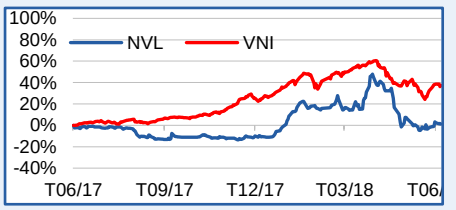
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL) [KHẢ QUAN +12,2%] Cập nhật

Ngành:	**BĐS**
Ngày báo cáo:	**13/06/2018**
Giá hiện tại:	53.300 VND
Giá mục tiêu:	59.800 VND
Giá mục tiêu trước đây:	70.000 VND
TL tăng:	+12,2%
Lợi suất cổ tức:	0,0%
Tổng mức sinh lời:	+12,2%

	2017	2018F	2019F	2020F
Tăng trưởng DT	58,1%	79,4%	-3,8%	1,9%
Tăng trưởng EPS	-1,7%	33,6%	-4,6%	16,3%
Biên LN gộp	28,0%	27,9%	31,1%	33,5%
Biên LN ròng	17,5%	14,6%	15,3%	17,5%
EV/EBITDA	19,8x	13,1x	11,2x	9,4x
P/B	3,6x	2,6x	2,3x	2,0x
P/E	20,9x	15,7x	16,4x	14,1x



GT vốn hóa:	2,0 tỷ USD
Room KN:	0,8 tỷ USD
GTGD/ngày (30n):	7,1 triệu USD
Cổ phần Nhà nước:	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	855 triệu
Pha loãng	997 triệu
PEG 3 năm	2,3

	NVL	Peers	VNI
P/E (trượt)	32,7x	13,0x	19,5x
P/B (hiện tại)	3,6x	1,5x	2,9x
Nợ ròng/CSH	95,4%	57,5%	NA
ROE	15,7%	14,2%	14,9%
ROA	4,0%	6,5%	2,3%

Tổng quan về công ty

Novaland là một chủ đầu tư BĐS hàng đầu, tập trung vào các dự án nhà ở phân khúc trung đến cao cấp tại TP. HCM. Tập đoàn hiện đang đầu tư phát triển hơn 40 dự án và 600ha quỹ đất tại nhiều vị trí đắc địa tại TP. HCM. CBRE cho biết năm 2017, NVL chiếm 18% tổng số căn hộ bán ra tại TP. TPHCM.

Nguyễn Tuấn Anh
Chuyên viên Cao cấp

Lucy Huynh, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi đảm bảo năm 2018 nhưng chưa thấy tín hiệu mở bán dự án mới

- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá 15% mục tiêu của CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL), nhưng thay đổi khuyến nghị lên KHẢ QUAN từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG, sau khi giá cổ phiếu của NVL đã điều chỉnh mạnh 25% từ báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi.
- Điều chỉnh giá mục tiêu chủ yếu phản ánh dự báo của chúng tôi về việc triển khai các dự án nhà ở mới của NVL sẽ tiếp tục bị trì hoãn.
- Dù có KQKD kém tích cực trong quý 1/2018, thấp hơn dự báo 2018 của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng tốc độ bàn giao nhà nhanh hơn và lãi bất thường từ hợp nhất một số dự án củng cố tăng trưởng dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS 50% so với năm trước (YoY) năm 2018, đạt 3,1 nghìn tỷ đồng.
- Dự báo tăng trưởng EPS 2018 34% của chúng tôi thấp hơn tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS do các sự kiện pha loãng như: (1) 41 triệu cổ phiếu khoản vay chuyển đổi và cổ phiếu ưu đãi thực hiện chuyển đổi trong năm 2018, (2) 9,8 triệu cổ phiếu ESOP phát hành trong quý 1/2018 và (3) đợt phát hành riêng lẻ 52,5 triệu cổ phiếu với giá phát hành 65.000 đồng/CP.
- Với triển vọng không mấy khả quan về các dự án triển khai mới, NVL hiện đang có định giá khá hợp lý với P/E và P/B dự phóng 2018 đạt lần lượt 15,7 lần và 2,6 lần.

Backlog hiện nay sẽ thúc đẩy lợi nhuận cốt lõi 2018. Tuy tiến độ bán hàng của NVL chững lại trong Quý 1/2018 nhưng chúng tôi ước tính đến cuối giai đoạn này, giá trị backlog đạt khoảng 40.000 tỷ đồng, hay 192% dự báo doanh thu 2018 chúng tôi đưa ra. Con số này, cùng với kế hoạch thi công và bàn giao các dự án nhà ở đã bán phù hợp với dự báo LNST 2018 do chúng tôi đưa ra.

Dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận bất thường từ việc thực hiện một số kế hoạch hợp nhất. Theo ước tính, NVL đã huy động thành công khoảng 7.100 tỷ đồng thông qua phát hành riêng lẻ cổ phiếu và phát hành trái phiếu chuyển đổi trong tháng 4/2018. Ban lãnh đạo cho biết phần lớn số tiền thu về sẽ được dùng để mua lại cổ phần còn lại tại các dự án lớn của công ty. Sau khi hợp nhất các dự án nói trên, chúng tôi dự báo NVL sẽ ghi nhận 1.600 tỷ đồng lợi nhuận tài chính bất thường.

Rủi ro tiếp tục pha loãng do phát hành cổ phiếu mới năm 2018. NVL cho biết sẽ phát hành (1) 52,5 triệu cổ phiếu mới, hay 6,1% lượng cổ phiếu lưu hành thông qua hình thức riêng lẻ với giá 65.000VND/cổ phiếu (cao hơn 22% so với giá đóng cửa phiên hôm nay) và (2) 160 triệu USD trái phiếu chuyển đổi với giá chuyển đổi 74.750VND/cổ phiếu, cao hơn 40% so với giá đóng cửa phiên hôm nay. Nếu toàn bộ số cổ phiếu nói trên được chuyển đổi, sẽ có thêm 48,7 triệu cổ phiếu, hay 5,7% tổng số cổ phiếu lưu hành. Chúng tôi đã phản ánh các đợt phát hành nói trên vào giá mục tiêu và mô hình định giá.

Quan điểm thận trọng của chúng tôi đối với kế hoạch mở bán được củng cố do trong 6 tháng đầu năm không có thêm đợt mở bán mới nào. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 2017-2021 của tổng giá trị hợp đồng ký mới từ 26% xuống 20%, khiến giá mục tiêu giảm 15%. Chúng tôi xin lưu ý rằng rủi ro giảm sẽ tăng nếu việc mở bán các dự án tiếp tục bị trì hoãn do thủ tục pháp lý liên quan đến quỹ đất bị kéo dài.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu	**11.632**	**20.871**	**20.076**
Giá vốn hàng bán	(8.376)	(15.040)	(13.822)
Lợi nhuận gộp	**3.257**	**5.831**	**6.253**
Chi phí bán hàng	(258)	(539)	(506)
Chi phí quản lí DN	(676)	(1.411)	(1.324)
LN thuần HĐKD	**2.322**	**3.881**	**4.423**
Thu nhập tài chính	1.697	2.036	1.629
Chi phí tài chính	(1.463)	(2.069)	(2.167)
Lợi nhuận từ công ty LDLK	12	12	12
Lỗ/lãi thuần khác	21	21	21
LNTT	2.588	3.881	3.918
Thuế TNDN	(527)	(790)	(797)
LNST trước CĐTS	2.062	3.091	3.120
Lợi ích CĐ thiểu số	(28)	(42)	(43)
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	**2.033**	**3.049**	**3.078**
EPS cơ bản, báo cáo, (đồng/cp)	2.547	3.402	3.245
EPS pha loãng, (đồng/cp)	2.547	3.280	3.237

TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	58,1%	79,4%	-3,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	199,3%	67,1%	14,0%
Tăng trưởng LNTT	18,2%	49,9%	1,0%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-1,7%	33,6%	-4,6%
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	28,0%	27,9%	31,1%
Biên EBIT %	20,0%	18,6%	22,0%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS	17,5%	14,6%	15,3%
ROE %	18,7%	19,2%	14,9%
ROA %	4,8%	5,1%	4,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	935	807	965
Số ngày phải thu	245	122	143
Số ngày phải trả	91	74	90
TG luân chuyển tiền	1.090	856	1.017
Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,6	1,6
CS thanh toán nhanh	0,6	0,4	0,5
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,3
Nợ/Tài sản	36,1%	26,4%	27,5%
Nợ/Vốn sử dụng	135,4%	95,1%	84,5%
Nợ/Vốn CSH	85,2%	54,3%	45,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	0,8	1,2	1,3

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền và tương đương	6.650	8.114	8.878
Các khoản phải thu	5.998	8.005	7.700
Hàng tồn kho	27.129	39.411	33.651
TS ngắn hạn khác	1.389	2.492	2.397
Tổng TS ngắn hạn	**41.166**	**58.022**	**52.626**
TS dài hạn (ròng)	543	1.435	2.078
Đầu tư TC dài hạn	1.043	1.043	1.043
TS dài hạn khác	6.931	10.931	14.931
Tổng TS dài hạn	**8.517**	**13.410**	**18.052**
Tổng Tài sản	**49.683**	**71.432**	**70.678**
Phải trả ngắn hạn	2.648	3.466	3.358
Nợ ngắn hạn	7.749	7.749	7.749
Nợ ngắn hạn khác	12.261	25.862	21.576
Tổng nợ ngắn hạn	22.658	37.078	32.683
Nợ dài hạn	10.201	11.145	11.665
Nợ dài hạn khác	3.352	3.352	3.352
Tổng nợ	**36.211**	**51.574**	**47.700**
Cổ phiếu ưu đãi	68	0	0
Vốn cổ phần	6.428	9.484	9.484
Thặng dư vốn CP	3.207	3.729	3.729
Lợi nhuận giữ lại	2.907	5.956	9.034
Vốn khác	0	0	0
Lợi ích CĐTS	646	688	731
Vốn chủ sở hữu	**13.256**	**19.858**	**22.978**
Tổng cộng nguồn vốn	**49.467**	**71.432**	**70.678**

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền đầu năm		6.650	8.114
Lợi nhuận sau thuế		3.049	3.078
Khấu hao		359	561
Thay đổi vốn lưu động		(973)	1.766
Điều chỉnh khác		42	43
Tiền từ hoạt động KD		**2.477**	**5.447**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng		(1.467)	(1.203)
Đầu tư		(4.000)	(4.000)
Tiền từ HĐ đầu tư		**(5.467)**	**(5.203)**
Cổ tức đã trả		0	0
Tăng (giảm) vốn cổ phần		3.511	0
Tăng (giảm) nợ		944	520
Tiền từ các hoạt động TC khác		0	0
Tiền từ hoạt động TC		**4.454**	**520**
Tổng lưu chuyển tiền tệ		**1.464**	**764**
Tiền cuối năm		**8.114**	**8.878**

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, ước tính của VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

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

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính
Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch
Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch
236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 28 3914 3588

BĐS và Vật liệu Xây dựng
Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120
- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext147

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm
Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143
- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải
Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130
- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Dầu khí và Điện
Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140
- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105
Vĩ mô
- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm
Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123
- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh
Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội
Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

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