

CTCP TẬP ĐOÀN ĐẦU TƯ ĐỊA ỐC NOVALAND (NVL) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND76.600	VND89.000	0,00%	KHẢ QUAN	BẤT ĐỘNG SẢN

Ngày 18/03/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

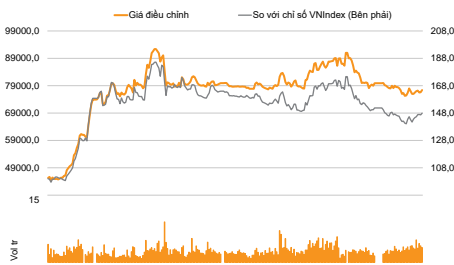
Consensus*: Mua:3 Giữ:5 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 7,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh LN ròng 2022/2023/2024 xuống lần lượt 26,9%/14,6%/42,4%.
- Nâng giá mục tiêu 8,3% từ giá mục tiêu cũ.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	92.371
Thấp nhất 52 tuần (VND)	44.443
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	222.042tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	149.415
Free float (%)	72
P/E trượt (x)	46,3
P/B hiện tại (x)	4,3

Cơ cấu sở hữu

CTCP Novagroup	27,0%
Bùi Thành Nhơn	21,6%
CTCP Diamond Properties	10,5%
Khác	40,9%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Chu Đức Toàn

toan.chuduc@vndirect.com.vn

Giá cổ phiếu quay về vùng hấp dẫn

- Lợi nhuận (LN) ròng năm 2021 của NVL tăng 196,5% svck nhờ doanh thu bán giao BĐS tăng 284,3% svck, đạt 78,9% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi tăng giá bán trung bình của dự án Aqua City, NovaWorld Phan Thiết, NovaWorld Hồ Tràm lần lượt 27%, 10% và 7% so với dự phóng trước, phản ánh sự tăng giá mạnh mẽ của đất nền tại các khu vực này.
- Nâng đánh giá lên Khả quan với giá mục tiêu 89.000 đồng/cổ phiếu.

Tương phản giữa tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong năm 2021

Doanh thu (DT) thuần năm 2021 của NVL tăng 196,5% svck lên 14.903 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 54,2% kế hoạch năm 2021 của NVL và đạt 91,6% dự phóng của chúng tôi nhờ việc bán giao mạnh mẽ tại NovaHills Mũi Né, NovaWorld Phan Thiết, NovaWorld Hồ Tràm, Aqua City và Saigon Royal. Tuy nhiên, khoản lãi đột biến từ thoái vốn trong năm 2020 đã làm giảm đáng kể DT tài chính 2021 so với năm trước. Theo đó, LN ròng 2021 giảm 17,6% svck xuống 3.230 tỷ đồng, hoàn thành 78,9% dự phóng cả năm của chúng tôi.

DT chưa ghi nhận khổng lồ mang lại tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ

Lũy kế cả năm 2021, số lượng và doanh số ký bán mới ghi nhận lần lượt là 6.613 căn (+30,1% svck) và 3.677 triệu USD (~84,5 nghìn tỷ đồng, +100,8% svck). Chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh số kỳ bán mới tiếp tục khả quan trong năm 2022, đạt 93,5 nghìn tỷ đồng (+10,7% svck) cùng với sự phục hồi của thị trường BĐS nghỉ dưỡng nhờ sự bao phủ của vaccine. Doanh thu chưa ghi nhận tính đến cuối Q4/21 đạt 7,8 tỷ USD (+70% svck), có thể mang lại mức tăng trưởng cao trong giai đoạn 2022-24.

Hưởng lợi trên sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường BĐS nghỉ dưỡng

Theo DKRA, nguồn cung mới biệt thự biển và condotel tăng mạnh trong năm 2021, gấp hơn 6,4 lần so với năm 2020, chủ yếu đến từ Bà Rịa - Vũng Tàu, Phú Quốc, Bình Thuận, Đồng Nai... với tỷ lệ lấp đầy 58 -71% và giá đất tăng 5-10% svck. Sở hữu quỹ đất rộng 10.600ha với hơn 80% là bất động sản nghỉ dưỡng khiến NVL hưởng lợi lớn từ sự phục hồi của thị trường BĐS này.

Nâng đánh giá lên Khả quan với giá mục tiêu 89.000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để tính toán giá trị của các dự án đang phát triển và đánh giá lại danh mục quỹ đất trong tương lai trong báo cáo cập nhật này. Giá mục tiêu dựa trên RNAV mới của chúng tôi là 89.000 đồng, điều này dẫn đến việc chúng tôi nâng đánh giá lên Khả quan đối với cổ phiếu NVL. Điều này cũng phản ánh triển vọng tích cực đối với NVL trong năm 2022-23. Động lực tăng giá là 1) doanh số ký bán mới vượt kỳ vọng và 2) giải quyết nút thắt pháp lý. Rủi ro giảm giá có thể đến từ 1) những vướng mắc pháp lý kéo dài, 2) dịch bệnh phức tạp hơn ở các thành phố có dự án nghỉ dưỡng của NVL, và 3) rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.026	14.903	36.360	61.264
Tăng trưởng DT thuần	(54,0%)	196,5%	144,0%	68,5%
Biên lợi nhuận gộp	36,5%	41,2%	37,4%	40,6%
Biên EBITDA	89,1%	46,1%	27,9%	30,8%
LN ròng (tỷ)	3.919	3.225	6.836	13.234
Tăng trưởng LN ròng	14,2%	(17,7%)	112,0%	93,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	14,2%	(17,7%)	112,0%	93,6%
EPS cơ bản	3.974	1.670	3.541	6.856
EPS điều chỉnh	3.974	1.670	3.541	6.856
BVPS	26.244	18.149	21.808	28.894
ROAE	16,3%	10,6%	17,7%	27,0%

Nguồn: VND RESEARCH

GIÁ CỔ PHIẾU QUAY VỀ VÙNG HẤP DẪN

Nâng đánh giá từ Trung lập lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn tại 89.000 đồng/cổ phiếu

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi có quan điểm tích cực đối với triển vọng của Novaland (NVL) trong giai đoạn 2022-23 nhờ các yếu tố sau:

- NVL hưởng lợi mạnh mẽ từ sự phục hồi của thị trường bất động sản (BDS) nghỉ dưỡng. Theo DKRA, nguồn cung mới cho biệt thự biển và condotel tăng mạnh trong 2021, gấp 6,4 lần so với năm 2020, chủ yếu đến từ khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu, Phú Quốc, Bình Thuận, Quảng Ninh... Tỷ lệ hấp thụ là 58% đối với condotel và 71% đối với biệt thự biển. Giá bán sơ cấp được ghi nhận tăng 5-10% svck. Với phần lớn quỹ đất tại Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu, Bình Thuận, giá bán của NVL đã ghi nhận những mức tăng nhanh tại các khu vực này.
- Tính đến cuối Q4/2021, NVL đang sở hữu 10.600ha quỹ đất. Trong đó, 20% là BDS trung tâm TP.HCM và khu đô thị vệ tinh và 80% là BDS nghỉ dưỡng. Với chiến lược M&A đầy tham vọng, NVL đặt mục tiêu phát triển danh mục dự án của mình lên 50 dự án tại hơn 30 tỉnh thành trên khắp Việt Nam đến năm 2030. NVL đã thu tóm thêm gần 5.000 ha quỹ đất vào năm 2022 thông qua các dự án ở Lâm Đồng, Bình Thuận, Đồng Nai, Khánh Hòa và Huế, tăng quỹ đất của NVL lên khoảng 10.600ha (+96% svck), đảm bảo cho khả năng phát triển rất dài hạn đối với NVL, theo quan điểm của chúng tôi.
- Trong ngắn hạn, lượng doanh thu chưa ghi nhận khổng lồ lên tới 7,8 tỷ USD (~177.000 tỷ đồng; +69,6% svck) vào cuối Q4/2021 có thể mang lại tốc độ tăng trưởng doanh thu cao cho công ty. Chúng tôi dự báo DT và LN ròng của NVL lần lượt tăng 144% và 112% svck. Cổ phiếu NVL đã đi ngang tích lũy trong gần một năm qua và đã về mức định giá hấp dẫn tương ứng với đánh giá Khả quan, theo quan điểm của chúng tôi.

Định giá

Hình 1: Các giả định và định giá RNAV

Giá định		Hàng tồn kho và đầu tư	Giá trị số sách tính đến		Giá trị hợp lý	Phương pháp
			31/12/2021	Premium		
Market premium	11,0%	BDS nhà ở	112.475	125.943	238.418	DCF
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	Khác	14		14	Giá trị sổ sách
Beta	0,45	Tổng giá trị BDS	112.489		238.433	
Chi phí sử dụng vốn	10,0%	Cộng				
Tỷ lệ nợ	59,5%	Tiền và tương đương tiền	17.249		17.249	
Tỷ lệ vốn	40,5%	Các khoản đầu tư ngắn hạn	837		837	
Chi phí sử dụng vốn	7,9%	Phải thu khác	48.766		48.766	
WACC	8,0%	Tài sản khác	1.624		1.624	
		Trừ				
		Nợ vay	60.518		60.518	
		Nợ phải trả khác	68.590		68.590	
		Lợi ích cổ đông thiểu số	6.138		6.138	
		RNAV chiết khấu			171.662	
		SLCP đang lưu hành (triệu)			1.930	
		Giá mục tiêu (đồng/cp)			89.000	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để tính toán giá trị của các dự án đang phát triển với tỷ lệ chiết khấu WACC là 7,3% và chiết khấu trên RNAV là 15% cho danh mục dự án đang phát triển do NVL có mức đòn bẩy tài chính cao nhất so với các công ty cùng ngành và tính pháp lý phức tạp của các dự án mà NVL đang phát triển. Trong đó, chúng tôi đã điều chỉnh giá bán trung bình (ASP) của các tiểu dự án tại Aqua City tăng 27%, NovaWorld Phan Thiết tăng

10% và NovaWorld Hồ Tràm tăng 7% để phản ánh mức tăng giá mạnh mẽ trong các khu vực này. Chúng tôi cũng đánh giá lại danh mục 12 dự án thuộc quỹ đất dự kiến triển khai trong tương lai gần bởi NVL với tỷ lệ chiết khấu 30% từ RNAV do chưa có đầy đủ thông tin rõ ràng về tính pháp lý của các dự án này.

Đối với các tài sản, các khoản nợ khác và lợi ích cổ đông thiểu số, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách tại ngày 31/12/2021. Điều này dẫn đến mức tăng 8,3% so với giá mục tiêu trước đó. Giá mục tiêu mới dựa trên RNAV của chúng tôi là 89.000 đồng/cp, tương ứng với đánh giá Khả quan của chúng tôi đối với cổ phiếu NVL.

Động lực tăng giá bao gồm 1) doanh số ký bán mới vượt kỳ vọng, 2) các nút thắt pháp lý được giải quyết sẽ đẩy nhanh việc triển khai dự án tại trung tâm TP.HCM sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá đối với cổ phiếu có thể là 1) các vướng mắc pháp lý kéo dài có thể làm chậm việc triển khai các dự án của công ty, 2) dịch bệnh kéo dài và trở nên phức tạp hơn ở các tỉnh/thành phố nơi có các dự án BĐS nghỉ dưỡng của NVL, và 3) rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi.

Hình 2: Tổng hợp định giá các dự án (tính tới tháng 12/2021)

	Diện tích sàn kinh doanh (m2)	Giá bán trung bình (triệu đồng/m2)	Tổng giá trị phát triển (tỷ đồng)	Giá trị hiện tại thuần (tỷ đồng)
CÁC DỰ ÁN ĐANG PHÁT TRIỂN				
Victoria Village	93.641	68	6.398	1.858
Golf Park	18.219	17	311	85
Botanica Premier	66.295	38	2.533	637
The Botanica	38.327	34	1.298	411
Grand Manhattan	100.306	151	15.128	2.065
The Palace Residence	168.292	61	10.217	2.644
Aqua City	533.006	48	25.518	5.243
Aqua Riverside	358.256	50	17.799	5.477
Aqua City River Park	385.843	59	22.699	664
Aqua Phoenix	1.361.803	61	82.763	23.539
NovaHill Mũi Né	162.423	36	5.889	1.441
NovaBeach Cam Ranh	125.054	50	6.233	1.938
NovaWorld Phan Thiết	3.278.072	47	155.286	47.682
NovaWorld Hồ Tràm (The Tropicana)	389.945	43	16.826	4.771
NovaWorld Hồ Tràm (Wonderland)	36.839	78	2.860	754
NovaWorld Hồ Tràm (Habana Island)	105.003	50	5.238	1.017
Tổng RNAV				100.223
RNAV sau khi chiết khấu 15%				85.190
CÁC DỰ ÁN KHÁC TRONG TƯƠNG LAI				
Palm 5.2	29.719	73	2.167	498
Palm A	40.212	67	2.697	620
Dự án C	505.623	131	66.115	15.207
Dự án D	44.722	73	3.252	748
Dự án F	168.292	65	10.932	2.514
Dự án I	1.124.339	65	73.235	16.844
Dự án K	108.642	70	7.595	1.747
Dự án P	267.765	108	28.840	6.633
Dự án S	295.622	78	22.916	5.271
Dự án T	298.085	87	25.915	5.960
Dự án V	53.586	131	7.014	1.613
Dự án X	22.871	107	2.453	564
Tổng RNAV				58.220
RNAV sau khi chiết khấu 30%				40.754
Premium RNAV cho định giá				125.943

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 16/03/2022)

Tên công ty	Mã Bloomberg	Giá cổ phiếu (đv bản địa) (triệu USD)	Vốn hóa	P/E (x)		CARG EPS 3 năm (%)	P/B (x)		ROE (%)		Tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH
				2022	2023		2022	2023	2022	2023	
Trung bình trong nước				16,1	10,9	37,0	2,6	2,1	20,5	25,7	26,2
Trung vị trong nước				17,2	11,3	40,0	2,8	2,3	18,2	25,4	10,9
Trung bình khu vực				14,0	12,6	20,6	0,9	0,8	7,5	7,7	55,0
Trung vị khu vực				13,3	12,9	13,7	0,7	0,7	5,4	5,8	54,6
Việt Nam											
Noaland	NVL VN	77.400	6.532	21,9	11,3	50,0	3,5	2,7	17,7	27,0	103,1
Vinhomes	VHM VN	74.200	14.124	9,3	6,6	19,6	1,9	1,5	23,4	25,4	7,8
Khang Điền	KDH VN	50.600	1.422	20,5	15,4	29,2	2,9	2,4	25,6	35,6	10,9
Đất Xanh	DXG VN	41.600	1.092	17,2	11,7	46,3	2,8	2,3	18,2	21,7	10,9
Nam Long	NLG VN	54.500	912	11,7	9,8	40,0	1,8	1,6	17,6	18,6	-1,8
Trung Quốc và Hồng Kông											
China Vanke-A	000002 CH	N/A	27.363	5,2	5,0	4,7	0,8	0,7	14,9	13,8	28,6
Sun Hung Kai	16 HK	96,4	32.608	8,9	8,3	9,0	0,4	0,4	4,9	5,0	15,6
China Overseas Land	688 HK	22,4	30.090	5,0	4,7	4,3	0,6	0,6	12,1	11,9	32,3
China Resources Land	1109 HK	30,5	31.641	7,8	7,1	6,4	1,0	0,9	13,2	13,2	29,7
China Evergrande	3333 HK	15,6	2.178	4,3	N/A	0,9	0,1	0,1	(2,9)	(1,2)	159,8
Country Garden	2007 HK	9,2	12.817	2,8	2,6	2,1	0,5	0,4	17,9	16,5	59,7
Indonesia											
Pakuwon Jati	PWON IJ	600	1.672	20,1	14,9	22,7	1,6	1,4	7,3	9,0	6,0
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	1.320	1.482	15,8	12,6	28,4	0,7	0,6	4,5	5,3	5,6
Ciputra Development	CTRA IJ	1.041	1.358	13,1	14,0	9,2	1,2	1,1	9,0	7,7	26,3
Summarecon Agung	SMRA IJ	1.109	899	42,8	26,1	32,4	1,6	1,5	3,9	5,7	85,9
Malaysia											
KLCCP Stapled	KLCCSS MK	7,2	2.855	17,9	16,8	94,8	0,9	0,5	5,2	5,6	9,4
SP Setia	SPSB MK	1,3	1.143	13,3	15,4	31,6	0,4	0,4	2,6	2,4	69,9
Sime Darby Property	SDPR MK	0,8	931	16,0	13,4	27,4	0,4	0,4	2,7	3,2	32,0
Singapore											
CapitaLand	CAPL SP	3,0	N/A	17,2	15,5	N/A	N/A	N/A	5,1	5,8	68,1
Keppel Corp	KEP SP	5,5	8.122	12,6	11,9	10,9	0,9	0,9	7,3	7,7	67,3
City Developments	CIT SP	9,2	4.831	11,0	12,9	77,2	0,7	0,7	8,0	5,5	99,6
UOL Group	UOL SP	7,0	4.250	16,4	15,7	18,8	0,6	0,5	3,2	3,2	25,9
Frasers Property	FPL SP	1,7	3.053	17,7	16,8	4,5	0,4	0,4	2,5	2,5	78,7
Ascott Residence	ART SP	1,2	2.481	26,3	21,0	14,1	0,9	0,9	2,6	3,7	54,6
Thái Lan											
Land And Houses	LH TB	8,2	3.286	13,6	12,8	15,6	2,1	2,0	15,9	16,4	109,5
WHA Corporation	WHA TB	4,2	1.483	14,2	12,3	17,7	1,5	1,5	11,7	12,8	103,5
Pruksa Holding	PSH TB	13,0	876	12,5	9,9	13,4	0,7	0,7	5,4	6,8	55,5
Supalai	SPALI TB	15,9	1.281	7,0	6,9	6,1	1,0	0,9	15,0	14,0	42,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

KQKD năm 2021: Bàn giao BĐS tăng mạnh giúp doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ trong khi đó lợi nhuận ròng tăng trưởng âm từ nền cơ sở cao bởi khoản thu đột biến trong năm trước

Hình 4: So sánh KQKD Q4/21 và cả năm 2021

	Q2/21	Q2/20	Thay đổi svck (%)	6T/21	6T/20	Thay đổi svck (%)	% dự phóng 2021 Nhận xét
Doanh thu thuần	4.591	1.223	275,4%	14.903	5.026	196,5%	91,6%
<i>Chuyển nhượng BĐS</i>	4.214	893	371,9%	13.446	3.499	284,3%	91,8% Trong đó, các dự án BĐS nghỉ dưỡng (NovaWorld Hồ Tràm, NovaHills Mũi Né, NovaWorld Phan Thiết) đóng góp gần 57% doanh thu bán giao, các dự án tại trung tâm TP.HCM (Saigon Royal, Victoria Village, Lakeview) chiếm hơn 22% và phần còn lại đến từ Aqua City (21%).
<i>Tư vấn</i>	417	353	18,3%	1.363	1.336	2,0%	103,6%
<i>Cho thuê</i>	20	29	-30,9%	93	128	-27,2%	66,6%
<i>Khác</i>	-	-	0,0%	0	63	-100,0%	
Lợi nhuận gộp	2.058	454	353,7%	6.135	1.833	234,7%	106,3%
<i>Biên LN gộp</i>	44,8%	37,1%	+7,7 điểm %	41,2%	36,5%	+4,7 điểm %	Biên lợi nhuận gộp đạt mức cao trong quý 4/2021 khi bàn giao các căn hộ thấp tầng hạng sang với giá bán trung bình cao và chi phí thấp.
<i>Chi phí bán hàng</i>	(533)	(70)	659,3%	(1.290)	(164)	686,3%	Tăng mạnh chủ yếu do việc tổ chức mở các đợt trưng bày bán hàng mới và chi phí marketing cao trong năm.
<i>Chi phí QLDN</i>	(398)	(412)	-3,3%	(1.322)	(1.290)	2,5%	
<i>% chi phí BH&QLDN / DT</i>	20,3%	39,4%	-19,1 điểm %	17,5%	28,9%	-11,4 điểm %	
<i>Doanh thu tài chính</i>	679	1.154	-41,1%	3.645	6.210	-41,3%	
<i>Thoái vốn tại công ty con</i>	-	797	-100,0%	977	3.358	-70,9%	Trong Q2/2021, NVL tiếp tục thoái 20% vốn đầu tư vào dự án Khu đô thị Cảng Phú Định (60ha tại Quận 8, TP.HCM), thu về 484 tỷ đồng. Ngoài ra, NVL cũng thoái toàn bộ sở hữu của mình tại Khách sạn Ibis Vũng Tàu thông qua hai công ty con là CTCP Khách sạn Du lịch Thanh niên Vũng Tàu và CTCP Du lịch Thanh niên Việt Nam để ghi nhận khoản lãi tài chính 223 tỷ đồng. Trong Q2/2020, NVL đã ghi nhận khoảng 1.700 tỷ đồng sau khi bán 40% cổ phần của mình trong dự án Phú Định, tạo nền cơ sở cao với DT tài chính trong năm 2020.
<i>HĐ hợp tác KD (BCC)</i>	497	52	861,0%	1.585	53	2911,0%	
<i>Khác</i>	183	306	-40,2%	1.083	2.800	-61,3%	
<i>Chi phí tài chính</i>	(766)	(244)	214,5%	(3.849)	(1.537)	150,4%	Chủ yếu là từ phát hành trái phiếu mới và mua lại trái phiếu chuyển đổi.
<i>Chi phí lãi vay</i>	(211)	(1)	22277,9%	(514)	(566)	-9,2%	
<i>Thu nhập khác ròng</i>	394	(85)		1.775	(400)		Ghi nhận 1.720 tỷ đồng lãi lợi thế thương mại từ một giao dịch mua rẻ sau khi mua lại quỹ đất 700 ha ở Mũi Né, tỉnh Bình Thuận vào Q3/21.
LNTT	1.440	800	80,1%	5.093	4.649	9,6%	99,4%
LNST	910	609	49,5%	3.460	3.907	-11,4%	84,5%
LNST công ty mẹ	817	575	42,1%	3.230	3.919	-17,6%	78,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

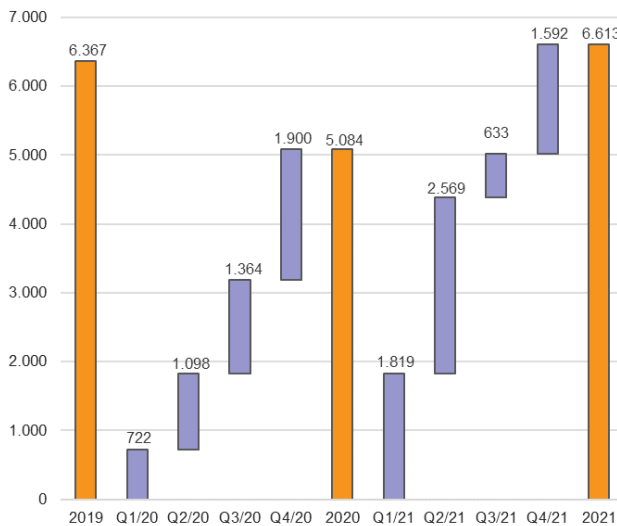
Triển vọng 2022-2023: Bàn giao mạnh mẽ đến từ Aqua City và NovaWorld

Doanh số ký bán mới tăng mạnh trong Q4/21 bất chấp giãn cách xã hội

Trong Q4/21, NVL bán được 1.592 căn (-16,2% svck) chủ yếu từ Aqua City, NovaWorld Phan Thiết và NovaWorld Hồ Tràm. Tuy nhiên, tổng giá trị ký bán mới trong Q4/21 tăng 97,5% svck do doanh số ký bán mới chủ yếu đến từ các căn hộ thấp tầng, đạt 1.248 triệu USD (~28.330 tỷ đồng). Lũy kế cả năm 2021, số lượng và giá trị bán mới ghi nhận lần lượt là 6.613 căn (+30,1% svck) và 3.656 triệu USD (+101,9% svck). Do ảnh hưởng của hoạt động giãn cách xã hội trên toàn quốc trong đại dịch, con số ký bán mới này thấp hơn so với kế hoạch 10.000 căn mà doanh nghiệp đặt ra.

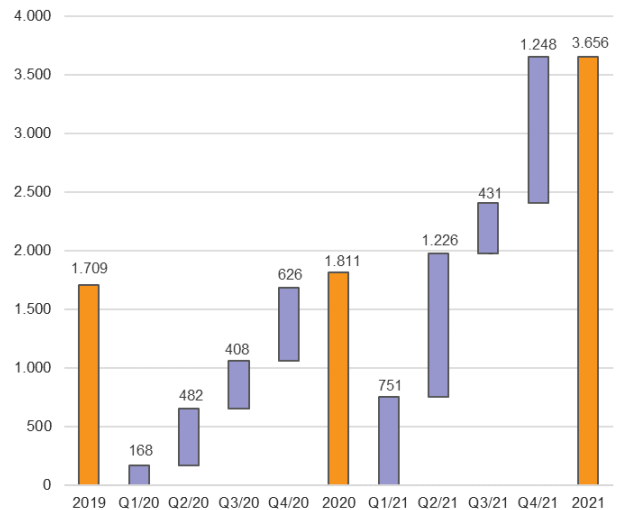
Theo NVL, trong 3.677 triệu USD ký bán mới trong năm 2021, 35% đến từ BĐS nghỉ dưỡng (NovaWorld Phan Thiết và NovaWorld Hồ Tràm) và 60% lượng bán mới đến từ khu dân cư ở đô thị vệ tinh (Aqua City). Doanh thu chưa thực hiện tăng 3,2 tỷ USD trong năm 2021 lên 7,8 tỷ USD (+70% svck). Trong đó, 3.859 triệu USD đến từ Aqua City, 1.485 triệu USD đến từ NovaWorld Phan Thiết, 64 triệu USD đến từ NovaHills Mũi Né và 649 triệu USD đến từ NovaWorld Hồ Tràm.

Hình 5: Số lượng ký bán mới của NVL (căn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Giá trị ký bán mới của NVL (triệu USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Tiến trình của các dự án đang triển khai

Dự án	Vị trí	Loại hình	NVL sở hữu	Diện tích đất (ha)	Số lượng căn	Tổng giá trị phát triển (tỷ đồng)*	Tình trạng dự án	Thời gian bàn giao dự kiến				
								2022	2023	2024	2025	Sau 2026
Aqua City	Đồng Nai	Thấp tầng	69,9%	111	2.118	27.707	Đã hoàn thiện: 58 căn nhà mẫu (5 căn hoàn thiện nội thất), Clubhouse Forest, Park 1, công viên nội khu, kè bảo vệ.					
Aqua Riverside	Đồng Nai	Thấp tầng	79,9%	77	1.754	19.324	Đã hoàn thiện: 227 căn nhà thấp tầng hoàn thiện kết cấu, Clubhouse, khu thể thao ngoài trời, bờ kè và bến du thuyền.					
Phoenix Island	Đồng Nai	Thấp tầng	70,0%	286	7.556	89.980	Đang giải phóng mặt bằng, san lấp.					
NovaHill Mũi Né	Phan Thiết	Thấp tầng	100,0%	40	620	6.139	Đã hoàn thành, đang trong quá trình bàn giao.					
NovaWorld Phan Thiết	Phan Thiết	Thấp tầng	99,9%	986	18.684	170.374	Clubhouse: Đã hoàn thiện xây dựng. Biệt thự: Đã hoàn thiện 228 căn biệt thự và 44 căn liền kề. Shophouse: 115 căn đã hoàn thiện (71 căn đã bàn giao). Trung tâm hành chính, nhà hàng Âu Lạc Đỏ, nhà hàng Bến du thuyền, tượng đài, quảng trường, sân thể thao GD1, sân golf Ocean đã hoàn thành.					
NovaWorld Hồ Tràm (The Tropicana)	Bà Rịa - Vũng Tàu	Thấp tầng	97,9%	99	1.919	18.520	Đã hoàn thiện: 41 biệt thự ven biển, 62 shophouse ven biển, 11 shophouse sườn đồi, bể bơi, đầm phá, cà phê Koko.					
NovaWorld Hồ Tràm (Wonderland)	Bà Rịa - Vũng Tàu	Thấp tầng	100,0%	9	271	2.981	Đã hoàn thiện: san lấp toàn bộ các khu, nhà mẫu (4 biệt thự, 17 shophouse, phòng trưng bày bán hàng), kè, lấp cát và trang trí xung quanh.					
NovaWorld Hồ Tràm (Habana Island)	Bà Rịa - Vũng Tàu	Thấp tầng	100,0%	20	721	9.119	Đã hoàn thiện: 13 căn nhà mẫu (12 biệt thự + 1 dinh cơ), bờ kè, bến du thuyền, đường nội.					

(* Số liệu ước tính bởi NVL)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các con số trên cho thấy các dự án của NVL vẫn có sức hấp dẫn đối với người mua mặc dù trong giai đoạn giãn cách xã hội. Theo công ty, các sự kiện trực tuyến giới thiệu dự án vẫn được tổ chức thường xuyên cùng với các

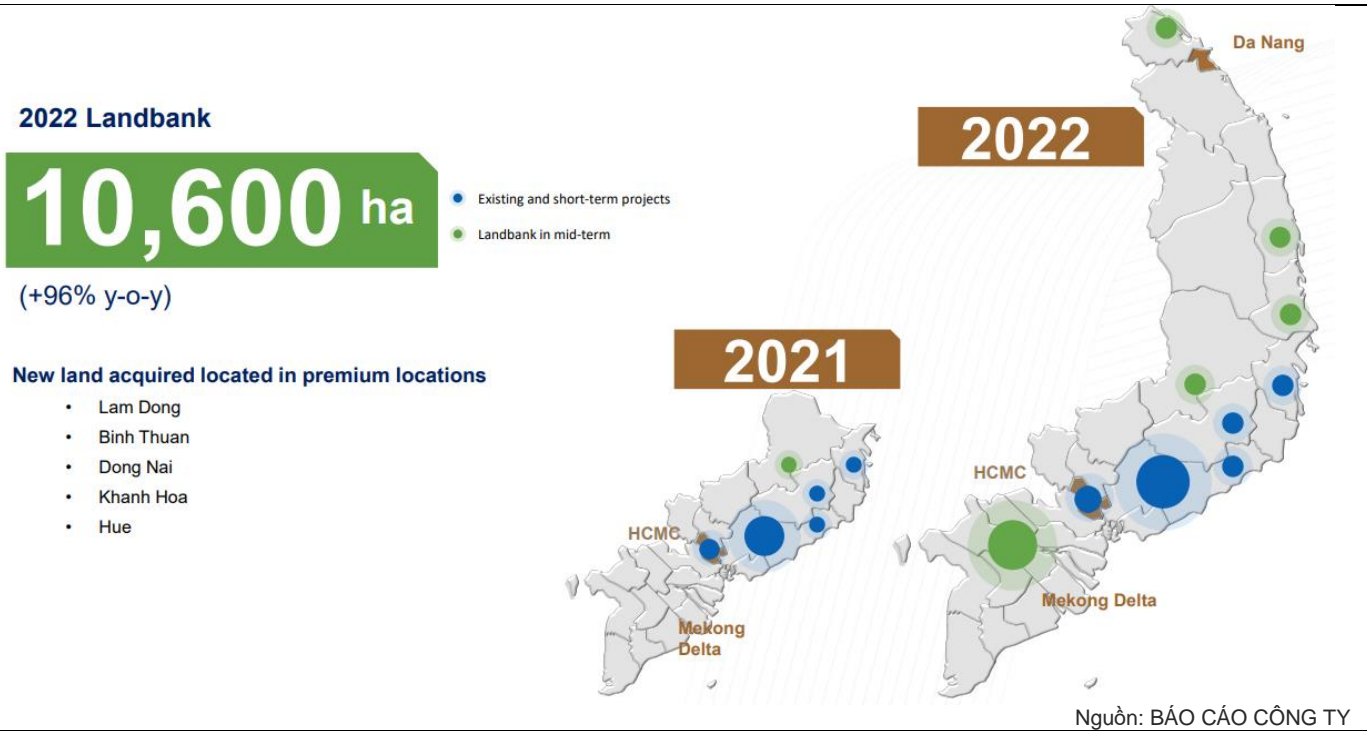
chương trình ưu đãi tài chính phù hợp với nhu cầu của nhà đầu tư trong giai đoạn này. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh số ký bán mới tiếp tục khả quan trong năm 2022, đạt 93.500 tỷ đồng (+10,7% svck) cùng với sự phục hồi của thị trường BĐS nghỉ dưỡng nhờ tốc độ bao phủ vaccine nhanh chóng.

Kế hoạch gia tăng quỹ đất đầy tham vọng

Ban lãnh đạo của NVL có kế hoạch mở bán một dự án đô thị dân cư mới (nhỏ hơn Aqua City) ở Đồng Nai và hai dự án nghỉ dưỡng mới - một ở bờ biển miền Trung Việt Nam và một ở Tây Nguyên - sau năm 2022.

Bên cạnh đó, NVL đặt mục tiêu phát triển danh mục dự án của mình lên 50 dự án tại hơn 30 tỉnh thành trên khắp Việt Nam đến năm 2030. Việc mở rộng ở miền Nam và miền Trung Việt Nam sẽ diễn ra trong trung hạn và miền Bắc Việt Nam sẽ diễn ra trong dài hạn. Ban lãnh đạo chia sẻ rằng họ đã mua lại quỹ đất khoảng 5.000 ha vào năm 2022 thông qua các dự án ở Lâm Đồng, Bình Thuận, Đồng Nai, Khánh Hòa và Huế, nâng quỹ đất của NVL lên khoảng 10.600 ha. Chúng tôi vẫn chưa phản ánh những quỹ đất mới này vào các dự phóng và định giá của mình.

Hình 8: Hoạt động gia tăng quỹ đất mới mạnh mẽ của NVL ở những vị trí đặc địa



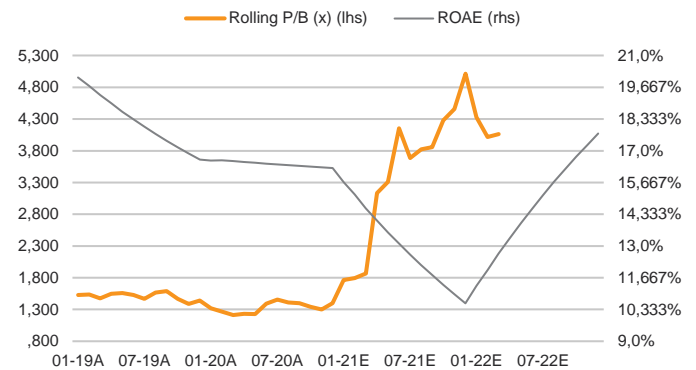
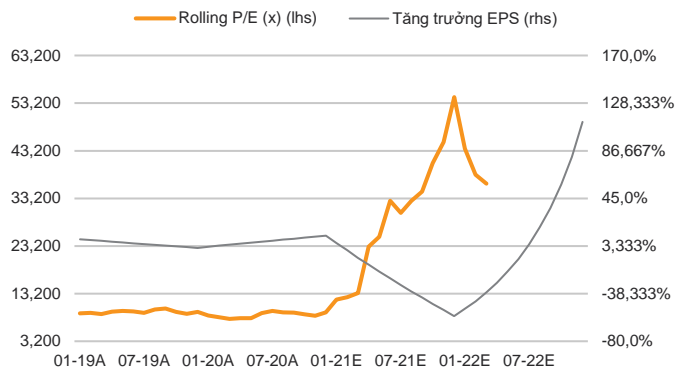
Điều chỉnh dự phóng 2022-2024

Hình 9: Điều chỉnh dự phóng

	Dự phóng mới			Dự phóng cũ			Thay đổi			Nhận xét
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Doanh thu thuần	36.360	61.264	74.541	35.953	55.766	99.935	1,1%	9,9%	-25,4%	Chúng tôi tăng giá bán trung bình của Aqua City, NovaWorld Phan Thiết và NovaWorld Hồ Tràm lần lượt lên 27%, 10% và 7% so với dự báo trước đó. Đối với năm 2024, chúng tôi hoãn 35 nghìn tỷ đồng bàn giao đối với Aqua Phoenix từ 2024 sang năm 2025.
LN gộp	13.613	24.865	32.054	14.056	22.912	43.560	-3,2%	8,5%	-26,4%	
Biên LN gộp	37,4%	40,6%	43,0%	39,1%	41,1%	41,1%	-1,7 điểm %	-0,5 điểm %	+1,9 điểm %	Biên lợi nhuận gộp năm 2021 giảm do phản ánh việc điều chỉnh chi phí xây dựng tăng 10%.
Chi phí BH&QLDN	(4.459)	(7.513)	(9.141)	(3.214)	(4.986)	(8.935)	38,7%	50,7%	2,3%	
LN hoạt động	9.154	17.352	22.913	10.841	17.926	34.625	-15,6%	-3,2%	-33,8%	
DT tài chính	3.782	5.968	7.165	3.695	5.445	9.306	2,4%	9,6%	-23,0%	
CP tài chính	(3.915)	(5.901)	(7.340)	(3.974)	(5.720)	(9.449)	-1,5%	3,2%	-22,3%	
LN ròng	6.836	13.234	17.296	9.358	15.498	30.008	-26,9%	-14,6%	-42,4%	

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	14.903	36.360	61.264
Giá vốn hàng bán	(8.767)	(22.747)	(36.399)
Chi phí quản lý DN	(1.326)	(2.291)	(3.860)
Chi phí bán hàng	(1.291)	(2.168)	(3.653)
LN hoạt động thuần	3.519	9.154	17.352
EBITDA thuần	4.787	8.824	17.003
Chi phí khấu hao	(1.268)	330	349
LN HĐ trước thuế & lãi vay	3.519	9.154	17.352
Thu nhập lãi	3.645	3.782	5.968
Chi phí tài chính	(3.852)	(3.915)	(5.901)
Thu nhập ròng khác	1.775	(182)	(306)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	5.086	8.839	17.112
Thuế	(1.631)	(1.768)	(3.422)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(230)	(235)	(456)
LN ròng	3.225	6.836	13.234
Thu nhập trên vốn	3.225	6.836	13.234
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	3.225	6.836	13.234

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	17.249	35.830	71.972
Đầu tư ngắn hạn	837	879	923
Các khoản phải thu ngắn hạn	26.409	36.219	60.591
Hàng tồn kho	110.157	115.178	127.659
Các tài sản ngắn hạn khác	1.396	4.266	7.187
Tổng tài sản ngắn hạn	156.049	192.372	268.333
Tài sản cố định	1.735	1.498	1.462
Tổng đầu tư	35.206	35.206	35.206
Tài sản dài hạn khác	8.844	10.122	11.587
Tổng tài sản	201.834	239.198	316.588
Vay & nợ ngắn hạn	19.088	26.947	33.591
Phải trả người bán	4.880	8.628	13.807
Nợ ngắn hạn khác	25.247	38.381	75.900
Tổng nợ ngắn hạn	49.215	73.956	123.297
Vay & nợ dài hạn	41.431	46.924	61.228
Các khoản phải trả khác	70.015	70.081	70.148
Vốn điều lệ và	19.304	19.304	19.304
LN giữ lại	10.708	17.771	31.450
Vốn chủ sở hữu	35.035	42.099	55.777
Lợi ích cổ đông thiểu số	6.138	6.138	6.138
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	201.834	239.198	316.588

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	5.086	8.839	17.112
Khấu hao	(1.268)	330	349
Thuế đã nộp	(1.080)	(1.768)	(3.422)
Các khoản điều chỉnh khác	(5.883)	(26)	(30)
Thay đổi VLD	18.011	16.304	44.485
LC tiền thuần HKKD	14.866	23.679	58.494
Đầu tư TSCĐ	(894)	(484)	(380)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(10.492)	(7.660)	(8.278)
Các khoản khác	(1.749)	(42)	(44)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(13.135)	(8.186)	(8.702)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	4.591	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(196)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	10.589	13.353	20.947
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(0)	(0)	(0)
LC tiền thuần HĐTC	14.984	13.352	20.947
Tiền & tương đương tiền đầu kì	11.559	17.249	35.830
LC tiền thuần trong năm	16.716	28.845	70.739
Tiền & tương đương tiền cuối kì	28.274	46.094	106.569

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	21,6%	18,8%	21,6%
Vòng quay TS	0,09	0,16	0,22
ROAA	1,9%	3,1%	4,8%
Đòn bẩy tài chính	5,69	5,72	5,68
ROAE	10,6%	17,7%	27,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	57,7	25,8	25,9
Số ngày nắm giữ HTK	4.586,1	1.848,1	1.280,1
Số ngày phải trả tiền bán	203,2	138,4	138,4
Vòng quay TSCĐ	9,20	22,49	41,38
ROIC	3,2%	5,6%	8,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,2	2,6	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	1,0	1,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,5	0,6
Vòng quay tiền	4.440,7	1.735,5	1.167,5
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	196,5%	144,0%	68,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	829,3%	160,1%	89,6%
Tăng trưởng LN ròng	(17,7%)	112,0%	93,6%
Tăng trưởng EPS	(58,0%)	112,0%	93,6%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>