

**Giá mục tiêu: 97,000 VND**

## Đánh giá

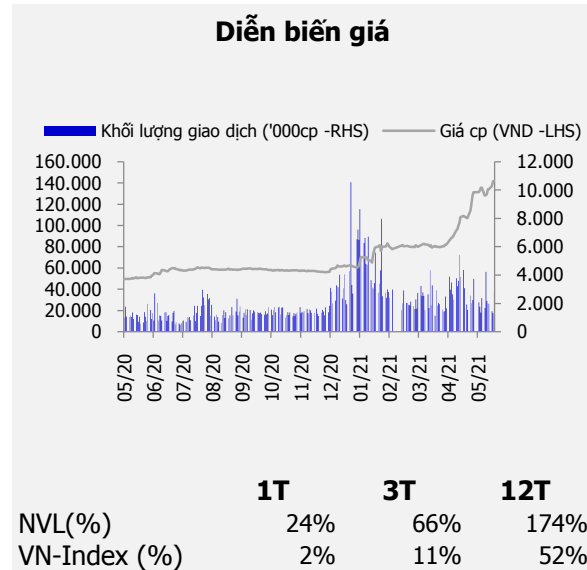
Chúng tôi định giá cổ phiếu NVL dựa trên phương pháp RNAV với giá mục tiêu VND 97,000 (WACC: 10.1%) trên cơ sở:

❖ **Quỹ đất chưa triển khai lớn:** Với gần 5,400ha quỹ đất đã sở hữu hoặc đang nghiên cứu (đứng thứ hai trong số các công ty BĐS niêm yết) trong đó 581 ha ở phía Đông thành phố, khu vực đang được quan tâm nhiều trong giai đoạn này, dẫn đến giá nhà tăng đáng kể. Trong hơn 5 năm qua, giá đất tại khu vực này tăng mạnh mẽ, dẫn đầu là Thủ Thiêm (+50%), An Phú (+20%), Thạch Mỹ Lợi (+20%), Thảo Điền (+20%). Ngoài ra, Công ty còn sở hữu hơn 750 ha đô thị vệ tinh cũng như 3,500 ha BĐS nghỉ dưỡng.

❖ **Lợi nhuận 2021-2025 sẽ được thúc đẩy bởi đô thị vệ tinh và BĐS nghỉ dưỡng:** Với thực tế (i) nút thắt pháp lý BĐS Tp.HCM chưa được gỡ bỏ làm thiếu hụt nguồn cung, trong khi BĐS các tỉnh lân cận lại trở thành tâm điểm do hưởng lợi từ làn sóng đầu tư công và (ii) chiến lược tập trung phát triển đô thị vệ tinh và đầu tư vào BĐS nghỉ dưỡng (chúng tôi ước tính 70% - 80% tổng giá trị phát triển của NVL đang tập trung vào 2 loại hình BĐS này), chúng tôi dự phóng trên 60% lợi nhuận 2021F sẽ đến từ 2 mảng này. Chúng tôi thận trọng nhưng lạc quan với chiến lược đẩy mạnh đầu tư vào BĐS nghỉ dưỡng của NVL trong tình hình dịch trước mắt chưa được kiểm soát, tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây cũng sẽ là đòn bẩy cho lợi nhuận của NVL trong giai đoạn sau khi dịch đã được kiểm soát (chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận ròng của NVL cho giai đoạn 2021-2025 khoảng 30%/năm).

❖ **Tiềm năng phát triển cao nhưng rủi ro vẫn hiện hữu:** Chúng tôi lưu ý các rủi ro hiện hữu đối với NVL bao gồm (i) Tính phức tạp về pháp lý của NVL đối với các dự án tại Tp.HCM do quỹ đất lớn tại khu vực này, dù trong 2020 ít nhất ba quy định gỡ nút thắt nổi bật đã được thông qua (NĐ 148/2020/NĐ-CP, Luật Xây dựng sửa đổi 2020 và TT 21/2019/TT-BXD); (ii) Đòn bẩy nợ vay/ VCSH thuộc nhóm cao nhất trong ngành, dù Q1/2021 đã thể hiện được xu hướng cải thiện khả quan; đồng thời chúng tôi cũng ghi nhận rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi đã giảm đáng kể trong Q1/2021 (từ 9.4% vào 31/12/2020 còn 2.4% vào 31/3/2021).

## Diễn biến giá



Ngày báo cáo	30/05/2021
Mã Bloomberg	NVL VN
Vốn hóa	145,926 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 49,200 – VND 142,000
KLGDBQ	153 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	20.3%

Mã	Quỹ đất (ha)	Vốn hóa (tỷ VND)	Nợ vay / Vốn CSH	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE	ROA	P/E	P/B
VHM	16,400	344,083	0.24	37.5%	34.4%	31%	12%	13.0	3.8
NVL	5,400	145,926	1.20	36.8%	49.9%	13%	3%	32.2	4.6
DXG	2,300	14,045	0.74	61.9%	9.4%	0.4%	0.1%	444.4	2.1
NLG	701	10,897	0.27	27.2%	54.0%	15%	8%	9.6	1.7
KDH	633	21,793	0.26	42.6%	25.8%	15%	8%	18.1	2.6

Lưu ý: Số liệu lấy tại ngày 31/03/2021, cộng gộp 4 quý gần nhất

## Cập nhật KQKD Q1/2021:

3T2021, NVL ghi nhận doanh thu thuần 4,506 tỷ đồng (Q1/2020: 954 tỷ đồng) và LN sau thuế của Công ty mẹ 537 tỷ đồng (+67% YoY) – tương đương 18% và 11% dự phóng cả năm của chúng tôi.

- Lợi nhuận Q1/2021 chủ yếu đến từ doanh thu chuyển nhượng BĐS và lãi từ hợp đồng hợp tác đầu tư:** Trong Q1/2021 NVL ghi nhận doanh thu chuyển nhượng BĐS hơn 4,100 tỷ đồng (gấp 7.5 lần cùng kỳ quý trước) từ chuyển giao các căn hộ tại Tp.HCM – gồm Saigon Royal, Victoria Village và Lakeview – và các sản phẩm tại đô thị vệ tinh Aqua City cũng như 2 dự án BĐS nghỉ dưỡng Novahills Mũi Né và Novaworld Phan Thiết. Chúng tôi lưu ý rằng 30% lợi nhuận trước thuế đến từ lãi từ hợp đồng hợp tác đầu tư.
- Cải thiện đòn bẩy Q1/2021:** Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ vốn vay ngắn dài hạn/ vốn chủ sở hữu đã giảm từ 1.5x (31/12/2020) về mức 1.2x (31/3/2021). Xu thế tích cực này đến từ 3 nguyên nhân chính (i) phát hành riêng lẻ cổ phần thường (chào bán CP phổ thông cho cổ đông hiện hữu) 4,592 tỷ VND, (ii) chuyển đổi trái phiếu thành CP phổ thông (theo giá chuyển đổi 60.000đ/ CP) 537.4 tỷ VND và (iii) mua lại trái phiếu chuyển đổi ~3,433 tỷ VND.

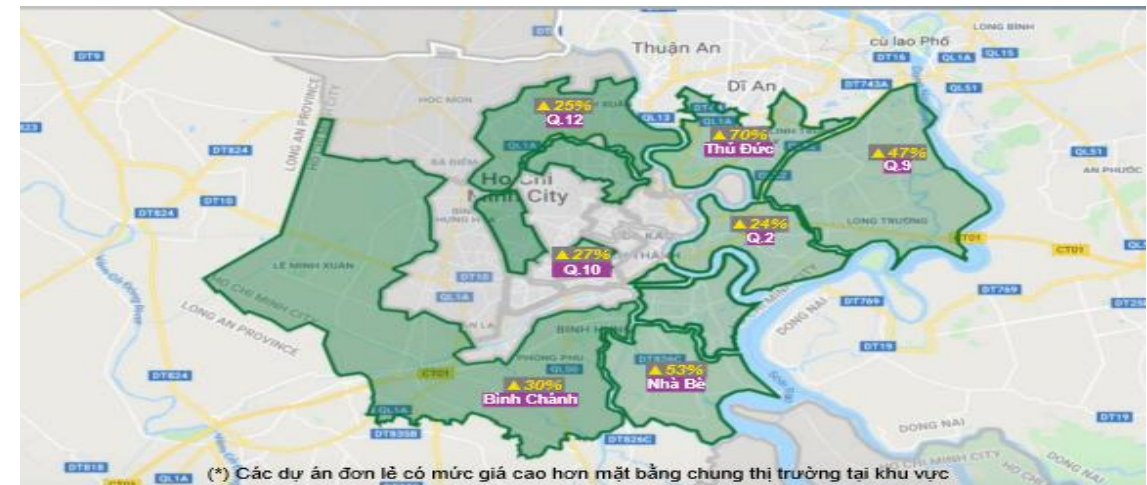
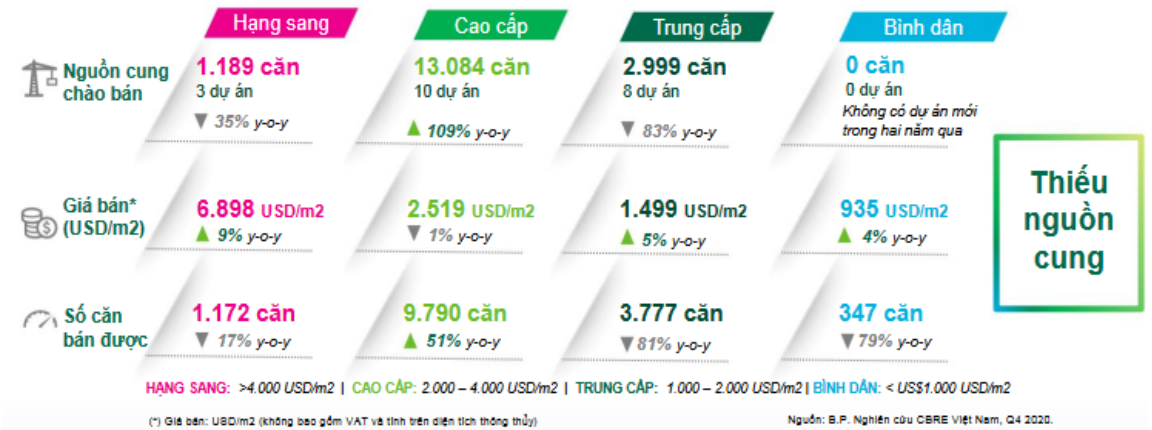
**Nhu cầu BĐS trong nước hiện vẫn còn tương đối nóng** do tốc độ đô thị hóa cao và các yếu tố kinh tế vĩ mô thuận lợi bao gồm tăng trưởng GDP cao, dòng vốn FDI vào và lãi suất và lạm phát thấp. **Đổi với TP HCM**, phân khúc trung cấp và cấp thấp sẽ tiếp tục là động lực chính. Địa điểm cho các dự án mới sẽ phải di chuyển xa hơn về phía đông và nam của thành phố. Trong khi đó, phân khúc cao cấp dự kiến sẽ có sự chậm lại, do giá hiện tại đã ở mức khá cao khiến cho việc mua đầu tư trở nên kém hấp dẫn.

- Do ảnh hưởng của Covid-19, nguồn cung toàn thị trường tăng trưởng chậm, tập trung chủ yếu ở khu Đông thành phố. Trong 5 năm qua, giá đất tại khu vực này tăng mạnh mẽ, dẫn đầu là Thủ Thiêm (+50%), An Phú (+20%), Thạch Mỹ Lợi (+20%), Thảo Điền (+20%).

**Về BĐS nghỉ dưỡng**, động lực phục hồi của ngành du lịch và BĐS nghỉ dưỡng năm nay sẽ đến từ nhóm khách hàng nội địa, và dự kiến mất 2-3 năm để ngành du lịch nghỉ dưỡng có thể phục hồi về mức trước đại dịch.

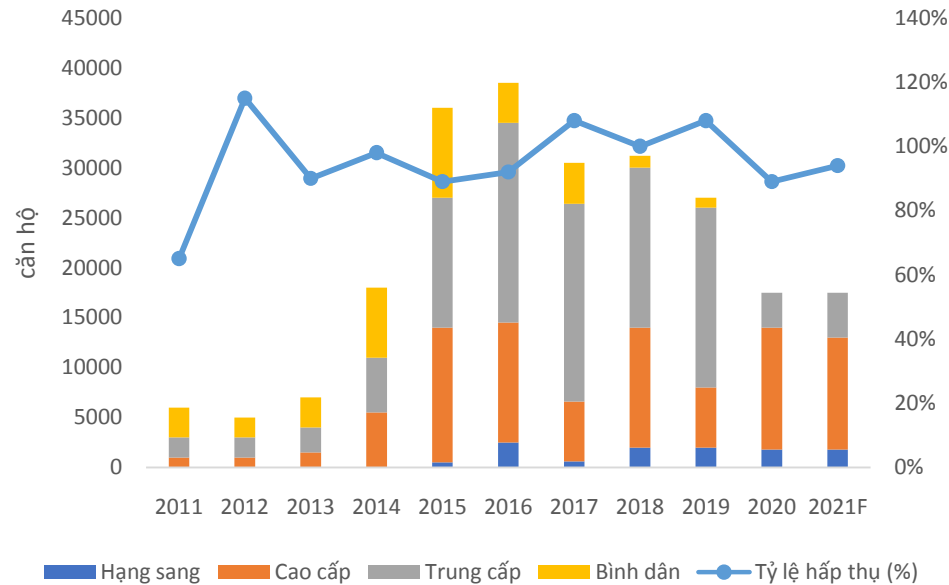
## THỊ TRƯỜNG CĂN HỘ TP.HCM: TIÊU ĐIỂM 2020

Tổng số căn mở bán: 17.272 căn từ 21 dự án / Tổng số căn bán được: 15.086 căn

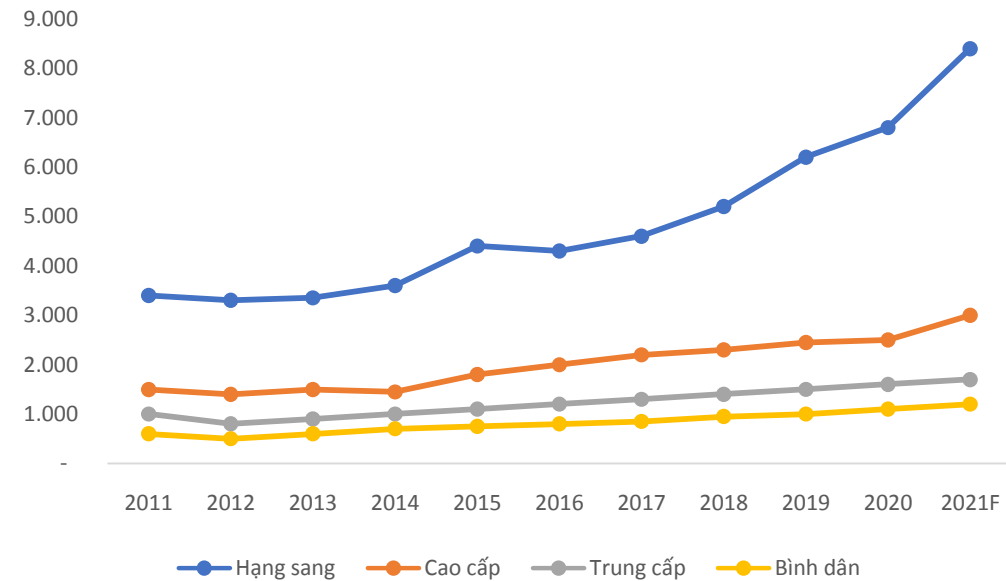


## Triển vọng thị trường BĐS 2021-2022: Nhu cầu căn hộ ở mức cao trong khi nguồn cung thiếu hụt tại Tp. HCM

**Nguồn cung căn hộ tại Tp.HCM: Tăng nhờ nới lỏng pháp lý**



**Giá căn hộ tại Tp.HCM: Phân khúc hạng sang và cao cấp dự báo có tốc độ tăng giá ấn tượng**

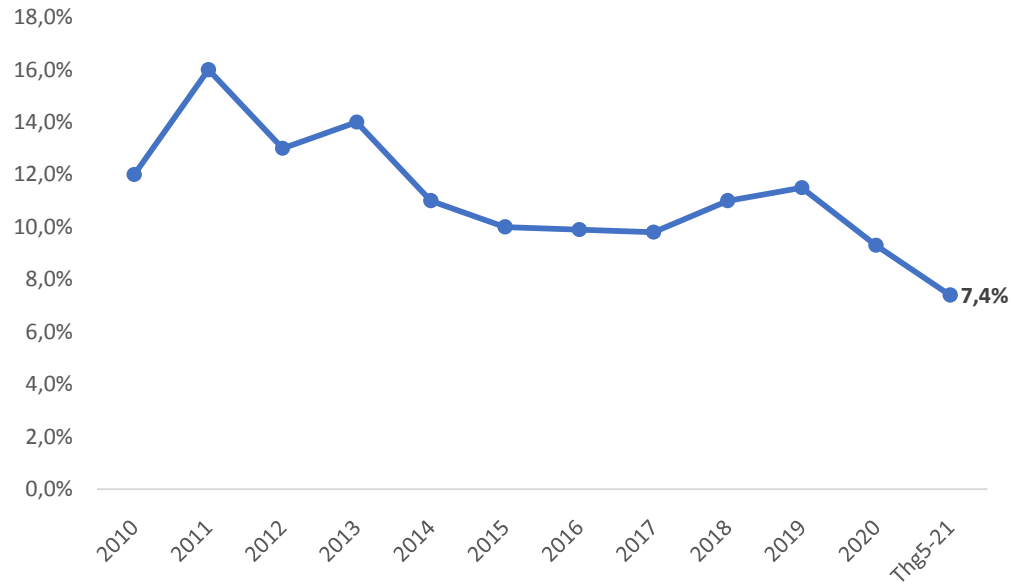


Nguồn: CBRE, MBS tổng hợp

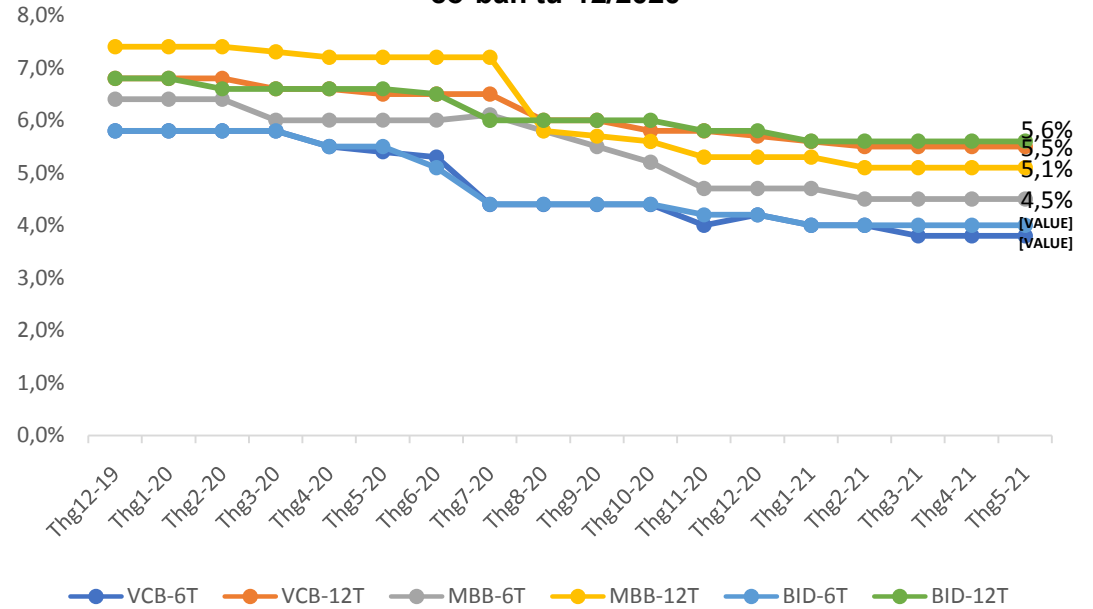
- Trong năm 2021, chúng tôi cho rằng TP. HCM sẽ vẫn tiếp tục tình trạng thiếu hụt nguồn cung với số lượng tương đương năm 2020. Một số dự án đáng chú ý sẽ ra mắt tại TP. HCM bao gồm 1) Saigon Sport City (hơn 4.300 căn) tại Quận 2; 2) Vinhomes Grand Park (còn lại xấp xỉ 6.200 căn) tại Quận 9; 3) Empire City (còn lại xấp xỉ 1.500 căn) tại Quận 2; 4) Grand Manhattan (967 căn) tại Quận 1; 5) Spirit of Saigon (214 căn) tại Quận 1. Do đó, NVL sẽ đóng góp đáng kể vào nguồn cung tại Tp.HCM trong năm 2021.

Triển vọng thị trường BĐS 2021-2022: Lãi suất vay mua nhà thấp là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng thị trường BĐS

Lãi suất thế chấp trung bình giảm khi NH hạ lãi suất huy động



Lãi suất huy động kỳ hạn 6 tháng và trên 6 tháng của các NH giảm điểm cơ bản từ 12/2020



Nguồn: Ngân hàng nội địa, MBS tổng hợp

- Kể từ đợt bùng phát Covid-19 vào tháng 1/2020, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã ba lần cắt giảm lãi suất điều hành (vào tháng 3, tháng 5 và tháng 10 năm 2020) nhằm nỗ lực cứu nền kinh tế khỏi hậu quả của đại dịch, giúp giảm bớt áp lực cho ngân hàng về chi phí dự phòng và giảm chi phí lãi vay cho khách hàng. Do đó, các ngân hàng đã đưa ra các gói kích cầu, như miễn lãi suất và giảm lãi suất cho vay nhằm đảo ngược nhu cầu vốn thấp của người mua nhà do ảnh hưởng đại dịch Covid-19 và nguồn cung nhà ở khan hiếm. Tại thời điểm giữa tháng 05/2021, lãi suất vay thế chấp trung bình từ các ngân hàng trong nước đã giảm 3.9 điểm % svck xuống 7.4%, mức thấp nhất trong 10 năm.

## Củng cố vị thế dẫn đầu với chiến lược đẩy mạnh đầu tư đô thị vệ tinh và BĐS nghỉ dưỡng

**Aqua City – Nắm bắt phân khúc BĐS sinh thái thông minh đang sôi động:** Trong tình hình nguồn cung BĐS tại TpHCM đang tồn tại nút thắt pháp lý chưa thể giải quyết trong một sớm một chiều, việc dòng tiền đầu tư và đầu cơ lan tỏa sang BĐS vùng ven là điều dễ hiểu, đặc biệt trong điều kiện cơ sở hạ tầng phía Đông TpHCM đang được đầu tư công mạnh mẽ giải ngân. Báo cáo tiêu điểm thị trường bất động sản TP.HCM quý 1/2021 của CBRE Việt Nam chỉ ra, Đồng Nai thuộc nhóm các thị trường thu hút đầu tư nhờ quỹ đất dồi dào, cơ sở hạ tầng kết nối thuận tiện và mức giá bán còn tương đối thấp. Báo cáo DKRA Vietnam nhận định, hạ tầng đã đưa thị trường bất động sản đô thị vệ tinh được đẩy lên một cấp độ mới, thiết lập những mặt bằng giá mới và hình thành nhiều điểm nóng đáng chú ý. Theo đó, trong Q1/2021, phân khúc Nhà phố/Biệt thự khu vực TP. HCM và các tỉnh giáp ranh ghi nhận 9 dự án mở bán, cung cấp ra thị trường 2,000 căn (trong đó riêng Đồng Nai là 1,623 căn), tăng 1% so với quý trước. Tỷ lệ tiêu thụ đạt 33% (khoảng 666 căn), bằng 41% so với Q4/2020.

- NVL hiện đang phát triển bốn phân khu trong đại đô thị vệ tinh (1.000 ha) với tổng diện tích đang triển khai gần 558 ha bao gồm Aqua City (110 ha), Aqua City River Park (85 ha), Aqua Riverside (76.7 ha) và Aqua Phoenix (286 ha) với tổng diện tích sàn kinh doanh hơn 2.6 triệu m2 và giá bán trung bình từ 60-80 triệu/m2.
- Chúng tôi ước tính tổng giá trị phát triển của đại đô thị vệ tinh này hiện tại là gần 150,000 tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp có thể đạt trên 35%.

**BĐS nghỉ dưỡng – Động lực thúc đẩy lợi nhuận khi đại dịch được kiểm soát:** Thị trường BĐS nghỉ dưỡng đã vấp phải nhiều khó khăn do đại dịch COVID-19. Theo DKRA, tổng nguồn cung biệt thự nghỉ dưỡng trong năm 2020 chỉ ghi nhận 541 căn từ 10 dự án, tương đương chỉ 21% tổng số lượng trong năm 2019. Tỷ lệ hấp thụ đạt 44%, mức thấp nhất trong 5 năm vừa qua. Đối với thị trường căn hộ khách sạn (condotel), nguồn cung căn hộ mới chỉ đạt 525 căn hộ trong năm 2020, tương đương 5% nguồn cung năm 2019 với tỷ lệ hấp thụ đạt 65%. Quan điểm chủ đạo hiện nay cho rằng động lực phục hồi của ngành du lịch và BĐS nghỉ dưỡng năm nay sẽ đến từ nhóm khách hàng nội địa, và dự kiến mất 2-3 năm để ngành du lịch nghỉ dưỡng có thể phục hồi về mức trước đại dịch. Tuy nhiên, tình hình đã tương đối khả quan rất nhiều trong Q1/2021 khi trong quý này, toàn thị trường đón nhận 778 căn biệt thự biển mở bán đến từ 6 dự án (bao gồm 4 dự án mới và 2 dự án thuộc giai đoạn tiếp theo của dự án trước đó), gấp 3.2 lần so với quý trước và gấp 26 lần so với cùng kỳ năm trước. Tỷ lệ tiêu thụ đạt 25% (tương đương 196 căn), gấp 1.9 lần so với Q4/2020. Chúng tôi tin rằng loại hình BĐS này sẽ ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai sau khi vắc-xin được phổ biến rộng rãi, kết hợp với việc người dân có thu nhập tăng lên và triển vọng tăng trưởng tích cực của ngành du lịch Việt Nam. Theo Savills, tầng lớp trung lưu tại Việt Nam đến năm 2025 có thể chiếm 25% dân số và ngày càng có nhiều người có nhu cầu sở hữu căn nhà thứ hai (“second home”) để nghỉ dưỡng và tích lũy tài sản. Số liệu từ Cục Hàng không Việt Nam (CAAV) cũng cho thấy nhu cầu du lịch của Việt nam sẽ tăng mạnh từ nay đến năm 2030, từ đó giúp thúc đẩy nhu cầu sở hữu ngôi nhà thứ hai tại các địa điểm du lịch.

- NVL hiện đang triển khai bốn dự án BĐS nghỉ dưỡng rất lớn gồm Novahills Mũi Né (39.9 ha), Novabeach Cam Ranh (22.6 ha), Novaworld Hồ Tràm (đang triển khai ba phân khu với tổng diện tích 128 ha) và đại dự án Novaworld Phan Thiết (986 ha) với tổng diện tích sàn kinh doanh hiện tại hơn 4 triệu m2 và giá bán trung bình từ 35-90 triệu m2.
- Vị trí của các dự án BĐS nghỉ dưỡng cũng khác hoàn toàn so với giai đoạn bùng nổ tăng trưởng 2015-2017. Trong giai đoạn 2015-2017, các dự án thường tập trung vào các khu vực ven biển tại các thành phố du lịch trọng điểm như Nha Trang, Đà Nẵng hay trong giai đoạn 2018-2019 là Phú Quốc. Tuy nhiên, các tỉnh với bãi biển dài và hoang sơ như Ninh Thuận, Bình Thuận và Phú Yên được NVL ưu tiên hơn cả. Do các tỉnh này chưa thu hút lượng khách du lịch lớn, giá bán vẫn còn thấp và phù hợp với nhiều phân khúc khách hàng hơn. Đây được cho là một lợi thế với các dự án BĐS nghỉ dưỡng quy mô lớn khi nhà đầu tư thứ cấp lựa chọn mua các BĐS ở giai đoạn đầu phát triển tại các khu vực tiềm năng du lịch kể trên. Đồng thời, BĐS nghỉ dưỡng của NVL tập trung vào các khu vực có tiềm năng phát triển tốt và giá đất rẻ hơn là các khu vực đã bước vào giai đoạn tăng trưởng tốt và có giá đất cao.
- Chúng tôi ước tính tổng giá trị phát triển của các dự án BĐS nghỉ dưỡng hiện tại là gần 192,000 tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp có thể đạt ~35%.

**Giá mục tiêu: 97,000 VND**

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Giá trị
Sunrise Cityview	Q7, HCM	1.6	565
Botanica Premier	Tan Binh, HCM	1.6	501
The Botanica	Tan Binh, HCM	0.9	382
Palace Residence	Q2, HCM	5.0	1,865
Victoria Village	Q2, HCM	4.3	1,249
Grand Manhattan	Q1, HCM	1.4	3,035
NovaHill Mui Ne	Phan Thiet	39.9	973
NovaBeach Cam Ranh	Nha Trang	22.6	1,234
Aqua City River Park	Dong Nai	85.0	4,795
Aqua City	Dong Nai	110.0	7,260
Aqua Riverside	Dong Nai	76.7	4,274
Aqua Phoenix	Dong Nai	286.0	12,101
Golf park	Q9, HCM	2.5	72
NovaWorld HT (The Tropicana)	BR-VT	99.3	1,395
NovaWorld HT (Wonderland)	BR-VT	9.0	750
NovaWorld HT (Habana island)	BR-VT	20.5	756
NovaWorld PT	Phan Thiet	986.3	26,014
<b>Tổng giá trị gia tăng</b>			<b>67,222</b>
<b>Giá trị sổ sách</b>			<b>37,759</b>
<b>Tổng giá trị công ty</b>			<b>104,981</b>
<b>Cổ phiếu lưu hành</b>			1,081,739,051
<b>Giá trị/cổ phiếu (**)</b>			<b>97,000</b>

(\*) Có thể thấy dự án Novaworld Phan Thiết với diện tích gần 1,000 ha đóng góp gần 40% giá trị gia tăng của doanh nghiệp. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, một phần của dự án có thể được chuyển nhượng, tùy thuộc vào tình hình của thị trường và điều kiện công ty. Một cách thận trọng, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 70% với giá trị dự án do quy mô dự án lớn, thời điểm triển khai dài và tiềm năng chưa rõ ràng từ thị trường BĐS nghỉ dưỡng Phan Thiết.

(\*\*) Các dự án khác được áp dụng các mức chiết khấu từ 80% - 95% tùy mức đánh giá về tiềm năng và rủi ro đơn lẻ của dự án.

(\*\*\*) Giá trị của doanh nghiệp trong báo cáo này chưa tính đến tiềm năng tăng giá của các lô đất chưa triển khai, với giả định tốc độ tăng giá tương ứng với chi phí vốn (cost of equity) của doanh nghiệp.

**Liên hệ:****Trưởng nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu****Hoàng Công Tuấn***([Tuan.hoangcong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.hoangcong@mbs.com.vn))***Dầu khí. Khu Công Nghiệp****Chu Thế Huỳnh***([Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn) – Tel: 0919336595)***Năng lượng & Thủy sản****Dương Thiện Chí***([Chi.duongthien@mbs.com.vn](mailto:Chi.duongthien@mbs.com.vn))***Nhựa. Hàng tiêu dùng****Đình Công Luyện***([Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn) – Tel: 0978877784)***Hàng tiêu dùng. Công Nghệ. Bán lẻ****Trần Minh Phương***([Phuong.Tranminh@mbs.com.vn](mailto:Phuong.Tranminh@mbs.com.vn) – Tel: 0869083297)*

**KHUYẾN NGHỊ:** Khuyến nghị giữa trên chênh lệch giữa mức giá mục tiêu 12 tháng và mức giá hiện tại:

<b>Khuyến nghị</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

**TRỤ SỞ CHÍNH**

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội  
Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600  
Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.