,6	1,6	4,3	6,2	-2,9
Hiệu quả hoạt động (x)*						
Vòng quay hàng tồn kho	0,1	0,6	0,0	1,5	0,6	0,1
Vòng quay khoản phải thu	0,6	0,9	0,7	1,2	0,9	1,7
Vòng quay khoản phải trả	0,4	2,5	0,3	1,1	0,8	0,4
Vòng quay tổng tài sản	0,1	0,2	0,0	0,4	0,3	0,1

Nguồn: BCTC NBB, RongViet Securities tổng hợp; * Số liệu được thường niên hóa

Cơ cấu vốn và tài sản

Cũng do có khoản mục hàng tồn kho lớn nên khả năng thanh toán hiện thời của NBB tương đối tốt nhưng khả năng thanh toán nhanh lại ở mức thấp.

Vì NBB sử dụng khá nhiều nợ vay ngắn và dài hạn để phát triển các dự án và bổ sung vốn lưu động nên tỷ lệ Nợ/VCSH của Công ty khá cao. Tuy nhiên, đây là đặc điểm chung của hầu hết các công ty bất động sản trong giai đoạn đầu phát triển. Khi các dự án đi vào kinh doanh, Công ty sẽ bắt đầu trả dần các khoản nợ (điển hình là khoản vay trái phiếu cho dự án City Gate sẽ được trả từ năm 2014). Việc tăng vốn thành công trong quý III vừa rồi đã giúp tính thanh khoản của Công ty tăng lên đồng thời giảm tỷ lệ Nợ/VCSH một cách đáng kể so với thời điểm đầu năm 2013. Về dài hạn, việc NBB tiến hành thoái vốn tại các dự án đầu tư ngoài ngành cũng sẽ giúp tính thanh khoản và cơ cấu vốn của doanh nghiệp tiếp tục chuyển biến theo hướng tích cực.

Bảng 13: Khả năng thanh toán và cấu trúc tài chính

Chỉ tiêu	FY2012	FY2013F	FY2014F
Cấu trúc tài chính (%)			
Tổng nợ/VCSH	149,4	118,8	86,2
Vay ngắn hạn/VCSH	56,0	21,7	15,7
Vay dài hạn/VCSH	45,2	58,1	37,8
Khả năng thanh toán (x)			
Hiện hành	2,1	3,3	3,7
Nhanh	0,3	0,3	0,3
EBITDA/CP Lãi vay	16,6	3,8	11,3

9T2013	NBB	TDH	BCI	NTL	DXG	NLG
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng nợ/VCSH	126	57	101	80	80	139
Vay ngắn hạn/VCSH	26	23	33	76	79	81
Vay dài hạn/VCSH	58	30	21	0	0	23
Khả năng thanh toán (x)*						
Hiện hành	2,5	3,0	4,9	2,3	1,7	2,0
Nhanh	0,2	1,6	0,7	0,3	0,1	0,3

Nguồn: BCTC NBB, RongViet Securities tổng hợp, *Số liệu được thường niên hóa

ĐỊNH GIÁ

Để xác định giá hợp lý của cổ phiếu NBB, chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV) và phương pháp so sánh P/BV. Đối với phương pháp NAV, chúng tôi tiến hành định giá lại các dự án mà Công ty đang thực hiện. Trong đó có tính đến các chi phí phải đầu tư thêm cho đến khi dự án hoàn thành. Đối với phương pháp so sánh, chúng tôi tham chiếu đến tỷ số P/B của một số doanh nghiệp bất động sản niêm yết khác. Mức P/B bình quân của các nhóm doanh nghiệp tham chiếu là 0,8x.

Lưu ý: Trong phương pháp NAV, chúng tôi ước tính dòng tiền một số dự án dựa trên kế hoạch bán hàng của doanh nghiệp. Tuy nhiên, như đã đề cập, kế hoạch này còn phụ thuộc rất lớn vào sự hồi phục của thị trường bất động sản và nhu cầu nhà, đất trong các năm tới. Do vậy, nhà đầu tư cũng nên có mức chiết khấu hợp lý đối với kết quả định giá tùy theo quan điểm về rủi ro của mình.

Phương pháp NAV

Bảng 14: Bảng phân tích NAV (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu	30/09/2013 (Đã kiểm toán)	Giá trị đánh giá lại	Lưu ý
Tiền và tương đương tiền	41,0	41,0	
Đầu tư ngắn hạn	0,0	0,0	
Khoản phải thu (Bảng 15)	298,2	240,2	(chuyển 58 tỷ sang mục hàng tồn kho)
Hàng tồn kho (Bảng 15)	2.251,2	2.491,5	
Tài sản ngắn hạn khác	11,2	11,2	
TSCĐ HH và CPXDCHB dở dang (Bảng 15)	286,8	228,5	(chuyển 58 tỷ sang mục hàng tồn kho)
TSCĐ vô hình	10,5	10,5	
Bất động sản đầu tư	4,4	4,4	
Đầu tư dài hạn	45,8	45,8	
Tài sản dài hạn khác	27,5	27,5	
Phải thu dài hạn	55,3	55,3	
Lợi thế thương mại	39,2	39,2	
Tổng	3.071,1	3.195,0	
<i>Loại trừ</i>			
Nợ	1.705,2	1.705,2	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	13,2	13,2	
Giá trị tài sản ròng	1.352,7	1.476,6	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	35.721.200	35.721.200	
Giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phần (VND)	37.867	41.337	



***Bảng 15: Chi tiết định giá các dự án (Đvt: tỷ đồng)**

(Liên quan chủ yếu đến khoản mục hàng tồn kho, một phần khoản mục phải thu khách hàng và chi phí XDCBDD)

Dự án	Giá trị sổ sách	Giá trị đánh giá lại	Phương pháp
KDC Phường 2, Bạc Liêu	66,7	125,7	DCF
KDC Sơn Tịnh	213,8	391,7	DCF
Khu căn hộ Carina Plaza	184,1	183,3	DCF
Khu căn hộ City Gate	375,8	269,4	DCF
Khu căn hộ NBB II	585,7	585,7	
Khu căn hộ NBB III	387,7	387,7	
Khu phức hợp Tân Kiên	294,0	294,0	
Khu căn hộ Diamond Riverside	197,4	197,4	
Khu biệt thự đối Thủy Sản	10,1	10,1	
Khu du lịch sinh thái Đồn Điền	26,5	26,5	
Khu đô thị sinh thái Tam Phú	-	-	
Khu nghỉ dưỡng De Lagi	6,4	6,4	
Khu biệt thự đảo Hồng Ngọc	0,7	0,7	
Tổng	2.348,9	2.478,4	

Phương pháp so sánh P/B

Bảng 16: Tỷ số P/B của một số doanh nghiệp cùng ngành

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ đồng)*	P/B (lần)*
DIG	1.858,9	0,8
UC	2.824,2	0,9
BCI	1.322,5	0,8
SCR	1.141,1	0,5
NTL	933,2	1,1
HDG	974,5	1,3
DXG	804,7	1,1
HQC	675,0	0,7
KDH	590,5	0,6
TDH	581,0	0,4
HDC	479,0	0,8
PTL	266,9	0,3
Bình quân		0,8

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp, *tính theo giá 27/01/2014

Bảng 17: Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá (VND)	Tỷ trọng	Bình quân (VND)
NAV	41.337	50%	20.668
P/B	31.315	50%	15.658
Giá bình quân			36.326

TỔNG QUAN NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Nhu cầu lớn từ phân khúc nhà ở vừa túi tiền

Qua thống kê, trong giai đoạn từ Q4/2012 đến Q3/2013, được giao dịch nhiều nhất trên thị trường là các căn hộ có diện tích 55-76 m2 với giá bán từ 12 đến 17 triệu đồng/m2. Theo Cushman & Wakefield, trong 9 tháng đầu năm 2013, lượng cung căn hộ mới ở phân khúc này chiếm lần lượt 2/3 và 1/2 tổng lượng cung mới ở Tp.HCM và Hà Nội. Điều này cho thấy nhu cầu thực đối với nhà ở vẫn còn rất dồi dào.

Nước ta là nước có dân số trẻ, tốc độ gia tăng dân số nhanh và ngày càng có nhiều người trẻ tuổi mong muốn sở hữu nhà riêng. Với tỷ lệ đô thị hóa hiện nay, ước tính trong vòng 8-10 năm nữa ½ dân số cả nước sẽ sống ở các thành thị. Đây là áp lực lớn lên nguồn cung nhà ở tại các thành phố lớn. Tuy nhiên, với thu nhập bình quân đầu người cả nước vào khoảng 1.960 USD/năm (tại TP.HCM là 4.530 USD/năm và Hà Nội là 2.500 USD/năm), chỉ những căn hộ có mức giá trung bình dưới 1 tỷ đồng/căn mới phù hợp với khả năng chi trả hầu hết người mua nhà. Chính các yếu tố này sẽ thúc đẩy nhu cầu nhà ở phân khúc trung cấp và bình dân tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới.

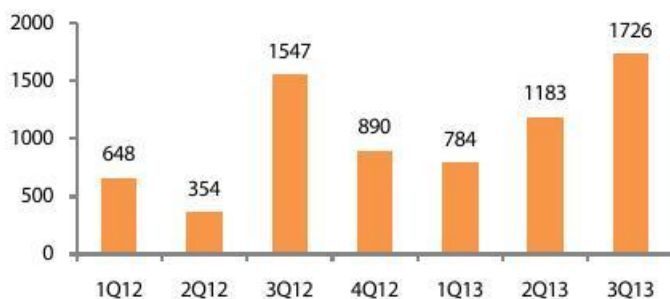
Chính sách và lãi suất đang ủng hộ nhu cầu thực

Các chính sách và mặt bằng lãi suất hiện tại đang diễn biến có lợi cho người mua nhà. Cụ thể, với thông tư 07/2013/TT-BXD (15/05/2013) của Bộ Xây Dựng, người mua nhà ở thương mại có diện tích dưới 70m2 và giá bán dưới 15 triệu đồng/m2 đã được tham gia vay từ gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng. Từ 01/07/2013, các loại nhà ở thương mại đáp ứng những yêu cầu này còn được giảm 50% thuế GTGT. Ngay cả khi không tiếp cận được mức lãi suất ưu đãi 6% của gói hỗ trợ trên, người mua nhà vẫn có thể dễ dàng được ngân hàng hỗ trợ với lãi suất cho vay trung bình 10%-12%/năm. Với tất cả những thuận lợi đó, mối quan tâm duy nhất của người mua nhà chỉ còn là việc chọn sản phẩm phù hợp với nhu cầu của mình.

Điểm rơi của nguồn cung sẽ là lúc kinh tế hồi phục

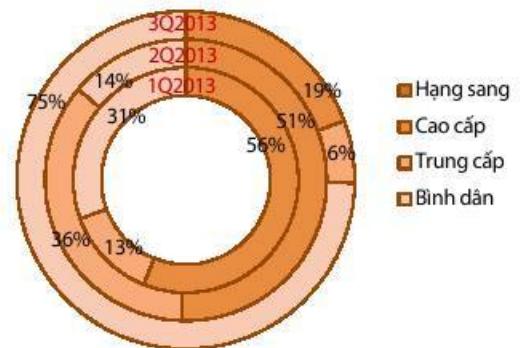
Nguyên nhân chính khiến gói 30.000 tỷ đồng hiện mới giải ngân chưa tới 2% là do thiếu nguồn cung nhà ở phù hợp với điều kiện cho vay. Hiện tại số dự án nhà ở xã hội đã đăng ký tại Tp.HCM là khoảng 25 dự án và ở Hà Nội là 8 dự án. Các dự án này hầu hết chỉ vừa bắt đầu xây dựng nhưng dự kiến trong vòng 2-3 năm tới sẽ cung cấp khoảng 22.000 căn hộ cho thị trường Tp.HCM và khoảng 12.300 căn hộ cho thị trường Hà Nội. Đó là chưa kể đến những dự án nhà ở thương mại đang làm thủ tục điều chỉnh cơ cấu hoặc chuyển đổi thành NOXH. Với các dự báo khả quan về tăng trưởng kinh tế trong các năm tới (5,6%-5,5% năm 2014 và 6%-6,2% năm 2015) thu nhập người mua nhà cũng sẽ tăng lên. Sự giao thoa của nguồn cung mới với nguồn cầu sẵn có khi kinh tế hồi phục sẽ giúp cho thị trường bất động sản có sự hồi phục mạnh mẽ.

Đồ thị 5: Nguồn cung căn hộ tại TP.HCM (Q1/2012-Q3/2013) (Đvt: căn)



Nguồn: CBRE, RongViet Securities tổng hợp

Đồ thị 6: Cơ cấu căn hộ chào bán tại TP.HCM (Q1-Q3/2013)



Nguồn: CBRE, RongViet Securities tổng hợp

PHỤ LỤC – MỘT SỐ DỰ ÁN TIÊU BIỂU

Đất nền

Khu dân cư Phường 2 - Bạc Liêu. Đây là dự án đất nền gồm 2.012 nền với tổng diện tích đất 50,2 ha và tổng vốn đầu tư dự kiến 368 tỷ đồng. Đây là khu dân cư có vị trí tốt nhất tại thị xã Bạc Liêu, nằm cạnh đường Cao Văn Lầu đi thẳng ra biển Bạc Liêu và được nối liền với trung tâm thị xã bằng cầu Bạc Liêu. Ngoài ra, NBB đã đầu tư xây dựng tại đây một TTTM và một âu thuyền lớn nhất tỉnh Bạc Liêu. Giá bán tại dự án này hiện dao động từ 2,6 triệu đồng đến 3,0 triệu đồng/m². Dự án đã hoàn thiện về mặt hạ tầng và kinh doanh được 1.900 nền. NBB dự kiến hoàn tất kinh doanh tại dự án này trong năm 2014 và chuyển nhượng khu TTTM trong năm 2015.

Khu dân cư Sơn Tịnh – Quảng Ngãi. Dự án có tổng vốn đầu tư dự kiến là 997 tỷ đồng với tổng diện tích đất quy hoạch là 102,7 ha và diện tích đất thương phẩm khoảng 40,4 ha gồm 2.698 lô đất nền các loại. KDC Sơn Tịnh cách thành phố Quảng Ngãi 1 km về phía Bắc và cách Khu kinh tế Dung Quất khoảng 20 km về phía Nam. Dự án nằm trên quốc lộ 1A và tỉnh lộ 623 nối dài nên rất thuận lợi về giao thông. Đến nay, dự án đã đến bù đạt 86,7% và san lấp được 50% diện tích. Dự án dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao từ tháng 06/2014 và hoàn thành xây dựng trong năm 2017. Dự án đã kinh doanh được 626 nền và NBB có kế hoạch tiếp tục mở bán khoảng 220 nền trong năm nay.

Căn hộ

Khu căn hộ cao tầng Carina Plaza. Với tổng vốn đầu tư của NBB là 859 tỷ đồng, Carina Plaza được khởi công vào năm 2008 và hoàn thành năm 2011. Đây là dự án đầu tiên trong cụm dự án căn hộ của NBB ở phía Tây Nam Sài Gòn. Từ đây đi dọc đại lộ Đông Tây đến trung tâm quận 1 chỉ khoảng 15 phút. Dự án gồm 736 căn hộ diện tích từ 86 đến 105m² và nhiều công trình tiện ích khác như hồ bơi, sân tennis, trung tâm thương mại. Tại đây hiện còn khoảng 57 căn hộ và 5.913 m² sàn TM-DV chưa kinh doanh. Với việc giảm giá bán và nhiều chính sách ưu đãi, NBB kỳ vọng sẽ hoàn tất kinh doanh tại Carina Plaza trong năm 2014 và chuyển nhượng khu vực TTTM trong 2015.

Khu căn hộ cao tầng City Gate. Dự án có tổng vốn đầu tư dự kiến là 1.209 tỷ đồng. City Gate nằm đối diện với dự án Carina Plaza và được kết nối với dự án hiện hữu bằng tuyến cầu vượt bắc ngang đại lộ Đông Tây. Dự án được xây dựng trên khu đất rộng 1,9 ha với 4 block căn hộ. Khi hoàn thành, dự án dự kiến sẽ cung cấp ra thị trường khoảng 1.076 căn hộ có diện tích 69 m² và 86 m². Hiện nay dự án đã thi công phần móng và dự kiến sẽ mở bán cuối quý 2 năm 2014. Theo kế hoạch, dự án sẽ hoàn thành và bàn giao căn hộ trong năm 2017.

Khu căn hộ cao tầng NBB III. Đây là dự án do NBB sở hữu 100%. Dự án nằm tại Phường 16, Quận 8, TP.HCM trên diện tích đất khoảng 8,16ha. NBB III dự kiến cung cấp khoảng 5.000 căn hộ diện tích từ 60-80m², 3.749 m² đất xây nhà liền kề, 1 block văn phòng 30 tầng và 54.000 m² sàn TTTM.

Khu căn hộ cao tầng Diamond Riverside. Cùng với Carina Plaza và City Gate, Diamond Riverside tạo thành cụm 3 dự án căn hộ liền kề nhau trên mặt tiền đại lộ Đông Tây. Dự án có tổng diện tích 4,1 ha với 227.299 m² sàn xây dựng căn hộ. Đây là dự án hợp tác giữa NBB và CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Tp.HCM (CI). Tổng mức đầu tư ước tính của dự án là 2.675 tỷ đồng; trong đó, tỷ lệ vốn góp của NBB trong vốn chủ sở hữu là 20%. Dự án dự kiến sẽ khởi công trong năm nay.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2012A	2013E	2014F
Doanh thu thuần	1.077,4	173,8	499,0
Giá vốn	758,8	113,8	331,6
Lãi gộp	318,7	60,0	167,4
Chi phí bán hàng	14,0	2,3	6,5
Chi phí quản lý	29,7	24,8	44,9
Thu nhập từ HĐTC	147,4	13,3	64,9
Chi phí tài chính	29,5	16,0	21,3
Lợi nhuận khác	4,5	2,7	2,7
Lợi nhuận trước thuế	393,2	32,6	162,3
Thuế TNDN	104,2	13,1	40,6
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,2	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	284,9	19,6	121,7
EBIT	419,3	48,7	179,2
EBITDA	432,5	61,6	191,2

CHI SỐ TÀI CHÍNH	2012A	2013E	FY2014F
Tăng trưởng			
Doanh thu	161,0%	-83,9%	187,1%
Lợi nhuận HKKD	293,2%	-88,0%	251,7%
EBITDA	239,3%	-85,7%	210,2%
EBIT	268,7%	-88,4%	268,3%
Lợi nhuận sau thuế	309,4%	-93,1%	521,8%
Tổng tài sản	19,2%	-1,5%	0,7%
Vốn chủ sở hữu	20,8%	12,2%	18,3%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	23,2%	-2,9%	4,6%
Khả năng sinh lợi			
LN gộp / Doanh thu	29,6%	34,5%	33,6%
LN HKKD / Doanh thu	25,5%	19,0%	23,3%
EBITDA / Doanh thu	40,1%	35,5%	38,3%
EBIT / Doanh thu	38,9%	28,0%	35,9%
LNST / Doanh thu	26,4%	11,3%	24,4%
ROA	9,4%*	0,7%	4,1%
ROIC or RONA	22,9%*	2,4%	8,0%
ROE	23,6%*	1,5%	8,2%
Hiệu quả hoạt động (x)			
Vòng quay kh. phải thu	3,4*	0,7	2,5
Vòng quay hàng tồn kho	0,3*	0,1	0,1
Vòng quay khoản phải trả	1,5*	0,2	0,7
Khả năng thanh toán (x)			
Hiện hành	2,1	3,3	3,7
Nhanh	0,3	0,3	0,3
Cấu trúc tài chính			
Tổng nợ / Vốn CSH	149,4%	118,8%	86,2%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	56,0%	21,7%	15,7%
Vay dài hạn / Vốn CSH	45,2%	58,1%	37,8%

*Chi tiêu cuối kỳ

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2012A	2013E	2014F
Tiền	14,9	28,6	27,0
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,0	0,0	0,0
Các khoản phải thu	313,6	208,5	184,6
Tồn kho	2.174,9	2.275,4	2.420,5
Tài sản ngắn hạn khác	37,7	11,2	11,7
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	2.541,1	2.523,7	2.643,8
Tài sản cố định hữu hình	183,0	174,9	145,3
Tài sản cố định vô hình	10,7	10,2	7,4
Xây dựng cơ bản dở dang	110,4	104,9	82,8
Bất động sản đầu tư	4,5	4,2	4,0
Đầu tư tài chính dài hạn	43,0	45,8	20,8
Tài sản dài hạn khác	93,6	82,7	82,7
Lợi thế thương mại	44,3	37,6	16,9
TSCĐ và đầu tư dài hạn	489,5	460,4	360,0
TỔNG TÀI SẢN	3.030,6	2.984,1	3.003,8
Tiền hàng phải trả và ứng trước	230,1	227,5	248,7
Khoản phải trả ngắn hạn khác	288,9	243,3	214,6
Vay và nợ ngắn hạn	677,4	294,4	252,2
Vay và nợ dài hạn	547,1	789,2	607,3
Khoản phải trả dài hạn khác	64,2	58,9	61,8
Tổng nợ	1.807,7	1.613,4	1.384,5
Vốn chủ sở hữu	1.209,7	1.357,6	1.605,5
Vốn đầu tư của CSH	180,0	358,6	538,6
Lợi nhuận giữ lại	200,6	162,8	230,6
Các quỹ	434,8	434,8	434,8
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0,0	0,0	0,0
Nguồn vốn chủ sở hữu	1.209,7	1.357,6	1.605,5
Lợi ích cổ đông thiểu số	13,3	13,1	13,8
TỔNG NGUỒN VỐN	3.030,6	2.984,1	3.003,8
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2012	FY2013E	FY2014F
LNTT	232,5	32,6	162,3
Khấu hao	13,2	13,0	12,0
Các điều chỉnh	-112,9	6,6	5,6
Thay đổi vốn lưu động	-361,1	129,8	-36,5
Tiền thuần từ HĐKD	-228,2	182,1	143,4
Thay đổi TSCĐ	-4,8	1,4	57,8
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	5,4	8,1	25,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	141,8	14,0	14,3
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	142,4	23,6	97,1
Nhận/trả lại vốn góp	102,6	185,8	180,0
Vay mới/trả nợ vay	6,7	-140,8	-224,2
Cổ tức, LN đã trả cho CD + chi khác từ LNGL	-27,2	-236,8	-198,0
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	82,1	-191,9	-242,1
Tiền thuần trong kỳ	-3,8	13,7	-1,6
Tiền đầu năm	18,7	14,9	28,6
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	14,9	28,6	27,0

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rong Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2014.**