



## CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy (HSX- NBB)

### Dòng tiền đã được củng cố

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY13	Q3-FY13	+/- qoq	Q4-FY12	+/- yoy
Doanh thu thuần	64,1	28,4	125%	170,1	-62%
Lợi nhuận sau thuế	15,6	1,3	1.139%	133,8	-88%
EBIT	25,8	5,5	370%	190,4	-86%
Tỷ suất EBIT	40,3%	19,3%	2.099bps	111,9%	-7.162bps

Nguồn: NBB, RongViet Securities

- 2013 là năm tái cấu trúc, KQKD đạt mức thấp
- Sau BOT cầu Rạch Miễu, các dự án thoái vốn và hợp tác đầu tư lớn như City Gate Towers, CTCP Khoáng sản Quảng Ngãi đều có tiến triển rõ nét
- Công ty dự kiến sẽ khởi công 2 dự án mới là NBB I và KBT Đồi Thủy Sản
- LNST quý I dự kiến tăng mạnh
- Hoạt động tài chính dự kiến sẽ đóng góp chính vào lợi nhuận năm 2014

#### Quan điểm:

KQKD của NBB năm 2013 giảm mạnh so với năm 2012 một phần do ảnh hưởng bởi thị trường bất động sản đóng băng và một phần do kết quả năm 2012 có tính chất đột biến từ việc hạch toán hồi tố doanh thu tại Carina Plaza. Năm 2014, hoạt động kinh doanh bất động sản được kỳ vọng sẽ có cải thiện nhờ sự đóng góp của dự án KDC Sơn Tịnh, Quảng Ngãi với giá trị doanh thu chưa ghi nhận khá lớn. Ngoài ra, NBB đang cố gắng hoàn tất bán hàng tại hai dự án Carina Plaza và KDC phường 2 Bạc Liêu cũng như điều chỉnh thiết kế của NBB I và City Gate Towers để tăng khả năng tiêu thụ sản phẩm.

Liên quan đến hoạt động đầu tư, trong quý I, NBB đã hoàn tất chuyển nhượng dự án BOT cầu Rạch Miễu, thu về gần 42 tỷ đồng đồng thời tìm được đối tác hợp tác đầu tư vào dự án City Gate Towers. Cộng với việc phát hành thêm cổ phiếu và trái phiếu chuyển đổi, NBB dự kiến thu được gần 700 tỷ đồng để chi trả các khoản vay lớn và đầu tư cho các dự án bất động sản trong năm nay. Cũng theo đó, hoạt động tài chính dự kiến sẽ đóng góp chính vào lợi nhuận năm 2014. Với các luận điểm trên và không có thay đổi quan trọng trong phương pháp định giá NAV (Báo cáo phân tích lần đầu ngày 06/02/2014), chúng tôi vẫn cho rằng nhà đầu tư có ý định tăng tỷ trọng cổ phiếu BĐS có thể cân nhắc **MUA** cổ phiếu NBB trong **DÀI HẠN**.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F
Doanh thu thuần	1.077,4	202,7	345,8	419,8
% tăng trưởng	161,0	-81,2	70,5	21,4
Lợi nhuận sau thuế	284,9	25,3	122,9	78,2
%tăng trưởng	309,4	-91,1	386,6	-36,4
Tỷ suất LNST (%)	26,4	12,5	35,5	18,6
ROA (%)	10,2	0,8	3,9	2,4
ROE (%)	25,8	1,9	8,0	4,2
EPS (VND)	17.626	1.127	3.427	1.453
EPS đ/chính (VND)	17.626	1.127	2.742	1.453
Giá trị sổ sách (VND)	67.203	36.525	32.870	36.074
GTSS điều chỉnh (VND)*	50.350	28.065	23.364	23.817
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.600	1.600	1.000	1.000
P/E (x)	1,0	14,0	7,3**	17,3**
P/BV (x)	0,3	0,4	0,8**	0,7**

Nguồn: NBB, RongViet Securities, \*Loại trừ khoản mục vốn góp liên doanh, \*\*Giá cổ phiếu@05/05/2014

## MUA

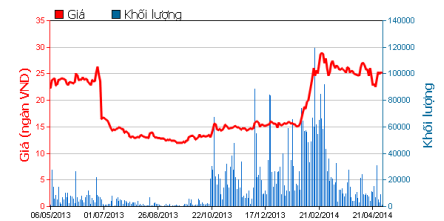
Giá thị trường (VND)	25.100
Giá mục tiêu (VND)	36.300

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	896,6
SLCP DLH (cp)	35.860.600
Beta	1,7
Free Float (%)	46,2
Giá cao nhất 52 tuần*	30.000
Giá thấp nhất 52 tuần*	11.500
KLGD bình quân 20 phiên	101.950

\*Giá điều chỉnh



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
NBB	34,2	76,8	-46,3
BĐS	18,0	16,9	16,0
VN30 Index	-1,90	13,93	N/A
VNIndex	1,84	18,88	17,86

#### Cổ đông lớn (%)\*

Beira Limited	14,5
Vietnam Property Holding	11,4
Công ty cổ phần Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật T.P Hồ Chí Minh	9,4
Đoàn Tường Triệu	7,3
Vietnam Holding Limited	6,2
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	4,4

\*Chốt ngày 01/04/2014

#### Nguyễn Bá Phước Tài

(084) 08- 6299 2006 – Ext 315

tai.nbp@vdsc.com.vn

**Bảng 01: Kết quả Kinh Doanh Q4-FY2013**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY13	Q3-FY13	+/- (qoq)	Q4-FY12	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	64,1	28,4	125,4%	170,1	-62,3%
Lợi nhuận gộp	30,0	4,3	595,3%	53,7	-44,1%
Chi phí bán hàng và quản lý	7,4	7,6	-3,1%	8,5	-13,1%
Thu nhập HĐKD	20,9	0,1	17.175,2%	179,9	-88,4%
EBITDA	37,3	15,5	141,4%	193,5	-80,7%
EBIT	25,8	5,5	370,2%	190,4	-86,4%
Chi phí tài chính	9,0	3,8	137,6%	10,9	-18,0%
- Chi phí lãi vay	5,2	2,6	99,3%	8,7	-40,7%
Khấu hao	-11,5	-10,0	15,2%	-3,1	273,0%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	20,6	2,9	614,1%	181,6	-88,6%
Lợi nhuận sau thuế	15,6	1,3	1.138,7%	133,8	-88,3%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	15,6	1,3	1.138,7%	133,8	-88,3%

Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp

**Bảng 02: Phân tích HĐKD Q4-FY2013**

Chỉ tiêu	Q4-FY13	Q3-FY13	+/- (qoq)	Q4-FY12	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	46,9	15,2	3.167bps	31,6	1.528bps
EBITDA/Doanh thu	58,2	54,4	385bps	113,8	-5.552bps
EBIT /Doanh thu	40,3	19,3	2.099bps	111,9	-7.162bps
TS lợi nhuận ròng	24,4	4,4	1.994bps	78,7	-5.433bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	24,4	4,4	1.994bps	78,7	-5.433bps
<b>Vòng quay tài sản (x)*</b>					
-Hàng tồn kho	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2
-Khoản phải thu	0,9	0,4	0,5	2,2	-1,3
-Khoản phải trả	0,0	0,0	0,0	1,9	-1,9
<b>Đòn bẩy (x)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,3	1,3	0,0	1,5	-0,2

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp, \*số liệu thường niên hóa

**2013 là năm tái cấu trúc, KQKD đạt mức thấp**

Doanh thu thuần năm 2013 của NBB giảm 81% so với năm trước là do năm 2012, Công ty ghi nhận doanh thu đột biến từ việc hạch toán hồi tố các căn hộ bàn giao tại dự án Carina Plaza, từ chuyển nhượng TTTM Hùng Vương (Phan Thiết, Bình Thuận) cho Lotte và từ việc hoàn thành dự án tuyến tránh Phan Rang – Tháp Chàm. Năm 2013, vì thị trường BĐS biến động không thuận lợi nên hoạt động bán hàng tại dự án Carina Plaza cũng chững lại. Doanh thu BĐS trong năm chủ yếu đến từ dự án đất nền KDC phường 2, Bạc Liêu. Hoạt động xây dựng và các mảng kinh doanh khác cũng không đóng góp đáng kể vào doanh thu trong kỳ. Kết quả là LNST cũng giảm 91% so với năm trước, chỉ đạt 25 tỷ đồng.

**Bảng 03: Tiến độ thu tiền và ghi nhận doanh thu các dự án BĐS**

Dự án	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
<b>Doanh số theo hợp đồng bán hàng</b>	<b>153,7</b>	<b>429,7</b>	<b>477,7</b>	<b>652,2</b>	<b>696,9</b>	<b>627,2</b>	<b>605,6</b>
KDC Phường 2, Bạc Liêu	61,4	147,9	82,8	82,3*			
Carina Plaza	92,3	55,7	90,0	59,1*			
KDC Sơn Tịnh – Quảng Ngãi		226,0	47,7	189,4	246,9	434,4*	323,4
<b>Doanh thu ghi nhận</b>	<b>884,3</b>	<b>126,5</b>	<b>309,7</b>	<b>373,0</b>	<b>218,2</b>	<b>1.617,4</b>	<b>605,6</b>
KDC Phường 2, Bạc Liêu	75,4	88,9	82,8	82,3*			
Carina Plaza	808,9**	37,6	90,0	59,1*			
KDC Sơn Tịnh – Quảng Ngãi			136,9	231,6	218,2	396,2*	323,4
<b>Thu tiền</b>	<b>196,3</b>	<b>178,6</b>	<b>387,3</b>	<b>478,2</b>	<b>761,9</b>	<b>961,3</b>	<b>687,1</b>
KDC Phường 2, Bạc Liêu	75,9	116,5	132,8	82,3*			
Carina Plaza	101,6	58,5	151,0	59,1*			
KDC Sơn Tịnh – Quảng Ngãi	18,8	3,6	52,0	144,0	222,0	585,1*	347,0

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

### Việc kinh doanh các dự án hiện hữu có khả năng chậm hơn so với dự báo trước

**KDC Sơn Tịnh.** Nhờ diện tích kinh doanh lớn và giá vốn thấp, KDC Sơn Tịnh, Quảng Ngãi được kỳ vọng đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận của NBB giai đoạn 2014-2018; riêng năm 2014, vốn đầu tư dự kiến cho dự án vào khoảng 150 tỷ đồng. Ngày 01/04/2014, cùng với toàn bộ diện tích huyện Sơn Tịnh, KDC Sơn Tịnh vừa được chính thức đưa vào địa giới hành chính của thành phố Quảng Ngãi. Hiện tại, các dự án đất nền lân cận thuộc phạm vi thành phố Quảng Ngãi đang được bán với giá 4,8-5,0 triệu/m<sup>2</sup> trong khi dự án của NBB chỉ bán với giá trung bình khoảng 3,5 triệu/m<sup>2</sup>. Do đó, việc chuyển đổi từ đất ở thị trấn lên đất ở thành phố có thể giúp giá trị kinh doanh của dự án tăng lên. Đến cuối năm 2013, dự án đã bán được 626 lô đất nền nhưng chưa ghi nhận doanh thu. Việc hạch toán doanh thu hiện phụ thuộc vào tiến độ cấp sổ đỏ cho khách hàng và, trên thực tế, lại có phần chậm hơn ước tính ban đầu của chúng tôi. Do đó, chúng tôi cho rằng dự án này sẽ chỉ bắt đầu đóng góp rõ nét vào KQKD từ quý IV đồng thời điều chỉnh giảm doanh thu kỳ vọng của dự án trong năm 2014 còn 137 tỷ đồng.

**Carina Plaza.** Cũng trong năm nay, NBB sẽ ưu tiên hoàn tất kinh doanh tại Carina Plaza và KDC phường 2, Bạc Liêu. Đối với Carina Plaza, từ cuối năm 2013, NBB đã bắt đầu hạ giá bán để thúc đẩy tiêu thụ. Tuy nhiên, do còn lại toàn bộ là những căn hộ có diện tích lớn (105 m<sup>2</sup>) nên việc kinh doanh ở đây khá khó khăn. NBB kỳ vọng sẽ đạt được hợp đồng bao tiêu sản phẩm với một đơn vị môi giới trong quý II. Tuy nhiên, theo hợp đồng, Công ty có thể sẽ phải giảm giá bán thêm từ 5% đến 7%. Do đó, dự báo doanh thu của dự án cũng được giảm nhẹ còn 90 tỷ đồng.

**KDC phường 2, Bạc Liêu.** NBB cho biết, trong quý I, Công ty đã bán thêm được 84/208 nền tại dự án này. Với tiến độ kinh doanh và thu tiền hiện đều khả quan, NBB dự kiến sẽ tăng giá bán tại đây khoảng 5% từ quý II. Với doanh thu ước tính vào khoảng 83 tỷ đồng, chúng tôi đánh giá cao khả năng hoàn tất kinh doanh của dự án này trong năm nay.

### Sau BOT cầu Rạch Miễu, các dự án thoái vốn và hợp tác đầu tư lớn như City Gate Towers, Khoáng sản Quảng Ngãi đã có những tiến triển rõ nét

Quý I vừa qua, NBB đã chuyển nhượng xong phần vốn góp tại dự án BOT cầu Rạch Miễu cho CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật - CII, thu về gần 42 tỷ đồng và ghi nhận khoảng 17 tỷ đồng lợi nhuận trong kỳ. Cũng nên lưu ý rằng đây là khoản lợi nhuận đến từ việc hoàn nhập số lỗ lũy kế phát sinh mà Công ty đã ghi nhận từ khi bắt đầu đầu tư.

Là một điểm mới trong hoạt động đầu tư của NBB, Công ty hiện đang đàm phán với đối tác nước ngoài để chuyển nhượng 80% phần vốn góp tại dự án City Gate Towers. Hiện phần đất của dự án đang được định giá lại và, theo doanh nghiệp, kết quả định giá cũng sẽ không thấp hơn giá trị sổ sách. Điều này cho thấy giá trị đất của City Gate Towers không bị giảm đi trong thời gian qua như một số quan ngại và nhà đầu tư vẫn đánh giá cao về giá trị kinh doanh của dự án. Theo đó, NBB vẫn có khả năng thu hồi vốn cũng như ghi nhận lợi nhuận từ dự án này. Mặt khác, ngay cả khi không hợp tác đầu tư, NBB cũng đã thu xếp được một khoản vay trị giá 400 tỷ đồng từ BIDV để tiếp tục thực hiện dự án.

Bên cạnh đó, việc chuyển nhượng cổ phần tại CTCP Khoáng Sản Quảng Ngãi – QMI cũng đã đi đến bước đàm phán cuối cùng. NBB hiện đã nhận tạm ứng từ phía đối tác. Đồng thời, Công ty dự kiến thu 50% giá trị hợp đồng (~65 tỷ đồng) trong năm nay và hạch toán ~82 tỷ đồng lợi nhuận từ khoản đầu tư này trong quý IV.

Như vậy, đến nay, NBB đã hoàn tất tái cơ cấu một trong ba khoản đầu tư lớn. Với khả năng thành công gần như chắc chắn của các thương vụ còn lại, chúng tôi ước tính NBB sẽ thu về khoảng 318 tỷ đồng từ việc cơ cấu lại các khoản đầu tư trong năm nay. Đây là khoản cân đối quan trọng trong bối cảnh năm 2014 là năm NBB phải chi trả nhiều khoản vay lớn và tái khởi động một số dự án lớn.

### Công ty dự kiến sẽ khởi công 2 dự án mới là NBB I và KBT Đồi Thủy Sản

NBB dự kiến sẽ khởi công hai dự án lớn là NBB I (4,1 ha – quận 8, TP.HCM) trong quý II và Khu biệt thự Đồi Thủy Sản (32 ha – Hạ Long, Quảng Ninh) trong quý IV/2014. Trong đó, NBB I là dự án mà NBB cùng hợp tác đầu tư với CII (CII 80%; NBB 20%). Hiện dự án sắp hoàn thành đền bù giải tỏa và các thủ tục xây dựng. Riêng Khu biệt thự Đồi Thủy Sản là một dự án đất nền biệt thự kết hợp nghỉ dưỡng do NBB sở hữu 60%. Công ty dự kiến đầu tư khoảng 50-70 tỷ đồng cho việc đền bù và giải phóng mặt bằng tại dự án này trong năm 2014. Cả hai dự án dự kiến sẽ bắt đầu kinh doanh từ 2015.

Với hai dự án mới, có thể thấy kế hoạch định vị lại sản phẩm của NBB đã được cụ thể hóa với sự dịch chuyển rõ rệt sang phân khúc đất nền và căn hộ tầm trung. Hướng đi này có thể giúp tạo đầu ra cho sản phẩm và cũng như dòng tiền cho Công ty sau khi Carina Plaza và dự án Bạc Liêu kinh doanh xong.

### Bảng 04: Chi tiết kế hoạch trả nợ vay dài hạn 2014-2018

Khoản nợ	2014	2015	2016	2017	2018
BIDV Bình Định	2,0	2,0	2,0	67,0	68,0
BIDV Bình Định	-	-	55,0	55,0	57,3
BIDV Bắc SG	0,6	-	-	107,0	-
Việt Á	-	-	-	-	-
CK Bảo Việt	78,5	-	-	-	-
TC Điện Lực	157,0	-	-	-	-
VIB_1	100,0	-	-	-	-
VIB_2	-	100,0	-	-	-
VIB_3	-	-	150,0	-	-
<b>Tổng</b>	<b>338,1</b>	<b>102,0</b>	<b>207,0</b>	<b>229,0</b>	<b>125,3</b>

*Nguồn: NBB, RongViet Securities tổng hợp*

### Kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu và tái cơ cấu nợ sẽ giúp ổn định tình hình tài chính

Theo kế hoạch, NBB sẽ chi trả ~440 tỷ đồng nợ vay trong năm nay, bao gồm các khoản vay lớn là 235 tỷ đồng trái phiếu đối với CTCP CK Bảo Việt và EVNFinance, 100 tỷ đồng trái phiếu đối với NHTMCP VIB và hai khoản tín dụng ngắn hạn với tổng giá trị 91 tỷ đồng từ NHTMCP VIB – chi nhánh Sài Gòn và BIDV – chi nhánh Bình Định. Để có nguồn cân đối, một mặt, NBB có kế hoạch phát hành thêm gần 18 triệu cổ phiếu bằng mệnh giá với tỷ lệ 2:1 cho cổ đông hiện hữu trong năm 2014 như đã thông qua tại ĐHCĐ thường niên năm ngoái. Mặt khác, Công ty cũng dự kiến phát hành 210 tỷ đồng trái phiếu

chuyển đổi với lãi suất 5- 5,5%/năm trong quý II hoặc quý III năm nay. Giá chuyển đổi có thể xác định căn cứ theo giá bình quân 30 phiên giao dịch gần nhất của cổ phiếu NBB với chiết khấu (~10%) hoặc theo phương thức chốt giá chuyển đổi.

Theo ước tính của chúng tôi, nếu việc trả nợ vay và phát hành thêm được thực hiện đúng kế hoạch, tỷ lệ Nợ Vay/VCSH của NBB sẽ được đưa về khoảng 0,6 lần, một mức khá an toàn so với mức trung bình 0,7-0,8 lần của ngành BĐS hiện nay. Đồng thời, việc thay thế các khoản vay cũ bằng các khoản vay mới có lãi suất thấp hơn sẽ giúp chi phí lãi vay giảm trung bình khoảng 30% từ năm 2015 trở đi.

**Bảng 05: Dự phóng Q1-FY2014**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	1QFY14	+/-qoq	+/-yoy
Doanh thu thuần	30	-53%	-10%
LN gộp	19	-35%	44%
EBIT	29	12%	197%
LNST	20	28%	449%

*Nguồn: RongViet Securities*

**LNST có thể tăng mạnh trong quý I nhờ việc thoái vốn tại BOT cầu Rạch Miễu**

Chúng tôi ước tính LNST trong quý I có thể tăng hơn 5 lần cùng kỳ, đạt ~20 tỷ đồng, chủ yếu nhờ việc chuyển nhượng cổ phần tại dự án BOT cầu Rạch Miễu. Tuy nhiên, doanh thu trong kỳ ước giảm khoảng 10% so với cùng kỳ, đạt 30 tỷ đồng và phần lớn đến từ dự án KDC phường 2, Bạc Liêu trong bối cảnh việc bán hàng tại Carina Plaza không được thuận lợi và dự án KDC Sơn Tịnh – Quảng Ngãi chưa đủ điều kiện hạch toán doanh thu.

**Hoạt động tài chính dự kiến sẽ đóng góp chính vào lợi nhuận năm 2014**

Năm 2014, doanh thu từ mảng kinh doanh BĐS của NBB có thể tăng trưởng đáng kể nhờ việc hoàn tất kinh doanh tại Carina Plaza và KDC phường 2, Bạc Liêu. Riêng đối với KDC Sơn Tịnh Quảng Ngãi, vì tiến độ cấp giấy CNQSDĐ thu cho khách hàng thấp hơn dự đoán ban đầu nên chúng tôi điều chỉnh doanh thu dự phóng của Công ty xuống còn 345 tỷ đồng (+71% so với cùng kỳ), từ mức 499 tỷ đồng trong báo cáo trước. Tuy nhiên, dự phóng LNST không có sự thay đổi đáng kể với giả định NBB sẽ hạch toán toàn bộ lợi nhuận từ chuyển nhượng cổ phần của QMI trong năm nay. Theo đó, LNST năm 2014 ước đạt 123 tỷ đồng, tăng 387% so với năm 2013 và tương đương với EPS là 3.427 đồng (EPS sau khi phát hành thêm là 2.742 đồng).

**Quan điểm**

KQKD của NBB năm 2013 giảm mạnh so với năm 2012 một phần do ảnh hưởng bởi thị trường bất động sản đóng băng và một phần do kết quả năm 2012 có tính chất đột biến từ việc hạch toán hồi tố doanh thu tại Carina Plaza. Năm 2014, hoạt động kinh doanh bất động sản được kỳ vọng sẽ có cải thiện nhờ sự đóng góp của dự án KDC Sơn Tịnh, Quảng Ngãi với giá trị doanh thu chưa ghi nhận khá lớn. Ngoài ra, NBB đang cố gắng hoàn tất bán hàng tại hai dự án Carina Plaza và KDC phường 2 Bạc Liêu cũng như điều chỉnh thiết kế của NBB I và City Gate Towers để tăng khả năng tiêu thụ sản phẩm.

Liên quan đến hoạt động đầu tư, trong quý I, NBB đã hoàn tất chuyển nhượng dự án BOT cầu Rạch Miễu, thu về gần 42 tỷ đồng đồng thời tìm được đối tác hợp tác đầu tư vào dự án City Gate Towers. Cộng với việc phát hành thêm cổ phiếu và trái phiếu chuyển đổi, NBB dự kiến thu được gần 700 tỷ đồng để chi trả các khoản vay lớn và đầu tư cho các dự án bất động sản trong năm nay. Cũng theo đó, hoạt động tài chính dự kiến sẽ đóng góp chính vào lợi nhuận năm 2014. Với các luận điểm trên và không có thay đổi quan trọng trong phương pháp định giá NAV (Báo cáo phân tích lần đầu ngày 06/02/2014), chúng tôi vẫn cho rằng nhà đầu tư có ý định tăng tỷ trọng cổ phiếu BĐS có thể cân nhắc **MUA** cổ phiếu NBB trong **DÀI HẠN**.

**Bảng 06: Những giả định chính**

Chỉ tiêu	Dự phóng trước		Dự phóng sau điều chỉnh	
	FY2014F	FY2015F	FY2014F	FY2015F
Tăng trưởng doanh thu (%)	146%	-	71%	21%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	34%	-	33%	34%
Tỷ suất EBIT (%)	36%	-	49%	26%

Nguồn: RongViet Securities

**Bảng 07: Thay đổi dự phóng**

Chỉ tiêu ( tỷ đồng)	FY2014F			FY2015F		
	Dự phóng trước	Dự phóng điều chỉnh	Chênh lệch (%)	Dự phóng trước	Dự phóng điều chỉnh	Chênh lệch (%)
Doanh thu ròng	499,0	345,8	-31%	-	419,8	-
TS Lợi nhuận gộp	33,6%	32,5%	-110bps	-	34,4%	-
Chi phí bán hàng và q.ly	51,4	28,7	-44%	-	43,2	-
Lợi nhuận HĐKD	116,0	83,7	-28%	-	101,3	-
Chi phí tài chính	21,3	11,0	-49%	-	11,8	-
Lợi nhuận trước thuế	162,3	157,6	-3%	-	96,7	-
Lợi nhuận sau thuế	121,7	122,9	1%	-	73,8	-
EBITDA	191,2	184,4	-4%	-	121,5	-
EBIT	179,2	171,0	-5%	-	108,5	-

Nguồn: RongViet Securities



## 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/m<sup>2</sup> và có thể được điều chỉnh tăng ~5% từ quý II/2014. Dự án đã hoàn thiện về mặt hạ tầng và chỉ còn 127 nền chưa kinh doanh. 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 ha gồm 2.697 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 86,8% và san lấp được 70% diện tích. Dự án dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao từ tháng quý II/2014 và hoàn thành xây dựng trong năm 2017. Đến cuối năm 2013, dự án đã kinh doanh được 17% diện tích (~58.547m<sup>2</sup>). Từ ngày 01/04/2014, cùng với huyện Sơn Tịnh, toàn bộ diện tích của dự án đã được sáp nhập vào địa giới hành chính của thành phố Quảng Ngãi. Việc chuyển đổi từ đất ở thị trấn sang đất ở thành phố được kỳ vọng sẽ làm tăng giá trị kinh doanh của dự án.

### Căn hộ

**Khu căn hộ cao tầng Carina Plaza.** Với tổng vốn đầu tư là 927 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 86m<sup>2</sup> đến 105m<sup>2</sup> và nhiều công trình tiện ích khác như hồ bơi, sân tennis, trung tâm thương mại. Tại đây hiện còn khoảng 53 căn hộ và 5.913 m<sup>2</sup> 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 964 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 1.092 căn hộ với các diện tích 68 m<sup>2</sup>, 69 m<sup>2</sup> và 91m<sup>2</sup>. Hiện nay dự án đã thi công xong phần móng và dự kiến sẽ khởi động lại trong quý 2 năm 2014. Theo kế hoạch, dự án sẽ hoàn thành và đưa vào sử dụng trong tháng 07 năm 2016.

**Khu căn hộ cao tầng NBB III.** Đây là dự án có vốn đầu tư 3.817 tỷ đồng do NBB sở hữu 63%. Dự án nằm trên diện tích đất khoảng 8,16ha tại P.16, Q.8, TP.HCM. NBB III có thể cung cấp khoảng 4.051 căn hộ với 2 loại diện tích là 70 m<sup>2</sup> và 90 m<sup>2</sup>, cùng 1.650 m<sup>2</sup> đất xây nhà liền kề và 12.864 m<sup>2</sup> TTTM và dịch vụ.

**Khu căn hộ cao tầng Diamond Riverside (NBB I).** Cùng Carina Plaza và City Gate, NBB I 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 165.399 m<sup>2</sup> sàn xây dựng, tương đương 1.848 căn hộ. Đây là dự án hợp tác giữa NBB và CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Tp.HCM (CII). Tổng mức đầu tư ước tính của dự án là 1.705 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 tháng 06/2014.

**Đôi Thủy Sản – Hạ Long.** Với diện tích 32,2ha, đây là một trong hai dự án bất động sản kết hợp nghỉ dưỡng có quy mô lớn của NBB tại thành phố Hạ Long, tỉnh Quảng Ninh. Dự án Đôi Thủy Sản có tổng mức đầu tư dự kiến khoảng 581,6 tỷ đồng với tỷ lệ đầu tư của NBB là 60%. Dự án đang triển khai đền bù và giải phóng mặt bằng và dự kiến khởi công trong quý IV/2014.



Đvt: tỷ đồng

Đvt: tỷ đồng

KQ HKĐK	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F
Doanh thu thuần	1.077,4	202,7	345,8	419,8
Giá vốn	758,8	117,2	233,3	275,3
<b>Lãi gộp</b>	<b>318,7</b>	<b>85,5</b>	<b>112,4</b>	<b>144,6</b>
Chi phí bán hàng	14,0	4,5	4,5	5,5
Chi phí quản lý	29,7	25,6	24,2	37,8
Thu nhập từ HĐTC	147,4	12,7	82,2	3,9
Chi phí tài chính	29,5	25,0	11,0	6,2
Lợi nhuận khác	4,5	2,5	2,6	3,2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>393,2</b>	<b>43,9</b>	<b>157,6</b>	<b>102,2</b>
Thuế TNDN	104,2	19,4	34,7	24,1
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,2	-0,8	0,0	0,0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>284,9</b>	<b>25,3</b>	<b>122,9</b>	<b>78,2</b>
EBIT	<b>419,3</b>	<b>67,1</b>	<b>171,0</b>	<b>108,5</b>
EBITDA	432,5	79,6	184,4	121,5

Đvt:%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F
<b>Tăng trưởng</b>	161,0	-81,2	70,5	21,4
Doanh thu	293,2	-79,9	51,3	21,0
Lợi nhuận HKĐK	239,3	-81,6	131,8	-34,1
EBITDA	268,7	-84,0	154,8	-36,6
EBIT	309,4	-91,1	386,6	-36,4
Lợi nhuận sau thuế	19,2	1,8	5,1	5,1
Tổng tài sản	20,8	8,3	35,0	9,7
Vốn chủ sở hữu	23,2	-2,5	4,5	1,3
Tốc độ tăng trưởng nội tại				
<b>Khả năng sinh lợi</b>	29,6	42,2	32,5	34,4
LN gộp / Doanh thu	25,5	27,3	24,2	24,1
LN HKĐK / Doanh thu	40,1	39,3	53,3	28,9
EBITDA/ Doanh thu	38,9	33,1	49,5	25,8
EBIT/ Doanh thu	26,4	12,5	35,5	18,6
LNST/ Doanh thu	10,2	0,8	3,9	2,4
ROA	26,0	3,2	7,6	4,4
ROIC or RONA	25,8	1,9	8,0	4,2
ROE				
<b>Hiệu quả hoạt động (vòng)</b>	4,8	0,7	1,3	1,7
Vòng quay kh. phải thu	0,4	0,1	0,1	0,1
Vòng quay hàng tồn kho	2,0	0,2	0,4	0,5
Vòng quay khoản phải trả				
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>	2,1	2,7	3,3	3,6
Hiện hành	0,3	0,3	0,5	0,6
Nhanh				
<b>Cấu trúc tài chính</b>	149,4	132,7	82,7	75,0
Tổng nợ/ Vốn CSH	56,0	34,0	19,4	15,6
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	45,2	52,6	31,5	28,7
Vay dài hạn/ Vốn CSH	161,0	-81,2	70,5	21,4

BẢNG CĐKT	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F
Tiền	14,9	7,8	171,3	249,3
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Các khoản phải thu	313,6	283,0	242,0	251,9
Tồn kho	2.174,9	2.304,8	2.408,9	2.538,9
Tài sản ngắn hạn khác	37,7	34,3	11,2	11,7
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>2.541,1</b>	<b>2.629,9</b>	<b>2.833,4</b>	<b>3.051,8</b>
Tài sản cố định hữu hình	183,0	177,9	165,0	155,3
Tài sản cố định vô hình	10,7	10,4	10,0	7,2
Xây dựng cơ bản dở dang	110,4	105,2	100,0	77,8
Bất động sản đầu tư	4,5	4,4	4,0	3,8
Đầu tư tài chính dài hạn	43,0	40,0	15,8	15,8
Tài sản dài hạn khác	93,6	78,6	82,7	82,7
Lợi thế thương mại	44,3	37,6	32,0	14,4
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>489,5</b>	<b>454,2</b>	<b>409,5</b>	<b>357,0</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3.030,6</b>	<b>3.084,1</b>	<b>3.242,9</b>	<b>3.408,8</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	230,1	195,7	175,0	206,4
Khoản phải trả ngắn hạn khác	288,9	350,7	328,5	327,5
Vay và nợ ngắn hạn	677,4	445,2	343,3	302,8
Vay và nợ dài hạn	547,1	689,3	556,1	556,1
Khoản phải trả dài hạn khác	64,2	56,7	58,9	61,8
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.807,7</b>	<b>1.737,7</b>	<b>1.461,7</b>	<b>1.454,6</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.209,7</b>	<b>1.309,8</b>	<b>1.768,1</b>	<b>1.940,5</b>
Vốn đầu tư của CSH	180,0	358,6	537,9	537,9
Lợi nhuận giữ lại	200,6	183,2	248,7	273,1
Các quỹ	434,8	434,8	642,8	790,8
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.209,7</b>	<b>1.309,8</b>	<b>1.768,1</b>	<b>1.940,5</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	13,3	9,4	13,1	13,8
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>3.030,6</b>	<b>3.057,0</b>	<b>3.242,9</b>	<b>3.408,8</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
LNTT	232,5	43,9	157,6	102,2
Khấu hao	13,2	12,5	13,4	13,0
Các điều chỉnh	-112,9	21,3	5,6	4,8
Thay đổi vốn lưu động	-361,1	-131,2	49,0	7,8
<b>Tiền thuần từ HKĐK</b>	<b>-228,2</b>	<b>-53,6</b>	<b>225,7</b>	<b>127,9</b>
Thay đổi TSCĐ	-4,8	-2,8	5,5	34,6
Thay đổi khoản mục ĐT khác	5,4	1,9	20,2	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	141,8	11,9	14,0	14,3
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>142,4</b>	<b>11,0</b>	<b>39,7</b>	<b>48,9</b>
Nhận/trả lại vốn góp	102,6	148,7	392,8	148,0
Vay mới/trả nợ vay	6,7	-89,9	-235,2	-40,5
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-27,2	-23,3	-259,3	-206,4
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>82,1</b>	<b>35,6</b>	<b>-101,8</b>	<b>-98,8</b>
Tiền thuần trong kỳ	-3,8	-7,1	163,5	78,0
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>18,7</b>	<b>14,9</b>	<b>7,8</b>	<b>171,3</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>14,9</b>	<b>7,8</b>	<b>171,3</b>	<b>249,3</b>

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**



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	<-15
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30	15 đến 30	-10 đến 15	-15 đến -10	<-15

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng 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.**