



CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (NLG: HSX)

KB Securities

Chiến lược thận trọng và chắc chắn

BÁO CÁO LẦN ĐẦU
27/05/2019

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích
ngaphb@kbsec.com.vn

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Nam Long dẫn đầu trong phân khúc nhà ở trung cấp và vừa túi tiền.

NLG duy trì vị thế dẫn đầu trong phát triển nhà ở phân khúc trung cấp và vừa túi tiền với các dòng sản phẩm chính là Ehome, Valora và Flora. Bên cạnh đó, NLG còn hợp tác thành công với các đối tác Nhật Bản có tiềm lực tài chính mạnh để triển khai các Khu đô thị (KĐT) quy mô lớn.

Tình hình tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ vay/VCSH 0.19 lần.

Tình hình tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ vay thấp nhờ tiếp cận tốt dòng vốn đầu tư từ các NĐT nước ngoài.

Tổng diện tích các dự án đang triển khai lên tới 400ha.

Định hướng của NLG trong giai đoạn tới là tiếp tục trở thành nhà phát triển khu đô thị quy mô lớn hàng đầu qua việc hợp tác phát triển với các đối tác Nhật Bản có thương hiệu uy tín tại các dự án KĐT Mizuki Park, KĐT Akari City và KĐT Waterpoint. Đây đều là những dự án có quy mô lớn, được kì vọng sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của Nam Long.

Tiếp tục tích lũy quỹ đất với hơn 200ha tại các đô thị cấp 2

Trong năm 2018-2019, Nam Long tích lũy được các quỹ đất mới có tổng diện tích lên tới 236.5ha tại các tỉnh Đồng Nai và Hải Phòng. Đây đều là những quỹ đất có tiềm năng phát triển trong tương lai.

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NLG

Dựa trên kết quả định giá và triển vọng kinh doanh trong thời gian tới, KBSV đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NLG với giá mục tiêu là 36,500VND/cổ phiếu, cao hơn 18% so với giá đóng cửa ngày 27/05/2019.

Rủi ro luôn hiện hữu.

NLG có thể gặp phải một số rủi ro đặc thù của doanh nghiệp BĐS, biến động của lãi suất và diễn biến mang tính chu kỳ của thị trường BĐS Việt Nam.

MUA

Giá mục tiêu	36,500VND
Tăng/Giảm	18%
Giá hiện tại (27/05/2019)	30,850VND
Giá mục tiêu	36,500VND
Vốn hóa thị trường	7,377.3 tỷ VND (317.9 triệu USD)
Tỷ giá ngày 27/05/2019: 1USD= 23,455ND	

Dự phóng doanh thu và định giá

	2016A	2017A	2018A	2019F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	2,533.80	3,161.31	3,479.61	3408.6
Tốc độ tăng trưởng (%)	101.3%	24.8%	10.1%	-2%
Lợi nhuận gộp (tỷ VNĐ)	822.88	1,294.94	1,503.46	1389
Biên lợi nhuận gộp (%)	32.48	40.96	43.21	40%
Lợi nhuận ròng (tỷ VNĐ)	387.57	756.16	887.19	1322.3
Tốc độ tăng trưởng (%)	85.8%	95.1%	17.3%	19%
EPS(VND)	2,373.00	3,314.00	3,521.00	3866.6
Tăng trưởng EPS	67.4%	39.7%	6.2%	10%

Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	239,136,918 cp
KLGD khớp lệnh TB 3T	685,767
% sở hữu nước ngoài	49%

% thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
NLG	6%	7%	-4%	-7%
VN-INDEX	0%	2%	6%	-13%



Nguồn: Fiiopro, KBSV

CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG**THÔNG TIN TỔNG QUAN****1. LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN**

Bảng 1: Lịch sử hình thành và phát triển của NLG

1992	• Công ty TNHH Nam Long được thành lập
1996-2005	• Nam Long chính thức chuyển thành CTCP Đầu tư Nam Long
2008	• Nam Long tiếp nhận hai cổ đông chiến lược là Công ty Nam Việt (100% vốn Goldman Sachs) và Quỹ ASPL (Malaysia)
2010	• Nam Long tiếp nhận Vietnam Azela Fund (VAF) - thuộc Công ty quản lý Mekong Capital • Tăng vốn điều lệ lên 482.6 tỷ VND
2013	• Nam Long chính thức niêm yết trên sàn HSX với mã chứng khoán: NLG
2014	• Tiếp nhận các cổ đông nước ngoài mới như Công ty Tài chính Quốc tế (IFC), Quỹ đầu tư Briger Capital (Mỹ),...
2015	• Keppel Land trở thành cổ đông chiến lược • Hankyu Realty Co. Ltd và Nishi Nippon Railroad Co.Ltd (Nhật Bản) trở thành đối tác phát triển dự án FLORA
2016	• Phát hành 500 tỷ VND trái phiếu chuyển đổi cho Keppel Land • Cùng hai đối tác Hankyu Realty và Nishi Nippon Railroad phát triển dự án Fuji Residence và Kykio Residence
2017	• Cùng hai đối tác Hankyu Realty và Nishi Nippon Railroad phát triển dự án Mizuki Park
2018	• Cùng hai đối tác Hankyu Realty và Nishi Nippon Railroad phát triển dự án Akari city • Cùng với Nishi Nippon Railroad, TBS group và Công ty TNHH Tân Hiệp góp vốn 6,900 tỷ VND để thực hiện giai đoạn 1 dự án Waterpoint

Nguồn: NLG

2. CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP VÀ CƠ CẤU SỞ HỮU

Tính đến ngày 31/03/2019, CTCP Đầu tư Nam Long hiện đang có 16 công ty con trực tiếp, 02 công ty con gián tiếp, 02 công ty liên kết và 01 công ty liên doanh (Bảng 2).

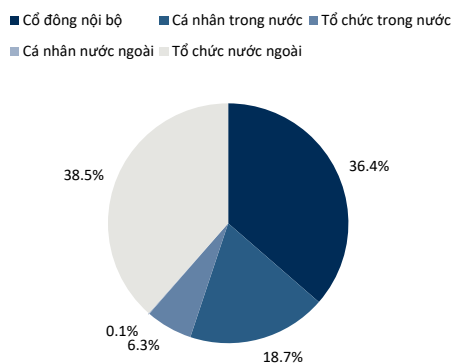
NLG có vốn điều lệ tính tới thời điểm hiện tại là 2,391 tỷ VND trong đó cổ đông nội bộ nắm giữ 36.4%, cá nhân trong nước nắm giữ 18.7%, tổ chức trong nước nắm giữ 6.3%, cá nhân nước ngoài nắm giữ 0.1%, tổ chức nước ngoài nắm giữ 38.5%. Các cổ đông lớn gồm: Ông Nguyễn Xuân Quang – Chủ tịch HĐQT nắm giữ 13.4%, Ibeworth Pte. Ltd nắm giữ 10%, quỹ PYN Fund Elite nắm 5.9%. (Biểu đồ 3).

Bảng 2: Cấu trúc doanh nghiệp

	Công ty	Ngành nghề kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu (%)	
Phát triển BĐS Thương mại	Công ty TNHH MTV Quản lý và Khai thác BĐS Nam Long	Xây dựng và BĐS	100	
	CTCP Nam Long - Hồng Phát	Xây dựng và BĐS	99.98	
	CTCP Phát triển Căn hộ Nam Long	Xây dựng và BĐS	97.14	
	Công ty TNHH Đầu tư và Kinh doanh BĐS Nguyễn Phúc	BĐS	50	
Phát triển nhà ở	Công ty TNHH Đầu tư và Kinh doanh BĐS Thảo Nguyễn	BĐS	50	
	Công ty TNHH NLG - NNR - HR - Fuji	Xây dựng và BĐS	50	
	Công ty TNHH NNH Kikyo Flora	BĐS	50	
	Công ty TNHH NNH Kikyo Valora	BĐS	50	
	CTCP Đầu tư Thiên Việt Lâm	BĐS	99	
	CTCP NNR Mizuki	BĐS	50	Công ty liên doanh
	CTCP Southgate	BĐS	50	Công ty liên kết
	Công ty TNHH Anabuki NL Housing Service Việt Nam	BĐS	30.59	
	Công ty TNHH MTV Sàn giao dịch BĐS Nam Long	Sàn giao dịch BĐS	100	
	Công ty TNHH MTV Đầu tư Xây dựng Phát triển Nam Khang	Xây dựng và BĐS	100	
Xây dựng và dịch vụ	CTCP Tư vấn Thiết kế và Xây dựng Nam Viên	Dịch vụ	81.25	
	Công ty TNHH Kinh doanh Vật liệu Xây dựng Nam Khang	Kinh doanh thương mại và VLXD	100	
	Công ty TNHH MTV Dịch vụ Nam Long	Dịch vụ và Xây lắp	100	
	CTCP BĐS Nguyễn Sơn	BĐS	87.33	
Phát triển quỹ đất	CTCP Nam Long VCD	Xây dựng và BĐS	100	
	CTCP Đầu tư Nam Phan	Xây dựng và BĐS	100	
	Công ty TNHH Paragon Đại Phước	BĐS	100	

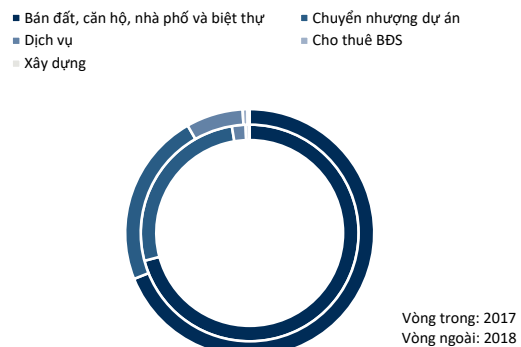
Nguồn: NLG, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 3: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: NLG

Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu



Nguồn: NLG, KBSV tổng hợp

3. NGÀNH NGHỀ KINH DOANH & VỊ THẾ DOANH NGHIỆP

NLG là một trong những chủ đầu tư đi đầu trong phát triển các KĐT.

Nam Long là một trong những chủ đầu tư có kinh nghiệm lâu đời nhất của thị trường BĐS Việt Nam với 27 năm hình thành và phát triển với 3 dòng sản phẩm chính: EHome/ EHomeS, Flora và Valora. Thị trường hoạt động của NLG tập trung tại các thành phố như TP HCM, Long An, Cần Thơ và Đồng Nai, Bình Dương và Hải Phòng. Nam Long đã đầu tư và phát triển các KĐT có quy mô lớn tại Việt Nam như Nam Long Tân Thuận Đông (28ha), Nam Long Phước Long B (34ha), Fuji Residence (5.6ha) và Kikyo Residence (17.8ha)... và đang tiếp tục triển khai các KĐT như Waterpoint (355ha), Mizuki Park (37ha),... Với 4 dự án liên tiếp thành công với đối tác Nhật Bản là Hankyu Hanshin và Nishi Nippon Railroad (Nishitetsu), Nam Long mang lại dấu ấn với các sản phẩm đa dạng đáp ứng như cầu của thị trường như dòng sản phẩm căn hộ vừa túi tiền Ehome, Flora và biệt thự Valora. Trong năm 2018, Nam Long đã cung cấp ra thị trường 3,272 sản phẩm, chiếm hơn 15% thị phần căn hộ trung cấp và vừa

túi tiền tại TP HCM và tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu trong phân khúc này. Bên cạnh đó, Nam Long hiện đang có ưu thế khi sở hữu quỹ đất sạch lên tới hơn 650ha phù hợp với định hướng và chiến lược phát triển của công ty.

4. CƠ CẤU DOANH THU

Doanh thu từ bán đất nền, nhà phố, biệt thự và căn hộ đóng góp lớn nhất vào tổng doanh thu của NLG, chiếm lần lượt 71% và 69% trong tổng doanh thu năm 2017, 2018. Trong 2 năm này, Nam Long ghi nhận thêm doanh thu từ chuyển nhượng BĐS chiếm lần lượt 27% và 23% trong cơ cấu doanh thu của Nam Long (Biểu đồ 4).

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Nam Long hiện đang tập trung vào ba mảng hoạt động kinh doanh chính bao gồm đầu tư và phát triển nhà ở, hợp tác đầu tư và phát triển KĐT và khai thác BĐS thương mại.

1. PHÁT TRIỂN NHÀ Ở

Trong hoạt động phát triển nhà ở, NLG đầu tư và kinh doanh các dự án BĐS bình dân với 3 dòng sản phẩm chính:

- Căn hộ Ehome/EhomeS với giá từ 600 triệu VND đến 1 tỷ VND
- Căn hộ Flora với giá từ 1 tỷ VND đến 3 tỷ VND
- Biệt thự Valora với giá từ 3 tỷ đến 8 tỷ VND.

Ehome là dòng sản phẩm căn hộ vừa túi tiền đầu tiên được Nam Long giới thiệu vào năm 2007 hướng đến những khách hàng có mức thu nhập trung bình khi phần lớn các căn hộ có mức giá dưới 1 tỷ đồng. Bên cạnh các dự án Ehome điển hình của NLG như Ehome 3,4,5 đã hoàn thành và bàn giao nhà cho khách hàng, Nam Long đã phát triển thêm dòng sản phẩm EhomeS (Social Housing) – Nhà ở xã hội dành cho khách hàng có thu nhập thấp thuộc Ehome. Dự án EhomeS Phú Hữu triển khai vào cuối năm 2016 và dự án EhomeS Nam Sài Gòn vào đầu năm 2018 đều ghi nhận kết quả bán hàng tích cực khi toàn bộ số căn hộ đều đã được bán hết.

Dòng sản phẩm Flora là căn hộ trung cấp chính thức ra mắt từ năm 2014 trong dự án Flora Anh Đào và nhanh chóng trở thành dòng sản phẩm chủ lực khi Nam Long hợp tác với 2 đối tác chiến lược Nhật Bản. Các dự án Flora Fuji và Kikyo Flora với đều đã được triển khai và hoàn thành bàn giao trong năm 2018.

Phân khúc căn hộ Ehome và Flora luôn được định hướng là dòng sản phẩm chính của Nam Long và chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu sản phẩm. Với kết quả tích cực từ các dự án mà Nam Long đã và đang triển khai cho thấy định hướng đúng đắn của NLG khi tập trung vào phân khúc trung cấp và bình dân. Phân khúc này hiện đang thiếu hụt nguồn cung do số lượng dự án chào bán giảm, tỷ lệ hấp thụ cao.

Valora là dòng sản phẩm nhà phố, biệt thự nằm trong khu được quy hoạch biệt lập với đầy đủ tiện ích được Nam Long giới thiệu vào năm 2016. Mật độ xây dựng các Khu dân cư Valora đã hình thành đều rất thấp, như Valora Fuji

Nam Long tập trung phát triển 3 dòng sản phẩm chủ đạo EHome/EHomes, Flora và Valora.

Nam Long khẳng định vị thế vững chắc trong phân khúc bình dân với sản phẩm EHome và EHomes.

Dòng sản Flora đánh dấu sự chuyển mình của Nam Long sang phân khúc trung cấp.

Phân khúc căn hộ trung cấp và vừa túi tiền luôn là dòng sản phẩm chính của NLG.

Các dự án Valora được ra mắt năm từ năm 2016 và đều ghi nhận kết quả bán hàng tích cực.

chỉ 16%, Valora Kikyo 16,6%, Valora Camellia Garden là 30%; biệt thự Valora Island là 28%. Các dự án Camellia Garden, Valora Fuji và Valora Kikyo đều đã được triển khai và ghi nhận kết quả bán hàng tích cực khi toàn bộ số căn biệt thự, nhà phố đều được bán hết. Nam Long đã hoàn thành việc bàn giao cho khách hàng trong năm 2018. Dự án Valora Island do NLG làm chủ đầu tư nằm trong KĐT Mizuki Park với 44 căn biệt thự đã bán hết hàng, đã bàn giao và ghi nhận doanh thu từ 15 căn trong năm 2018. Phần còn lại 29 căn dự kiến sẽ được Nam Long ghi nhận vào doanh thu năm 2019.

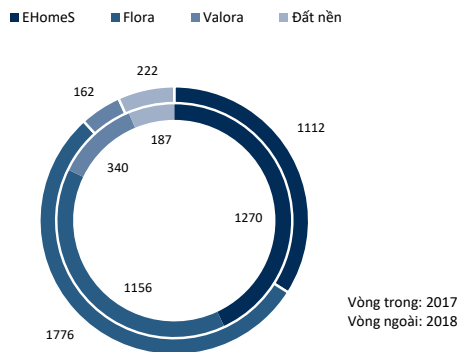
Chuyển mình sang phân khúc căn hộ trung cấp và nhà phố biệt thự giúp Nam Long cải thiện biên lợi nhuận.

Việc hợp tác cùng các đầu tư nước ngoài cùng định hướng phân khúc sản phẩm đúng đắn đem lại kết quả rất tích cực cho Nam Long.

Việc phát triển thêm hai dòng sản phẩm mới là Flora và Valora bên cạnh Ehomes giúp NLG tăng biên lợi nhuận gộp, do trong 3 dòng sản phẩm, Ehome có biên lợi nhuận gộp thấp nhất vào khoảng 15-20%, Flora có biên lợi nhuận khoảng 20-25% và Valora có biên lợi nhuận cao nhất đạt trên 30%.

Từ kết quả bán hàng rất tích cực tại các dự án của Nam Long đã cho thấy định hướng đúng đắn của công ty khi tập trung vào dòng sản phẩm trung cấp và bình dân tại các quận ngoại thành và các tỉnh lân cận, đáp ứng nhu cầu ở thực của người dân. Bên cạnh đó Nam Long còn cho thấy năng lực triển khai dự án khi hoàn thành và bàn giao nhà đúng tiến độ. Việc hợp tác với các nhà đầu tư nước ngoài giúp Nam Long củng cố thương hiệu khi triển khai các sản phẩm có giá cả hợp lý nhưng vẫn có đầy đủ các tiện ích đầy đủ và không gian xanh đồng thời đưa ra phương thức thanh toán cạnh tranh.

Biểu đồ 5: Cơ cấu sản phẩm năm 2017 và 2018



Nguồn: NLG

Hình 7: Hình ảnh Dự án Fuji Flora



Nguồn: NLG

Bảng 9: Một số dự án Khu dân cư tiêu biểu đã hoàn thành

Hình 6: Hình ảnh Dự án Ehome



Nguồn: NLG

Hình 8: Hình ảnh Dự án Kikyo Valora

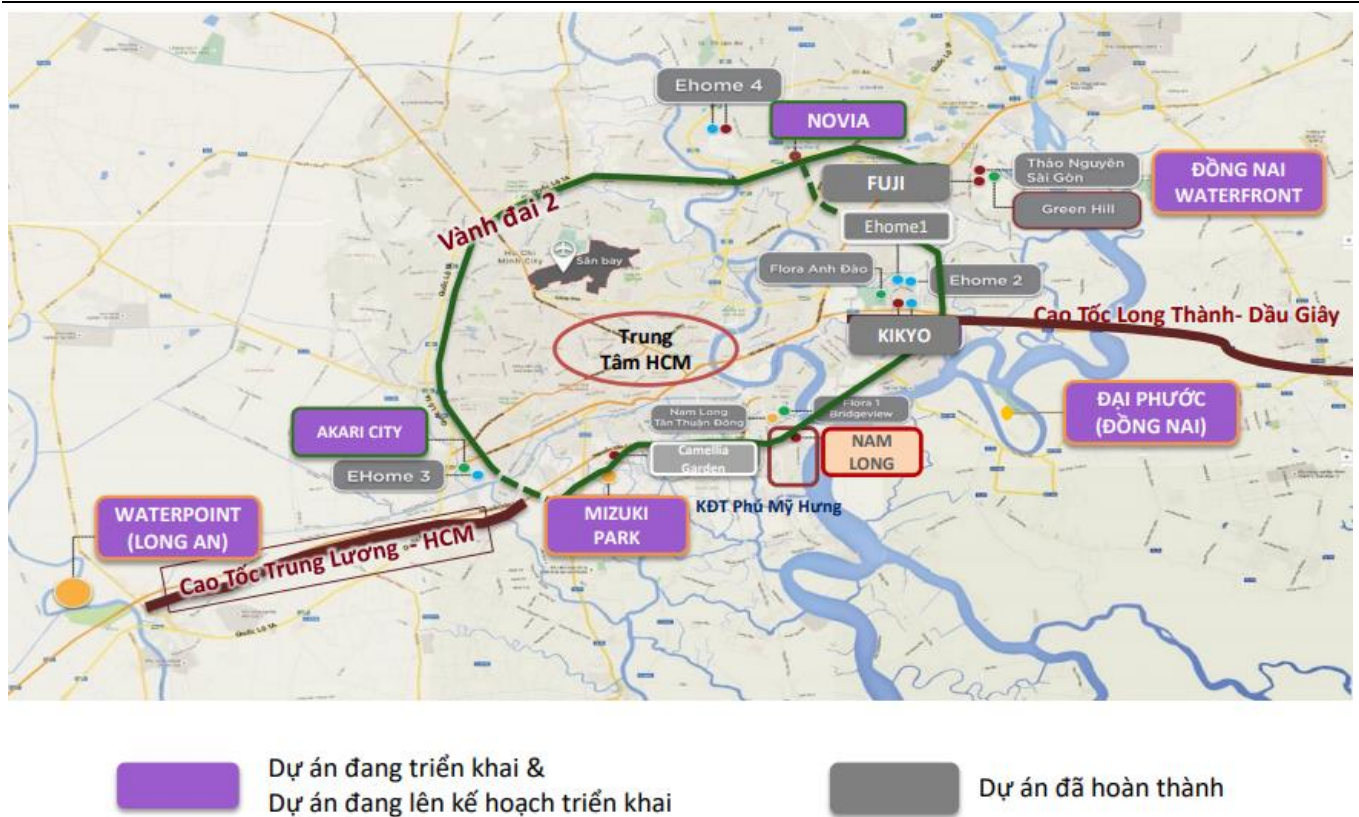


Nguồn: NLG

Dự án	Vị trí	Diện tích	Sở hữu	Sản phẩm	Số lượng	% bàn giao	Thời gian bàn giao
Camellia Garden	Quận Bình Chánh TP HCM	5.9ha	60%	Valora	102	100%	2017
				Valora	84	100%	
Fuji Residence	Quận 9, TP HCM	5.6ha	50%	Flora	789	100%	2016-2018
				Valora	84	100%	
Kikyo Residence	Quận 9, TP HCM	17.8ha	100%	EHome (EHomeS Phú Hữu)	1240	100%	2017-2018
			50%	Flora	234	100%	
				Valora	110	100%	
EHomeS Nam Sài Gòn Valora Island (Thuộc Mizuki Park)	Quận Bình Chánh TP HCM	11ha	100%	EHome	1678	Đang bàn giao	2018-2019
				Valora	44		
Flora Novia	Quận Thủ Đức TP HCM	1.1ha	100%	Flora	518		2019

Nguồn: NLG

Hình 10: Các dự án tại khu vực TP HCM



Nguồn: NLG

2. HỢP TÁC ĐẦU TƯ

Quy trình phát triển dự án giúp rút ngắn thời gian ghi nhận lợi nhuận thông qua hình thức chuyển nhượng dự án cho liên doanh.

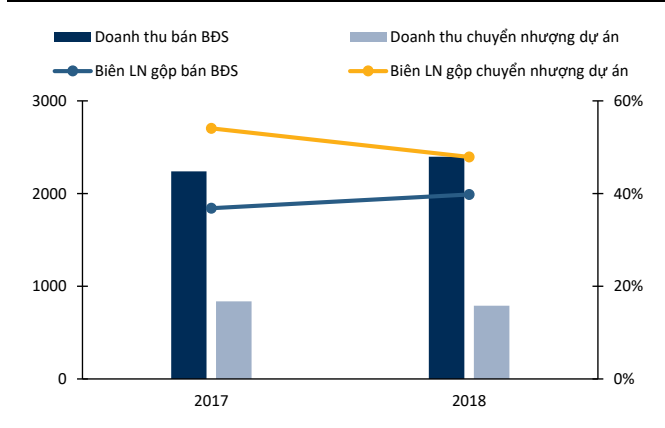
Bên cạnh hoạt động phát triển nhà ở truyền thống, Nam Long còn tác đầu tư với các đối tác trong nước và nước ngoài thông qua việc chuyển nhượng dự án. Khác với các chủ đầu tư khác thường mất từ 3 đến 5 năm phát triển dự án từ lúc sơ khai đến hoàn chỉnh để có thể ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ dự án, Nam Long ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ngay khi chuyển nhượng dự án thành công cho đối tác.

Năm 2017, Nam Long ghi nhận 838 tỷ VND (chiếm 27% tổng doanh thu) từ chuyển nhượng dự án 26ha đất cho công ty Mizuki – công ty liên doanh giữa Nam Long (nắm giữ 50% cổ phần) và hai đối tác Nhật Bản là Hankyu và Nishi Nippon Railroad (nắm giữ 50%) để cùng phát triển dự án Mizuki Park.

Vào tháng 7/2018, NLG đã ký hợp đồng chuyển nhượng 165 ha dự án Waterpoint giai đoạn 1 tại huyện Bến Lức, Long An cho CTCP Southgate – công ty liên doanh giữa Nam Long (nắm giữ 50% cổ phần) và các đối tác Hankyu Hanshin và Nishitesu (nắm giữ 35%), TBS Group (nắm giữ 10%) và công ty TNHH Đầu tư Tân Hiệp (nắm giữ 5%). Nam Long ghi nhận doanh thu 792 tỷ VND từ chuyển nhượng dự án, chiếm 23% tổng doanh thu (Biểu đồ 4).

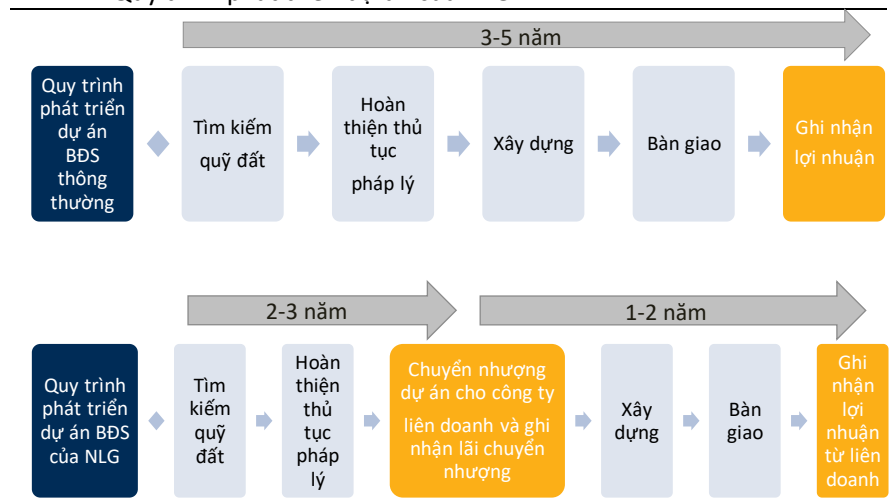
Biên lợi nhuận của mảng chuyển nhượng dự án đạt 54% trong năm 2017 và 48% trong năm 2018 (Biểu đồ 11).

Biểu đồ 11: Doanh thu và BLN gộp mảng Phát triển nhà ở và Chuyển nhượng dự án



Nguồn: NLG, KBSV tổng hợp

Hình 12: Quy trình phát triển dự án của NLG



Nguồn: KBSV

3. KHAI THÁC BĐS THƯƠNG MẠI

Mảng khai thác BĐS thương mại sẽ được đẩy mạnh để trở thành mảng

Hiện nay, NLG đang sở hữu hơn 65ha đất để phát triển mảng BĐS thương mại tại các dự án khu đô thị lớn như Mizuki, Akari và Waterpoint. Quỹ đất này sẽ

kinh doanh cốt lõi của Nam Long.

được chia thành 3 nhóm chính bao gồm: (1) Quỹ đất dành cho trường học (mẫu giáo, tiểu học, trung học và đại học) (2) Quỹ đất dành cho các công trình y tế (3) Quỹ đất dành cho các công trình bán lẻ và Trung tâm thương mại. Cùng với sự hợp tác của Anabuki Housing Service, mảng BĐS thương mại sẽ được khai thác và phát triển từ năm 2019 để trở thành mảng kinh doanh cốt lõi của Nam Long, chiếm tới 30% trong tổng doanh thu của NLG trong vòng 10 năm tới. Theo đánh giá của chúng tôi, nếu Nam Long có thể tận dụng tốt quỹ đất lớn này để khai thác và cho thuê BĐS thương mại tại các khu đô thị thì hoạt động này sẽ không chỉ đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định mà còn tạo ra hệ sinh thái BĐS làm gia tăng giá trị cho các dự án của Nam Long.

NLG có hoạt động kinh doanh tích cực khi doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định trong những năm gần đây nhờ số lượng căn hộ bán được gia tăng.

KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Số lượng căn hộ bán được trong năm 2018 đạt 3,272 căn, tăng 11%yoy, CAGR trong giai đoạn 2014-2018 đạt 21.15% (Biểu đồ 13).

Doanh thu tăng trưởng liên tục trong những năm gần đây với tốc độ tăng trưởng CAGR của DTT từ năm 2014 - 2018 đạt 41.5%. Doanh thu năm 2018 đạt 3,480 tỷ VND, tăng 10.1% yoy (Biểu đồ 14). Trong đó, doanh thu từ dòng sản phẩm Valora đóng góp tỷ trọng lớn nhất lên tới 23%, chủ yếu đến từ dự án Valora Fuji, Valora Kikyo và Valora Island. Hai dòng sản phẩm chủ đạo là Ehome và Flora đóng góp 35% trong tổng doanh thu, giảm so với mức 40% trong năm 2017, đến từ các dự án chủ chốt như EhomeS Nam Sài Gòn, Flora Kikyo, Flora Fuji. Doanh thu từ bán đất nền tăng 29% yoy, đạt 360 tỷ VND. Doanh thu từ chuyển nhượng cổ phần tại dự án Waterpoint Long An đạt 791.5 tỷ VND chiếm 22.3% doanh thu (Biểu đồ 15). Nam Long mới chỉ hạch toán doanh thu và lợi nhuận từ bán 130ha, phần doanh thu và lợi nhuận từ 35ha còn lại sẽ được ghi nhận trong năm 2019.

LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2018 đạt 763.5 tỷ VND, tăng 42.7% so với năm 2017. LNST đạt tăng trưởng kép 68.1% từ 2014 - 2018.

Kết quả kinh doanh Quý 1/2019 cho thấy doanh thu giảm mạnh so với cùng kỳ nhưng LNST tăng mạnh nhờ mua Việt Thiên Lâm.

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1/2019, doanh thu đạt 332.3 tỷ VND, giảm 38.4% so với cùng kỳ, hoàn thành 9.5% kế hoạch doanh thu cả năm. Doanh thu giảm mạnh là do các dự án mới như Novia, Waterpoint, Paragon Đại Phước đều đang trong quá trình triển khai, các dự án cũ như (Valora Island và Kikyo Flora) đã bàn giao gần hết trong Quý 4/2018. Doanh thu chủ yếu đến từ bán căn hộ tại hai dự án E-Home S Nguyễn Sơn và Kikyo Flora đạt 191 tỷ VND, chiếm 67% và doanh thu bán biệt thự đạt 84 tỷ VND, chiếm 10%. Theo đó, biên lợi nhuận Quý 1/2019 đạt 28.8%, giảm mạnh so với cùng kỳ, do căn hộ cao tầng có biên lợi nhuận thấp hơn các sản phẩm thấp tầng.

Tuy doanh thu giảm mạnh nhưng LNST trong Quý 1 đạt 145.2 tỷ VND, tăng 358% yoy, hoàn thành 15% kế hoạch LNST cả năm, nhờ có phần lợi nhuận đóng góp từ việc mua công ty Việt Thiên Lâm, công ty sở hữu dự án Khu biệt thự Đại Phước Paragon hơn 45ha tại Đồng Nai. NLG đã ghi nhận phần lợi nhuận chênh lệch từ mua Thiên Việt Lâm vào khoản mục thu nhập khác với giá trị đạt 137 tỷ VND.

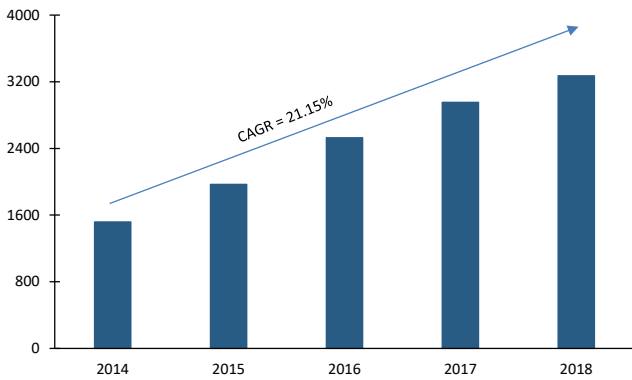
Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh trong 2 năm gần đây nhờ chuyển nhượng

Biên lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 43.2%, tăng nhẹ so với mức 41% trong năm 2017 và tăng mạnh so với các năm trước đó, nhờ chuyển nhượng dự án

các dự án BĐS với biên lợi nhuận gộp cao.

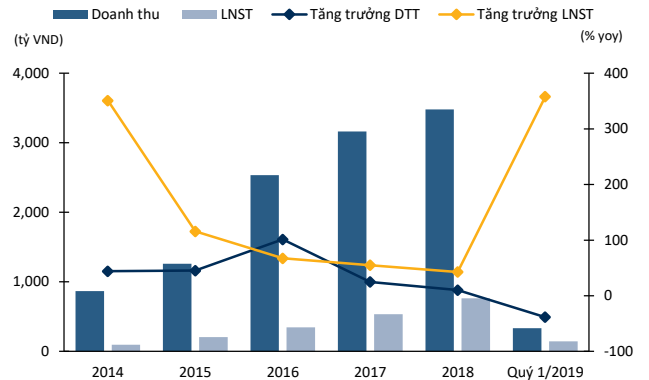
Waterpoint Long An với biên lợi nhuận gộp cao (Biểu đồ 16). Dự án này có chi phí đất thấp do được tích lũy từ trước đó dẫn đến biên lợi nhuận gộp của hoạt động chuyển nhượng này đạt 48%, kéo theo biên lợi nhuận của NLG tăng cao. Tỷ lệ SG&A/doanh thu có xu hướng giảm trong những năm gần đây, dù vẫn ở mức cao so với mức trung bình ngành, do hỗ trợ tài chính cho người thuê nhà và các gói phúc lợi lớn dành cho nhân viên. Cùng với xu hướng giảm của tỷ lệ SG&A/doanh thu trong 3 năm gần đây, biên EBIT được cải thiện cho thấy khả năng kiểm soát tốt hơn các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của NLG

Biểu đồ 13: Số lượng căn hộ bán được năm 2013-2018



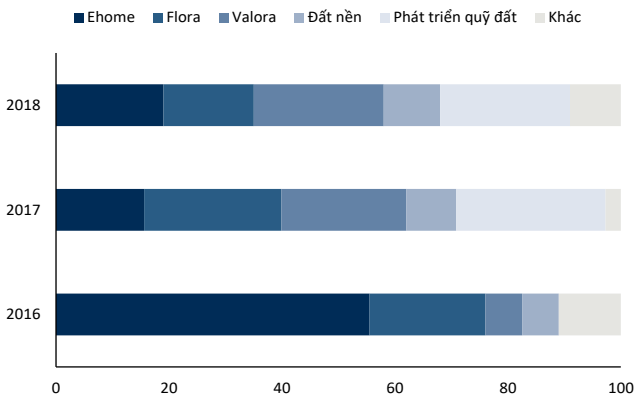
Nguồn: NLG, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 14: Doanh thu và LNST năm 2014-2019



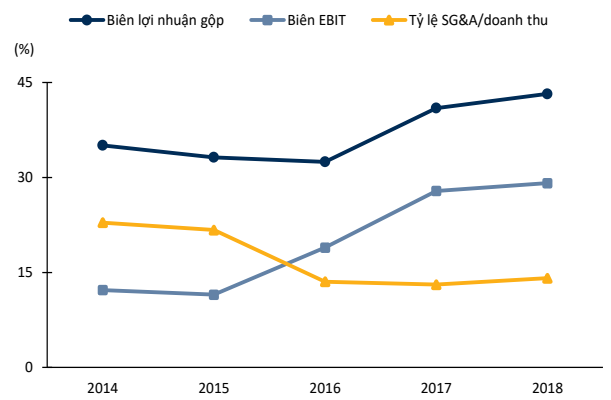
Nguồn: NLG, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 15: Doanh thu theo dòng sản phẩm



Nguồn: NLG

Biểu đồ 16: Biên lợi nhuận gộp, biên EBIT và tỷ lệ SG&A/doanh thu



Nguồn: NLG, KBSV tổng hợp

Tỷ trọng hàng tồn kho giảm trong khi tiền và các khoản tương đương tiền tăng trong 2 năm 2017 và 2018.

Tổng tài sản tăng trưởng tích cực (CAGR=25%) từ năm 2014, cùng thời điểm với sự phục hồi của thị trường BĐS, trong đó tỷ trọng của các khoản mục có sự thay đổi qua từng năm (Biểu đồ 17). Tỷ trọng hàng tồn kho trong tổng tài sản có xu hướng giảm trong khi tỷ trọng tiền mặt tăng trong hai năm 2017 và 2018. Tính đến cuối năm 2018, NLG có 2048.2 tỷ VND tiền và các khoản tương đương tiền, tăng chiếm 21.7% trong tổng tài sản, là tỉ lệ cao nhất trong các doanh nghiệp BĐS. Cuối Quý 1/2019, tiền và các khoản tương đương tiền giảm 23.6% trong khi hàng tồn kho tăng 50% phát sinh chủ yếu từ dự án Paragon Đại Phước mà công ty đã mua trong Quý 1 (Biểu đồ 18). Theo đánh giá của chúng tôi, đây được xem là lợi thế lớn của NLG trong bối cảnh ngành BĐS có thể gặp nhiều khó khăn hơn trong năm 2019.

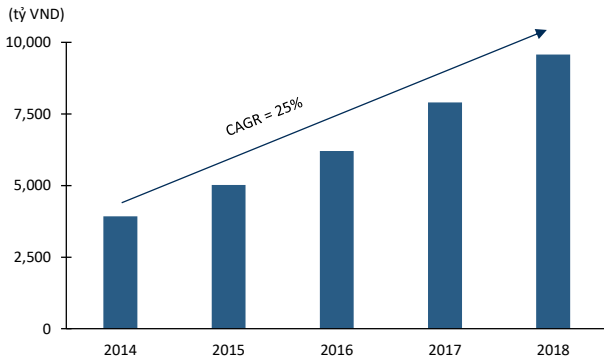
Tỷ lệ nợ vay rất thấp nhờ hợp tác với các đối tác Nhật Bản làm giảm nhu cầu vay vốn.

Tỷ lệ ROE ở mức thấp so với TB ngành.

Tính đến cuối năm 2018, nợ vay ngắn hạn và dài hạn của NLD là 1007.4 tỷ VND, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của NLG là 0.19 lần. Tỷ lệ nợ vay của NLG hiện đang rất thấp, do vậy công ty không phải chịu áp lực lãi vay.

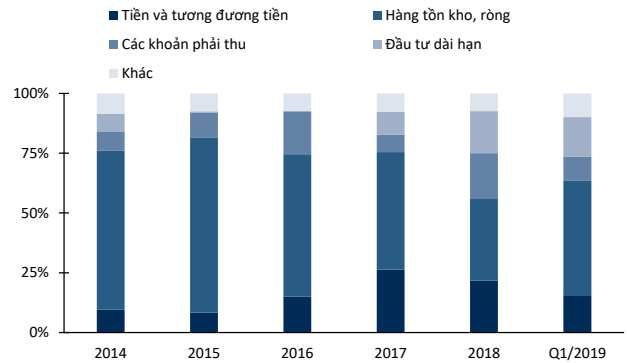
ROE 2018 của NLG đạt 16.95%, cải thiện hơn so với những năm trước nhưng vẫn thuộc top thấp trong nhóm ngành BĐS do NLG duy trì tỷ lệ đòn bẩy thấp (Biểu đồ 19).

Biểu đồ 17: Tổng tài sản từ năm 2014-2018



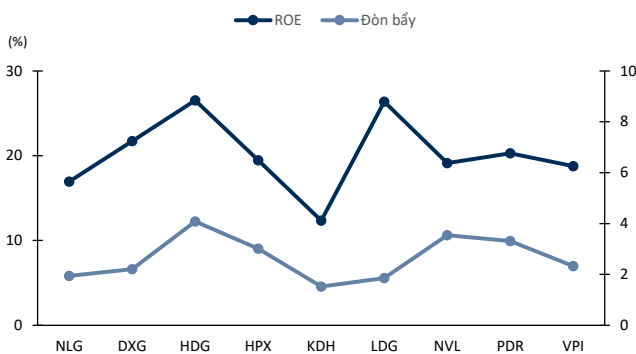
Nguồn: NLG, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 18: Cơ cấu tài sản 2014-2018



Nguồn: NLG, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 19: ROE và tỷ lệ đòn bẩy của các doanh nghiệp



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Định hướng phân khúc sản phẩm phù hợp với nhu cầu của thị trường.

Định hướng của NLG là tập trung vào phát triển các dự án khu đô thị có quy mô lớn, phân khúc sản phẩm là nhà ở trung cấp và vừa túi tiền. Theo báo cáo của Savills, đây là phân khúc dẫn dắt thị trường với hơn 90% người mua có nhu cầu ở thật và có tính thanh khoản cao nhất (Biểu đồ 20). Tuy nhiên, theo thống kê của HoREA tại TP HCM, nguồn cung phân khúc này hiện đang thiếu hụt khi trong năm 2018, tỷ lệ căn hộ bình dân chỉ đạt 24.7% trong tổng nguồn cung BĐS, chiếm tỷ lệ thấp. Theo đánh giá của chúng tôi, NLG có cơ hội lớn khi định hướng sản phẩm đúng đắn, phù hợp với nhu cầu thực của khách hàng. Ngoài ra, các dự án của NLG còn thu hút được khách hàng khi nằm ở những khu vực có mật độ dân cư hợp lý, hạ tầng ngày càng hoàn thiện và cung cấp tiện ích đồng bộ.

Quỹ đất lớn cùng khả năng tiếp cận nguồn vốn tốt nhờ hợp tác với các

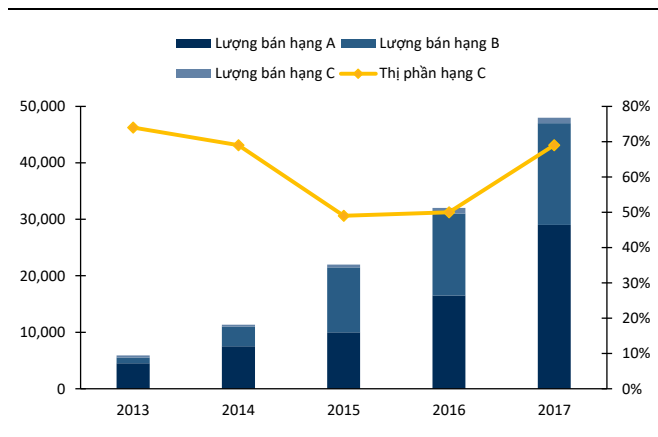
Thị trường BĐS năm 2019 có thể gặp nhiều khó khăn khi tín dụng chảy vào BĐS bị thắt chặt khi NHNN vừa ban hành dự thảo Thông tư quy định các giới

đối tác Nhật Bản thay vì phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng.

hạn, tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài thay thế Thông tư 36 trước đó. Theo đó, tỷ lệ tối đa của nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn sẽ giảm từ mức 40% hiện nay xuống 30%. Trong bối cảnh đó, NLG có lợi thế rất lớn khi hiện có được các đối tác Nhật Bản hợp tác kinh doanh cùng đầu tư và phát triển các dự án. Qua đó, NLG có khả năng tiếp cận nguồn vốn mạnh từ các đối tác để phát triển các dự án khu đô thị có quy mô lớn với các sản phẩm đa dạng, thương hiệu uy tín cùng các chính sách thanh toán cạnh tranh đảm bảo khả năng tiêu thụ sản phẩm luôn ở mức cao (Biểu đồ 21).

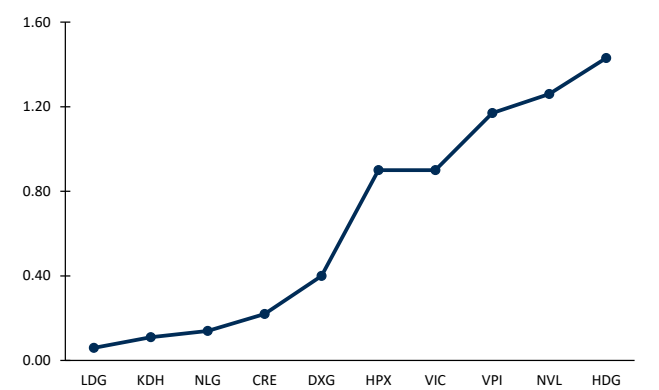
Khác với các doanh nghiệp BĐS khác thường có dòng tiền âm do đẩy mạnh phát triển quỹ đất dẫn tới phải tăng nợ vay, dòng tiền tự do của NLG đã có những thay đổi tích cực và dương 5 năm liên tục kể từ năm 2014 do (1) Quỹ đất lớn đã được tích lũy lên tới hơn 800ha đủ để phát triển trong các năm tới. (2) Hợp tác đầu tư với các đối tác Nhật Bản thay vì phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng.

Biểu đồ 20: Nhu cầu nhà ở tại TP HCM



Nguồn: Savills

Biểu đồ 21: Tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp BĐS

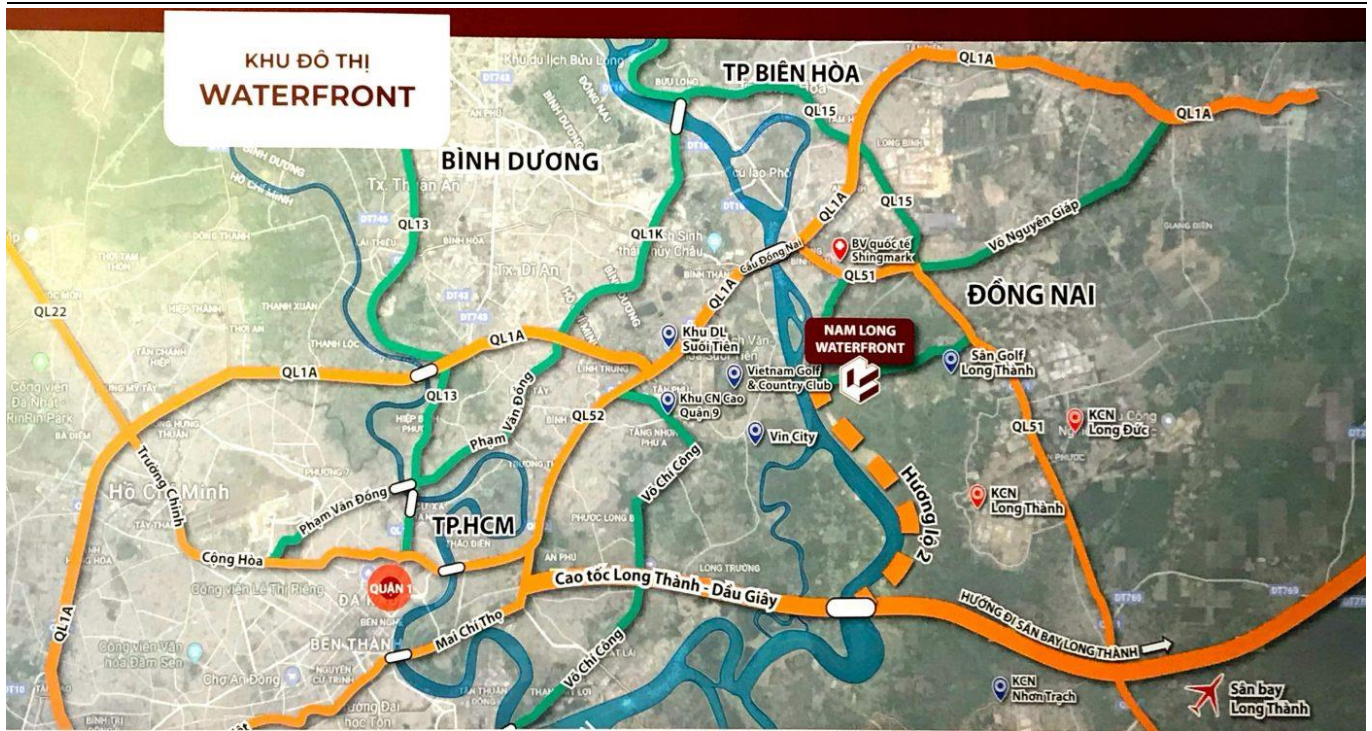


Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Nam Long đã mở rộng thêm quỹ đất tiềm năng tại Đồng Nai cho kế hoạch phát triển trung và dài hạn khi trường BĐS tại đây được kì vọng sẽ phát triển trong các năm tới.

Trong năm 2018 và đầu năm 2019, Nam Long đã mở rộng thêm quỹ đất khi sở hữu 2 KĐT tại Đồng Nai (1) Dự án Paragon Đại Phước tại huyện Nhơn Trạch mua lại từ tập đoàn DIC (2) Dự án Đồng Nai Waterfront (170ha) xã Long Hưng, Biên Hòa thông qua việc mua lại 70% cổ phần của Công ty TNHH Thành phố Đồng Nai Waterfront từ Keppel Land (Hình 22). Dự án đã có quyết định giao đất, đóng tiền sử dụng đất, được phê duyệt quy hoạch 1/500 và được cấp sổ đỏ hơn 170 ha (trong 192ha).

Hình 22: Dự án Waterfront



Nguồn: NLG

Giá BĐS tại Đồng Nai hiện tại đang khá thấp do chưa phát triển các công trình hạ tầng kỹ thuật. Song Đồng Nai có vị trí khá thuận lợi khi nằm trong vùng kinh tế trọng điểm Đông Nam Bộ với nhiều tiềm năng trong phát triển hạ tầng cùng các cụm công nghiệp với nhiều dự án được đẩy nhanh tiến độ như sân bay Long Thành, tuyến vành đai 3 kết nối giữa quận 9 và Nhơn Trạch, cầu Cát Lái nối Nhơn Trạch và Đồng Nai. Do vậy, thị trường BĐS tại Đồng Nai cho thấy nhiều tiềm năng phát triển trong thời gian tới với nhu cầu nhà ở khá lớn. Do vậy, khu vực này khá phù hợp với chiến lược phát triển trong trung và dài hạn của NLG. Trong ngắn hạn, hai dự án này có thể chưa ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của Nam Long, nhưng trong dài hạn vẫn cần lưu ý đối với hai dự án này do (1) Quy mô dự án rất lớn, do vậy Nam Long cần cân đối nguồn vốn lớn để tài trợ cho dự án (2) Diễn biến mang tính chu kỳ của thị trường BĐS đặc biệt tại các tỉnh có thể ảnh hưởng tới tiến độ bán hàng của dự án.

Ngoài ra, Nam Long có kế hoạch mở rộng thị phần ra miền Bắc bằng việc mua dự án có quy mô 21.5ha tại Thủy Nguyên, Hải Phòng từ VSIP, tuy nhiên 2 bên vẫn đang trong quá trình đàm phán.

Các dự án của NLG trong ngắn hạn

Dự án Mizuki Park (Hình 23) đem lại lợi nhuận đáng kể cho Nam Long trong năm 2019-2020.

Dự án Mizuki Park là dự án KĐT quy mô lớn nằm tại huyện Bình Chánh, TP HCM. Dự án đã mở bán thành công giai đoạn 1 vào cuối năm 2017 và đầu năm 2018 với 1365/3972 căn hộ Flora và 33/33 căn nhà phố Valora đều đã được đặt cọc. Giá bán sơ cấp căn hộ Flora mà chúng tôi ghi nhận được là 23-29 triệu VND/m², giá nhà phố, biệt thự dao động trong khoảng 80 đến 100 triệu/m². Giai đoạn 1 được dự kiến sẽ hoàn thành bàn giao cho khách hàng trong năm 2019. Nam Long dự kiến sẽ mở bán giai đoạn 2 và 3 Quý 4/2019. Song theo quan điểm của chúng tôi, với thách thức khách quan liên quan đến việc xin

thủ tục cấp phép xây dựng cho các block mới trong giai đoạn 2 và 3, kế hoạch presales này có thể sẽ bị chậm lại.

Hình 23: Tiến độ dự án Mizuki Park (Tháng 4/2019)



Nguồn: NLG

Dự án Akari (Hình 25) sẽ mở bán lại trong năm 2019, tuy nhiên vẫn cần theo dõi thêm về pháp lý của dự án.

Trong năm 2018, công ty đã tiến hành mở bán dự án Akari City, tuy nhiên do những vấn đề liên quan đến vấn đề thay đổi quy hoạch, kế hoạch presales đã phải hoãn chậm lại và dự kiến sẽ mở bán lại vào tháng 6 năm 2019. Đối lại, Nam Long đã đưa ra tiến độ thanh toán khá nới lỏng cho khách hàng khi mỗi đợt đóng tiền cách nhau 3 tháng và cho đến thời điểm trước khi nhận nhà, khách hàng mới chỉ phải đóng 50% giá trị căn hộ (Bảng 24). Bên cạnh đó, dự án còn 5,000m² đất thuộc giai đoạn 3 của dự án cần chuyển đổi từ đất nông nghiệp sang đất ở. NLG cho biết sẽ tập trung phát triển giai đoạn 1 và 2 của dự án trước, đồng thời hoàn thiện các thủ tục pháp lý để chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Tuy nhiên, với những điểm nghẽn của thị trường BĐS tại TP HCM liên quan đến việc chấp thuận chủ trương đầu tư và cách thức tính tiền sử dụng đất, chúng tôi cho rằng vấn đề này của Nam Long sẽ không thể giải quyết ngay trong ngắn hạn.

Nam Long đã ký kết với Anabuki Housing Service nhằm cung cấp dịch vụ quản lý BĐS theo tiêu chuẩn Nhật Bản cho các dự án công ty triển khai, qua đó tạo lợi thế cạnh tranh với các dự án cùng phân khúc.

Bên cạnh hai đối tác chiến lược trong việc phát triển các dự án BĐS, trong năm 2017, NLG đã ký kết hợp tác với một đối tác chiến lược khác là Anabuki Housing Service – một trong những Công ty Quản lý BĐS uy tín tại Nhật Bản. Theo đó, Anabuki Housing Service, Nam Long và Okamura sẽ cùng góp vốn và vận hành Anabuki NL Housing Service để cung cấp dịch vụ quản lý bất động sản trọn gói theo tiêu chuẩn Nhật Bản cho các KDC và các bất động sản thương mại. Anabuki được lựa chọn quản lý các dự án của Nam Long như tòa văn phòng Capital Tower, các dự án Kykio Residence, Akari City, Mizuki Park và Waterpoint. Việc hợp tác với Anabuki Housing Service đã góp phần hoàn thiện mô hình chuỗi giá trị khép kín BĐS của Nam Long trong quá trình phát triển các dự án từ sơ khai đến hoàn chỉnh; đồng thời được kỳ vọng sẽ đem lại giá

trị gia tăng cho các dự án của Nam Long khi tại Việt Nam, khâu quản lý tại các chung cư trung cấp và vừa túi tiền còn nhiều vấn đề đáng lo ngại.

Bảng 24: Tiến độ thanh toán của dự án Akari

Đợt thanh toán	Thời gian thanh toán	Số tiền thanh toán
Đợt 1	Ký hợp đồng đặt cọc	50 triệu VND
Đợt 2	Sau 15 ngày ký hợp đồng	20% giá trị căn hộ
Đợt 3	Ký hợp đồng mua bán	5% giá trị căn hộ
Đợt 4	Trong vòng 9 tháng	5% giá trị căn hộ
Đợt 5	Trong vòng 12 tháng	5% giá trị căn hộ
Đợt 6	Trong vòng 15 tháng	5% giá trị căn hộ
Đợt 7	Trong vòng 18 tháng	5% giá trị căn hộ
Đợt 8	Trong vòng 21 tháng	5% giá trị căn hộ
Đợt 9	Thông báo nhận nhà	45% giá trị căn hộ
Đợt cuối	Nhận sổ đỏ	5% giá trị căn hộ

Nguồn: NLG

Hình 25: Vị trí dự án Akari City



Nguồn: NLG

Dự án Waterpoint (Hình 26) là dự án có quy mô lớn nhất của Nam Long cho đến thời điểm hiện tại. Sau nhiều năm để không, dự án Waterpoint được khởi động cùng với sự hợp tác của các đối tác Nhật Bản và trong nước. Dự án được hưởng lợi nhờ cơ sở hạ tầng ngày càng hoàn thiện tại Long An.

Nam Long đang tiến hành hoàn thiện các thủ tục pháp lý và đã có giấy phép xây dựng hạ tầng và hoàn thành san lấp 165ha. Nam Long cũng đang triển khai xây dựng khu nhà mẫu cùng các tiện ích nội khu để đảm bảo kế hoạch mở bán trong năm 2019. Dự án Khu đô thị Waterpoint chiếm tỷ trọng lớn trong hàng tồn kho của NLG (hơn 19%), đã để không rất nhiều năm và chờ đợi đối tác chiến lược. Cùng với sự hợp tác của 2 đối tác Nhật Bản và 2 đối tác trong nước, chúng tôi kỳ vọng tiến độ của dự án được cải thiện và đem lại doanh thu và lợi nhuận đáng kể cho NLG khi giá đất tại Long An đang tăng do vị trí thuận tiện cùng cơ sở hạ tầng ngày càng hoàn thiện. Hiện chưa có thông tin chi tiết về các sản phẩm mà Nam Long sẽ triển khai tại KĐT Waterpoint, tuy nhiên theo nhận định của chúng tôi, trong giai đoạn đầu tiên, Nam Long có thể sẽ ưu tiên đẩy mạnh các sản phẩm thấp tầng và các lô đất nền để có thể nhanh chóng mở bán vào cuối tháng 6 hoặc đầu tháng 7/2019 và ghi nhận doanh thu trong năm 2019 và 2020. Chúng tôi cho rằng, trong bối cảnh quỹ đất sạch đang ngày càng khan hiếm, tâm điểm phát triển nguồn cung nhà phố và biệt thự nằm sẽ mở rộng ra các khu vực ngoại thành TP HCM và các tỉnh Đồng Nai, Long An. Sự khan hiếm nguồn cung dẫn đến sức tiêu thụ của nhà phố, biệt thự đạt tỉ lệ cao, đạt khoảng 91,1% trong năm 2018 theo số liệu của CBRE. Do vậy, các sản phẩm thấp tầng, đất nền của NLG có thể nhận được sự quan tâm của khách hàng.

Hình 26: Dự án Waterpoint



Nguồn: NLG

Bảng 27: Các dự án KĐT của NLG

Dự án	Vị trí	Diện tích	Sở hữu	Sản phẩm	Số lượng	Thời gian bàn giao
Mizuki Park	Quận Bình Chánh TP HCM	26ha	50%	Valora	69	2018-2019
				Flora	3972	Giai đoạn 1: 2019
Akari City	Quận Bình Tân TP HCM	8.8	50%	Flora	5221	2020-2021
Waterpoint P1	Long An	165ha	50%	Khu đô thị	3000	2019-2022
Waterfront	Đồng Nai	170ha	70%	Khu đô thị	7000	Đã GPMB 90%
Paragon Đại Phước	Đồng Nai	45ha	100%	Valora	600	Đã hoàn thành GPMB

Nguồn: NLG

RỦI RO

Rủi ro đặc trưng của doanh nghiệp BĐS, đặc biệt là hàng tồn kho lớn.

Định hướng của NLG là tập trung vào phát triển các dự án khu đô thị có quy mô lớn, do vậy, NLG có thể gặp phải rủi ro khi chậm trễ trong việc mở bán hoặc tiến độ bán hàng chậm dẫn đến lượng hàng tồn kho lớn.

Rủi ro liên quan đến chu kỳ của ngành BĐS.

Doanh thu của NLG phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh BĐS thương mại và nhà ở, do vậy diễn biến mang tính chu kỳ của thị trường BĐS.

Rủi ro cạnh tranh trong ngành.

Các sản phẩm BĐS của NLG chủ yếu thuộc phân khúc bình dân, đây là phân khúc có rất nhiều doanh nghiệp khác hướng tới, do vậy, công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các chủ đầu tư khác trong cùng phân khúc.

Rủi ro luật pháp: Vẫn còn nhiều vướng mắc về mặt luật pháp cần tháo gỡ.

Hoạt động kinh doanh của NLG chủ yếu tập trung tại khu vực TP HCM và các tỉnh lân cận như Long An, Cần Thơ. Gần đây, thị trường BĐS tại TP HCM đang gặp khó khăn chủ yếu liên quan đến việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất, thủ tục hành chính kéo dài, cách tính tiền sử dụng đất không rõ ràng, nhiều dự án đang bị rà soát pháp lý khiến cho các doanh nghiệp không thể triển khai dự án.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

NLG định hướng trở thành nhà phát triển Khu đô thị hàng đầu Việt Nam.

Kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2019-2021

KBSV dự báo doanh thu năm 2019 của NLG đạt 3,408.6 tỷ VND, giảm 2% yoy và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 866.1 tỷ VND, tăng 13.4% yoy.

1. KẾ HOẠCH KINH DOANH

Trong năm 2019, NLG đặt mục tiêu 3,485 tỷ VND doanh thu (tăng 0.15% yoy) và 956 tỷ VND LNST (tăng 25.3% yoy). Trong năm 2019, NLG đẩy mạnh triển khai hơn 400ha đất sạch sẵn có tại các khu đô thị Akari, Mizuki (Nguyên Sơn), Waterpoint, đồng thời mở rộng thị trường ra khu vực phía Bắc (Hải Phòng và Hà Nội,...) và các vùng kinh tế trọng điểm phía Nam (Đồng Nai, Long An) với hơn 200ha đất sạch sẵn có.

Ngoài ra, với hơn 65ha đất thương mại - dịch vụ tại các dự án hiện hữu, trong năm 2019, NLG sẽ bắt đầu tiến hành đầu tư, vận hành và khai thác quỹ đất này. Theo kế hoạch trong dài hạn, NLG sẽ đẩy mạnh mảng BĐS thương mại trở thành một trong những mảnh kinh doanh chính của NLG.

Trong giai đoạn 2019-2021, Nam Long tiếp tục tập trung vào phân khúc sản phẩm nhà ở vừa túi tiền, đặt mục tiêu phát triển thêm gần 26.000 sản phẩm và bàn giao hơn 16.000 sản phẩm Ehome, Flora và Valora tại các Khu đô thị.

2. DỰ PHÓNG KQKD 2019-2020

❖ Doanh thu của NLG trong năm 2019 đến từ:

- Doanh thu bán sản phẩm BĐS đạt 1,873.2 tỷ VND, giảm 22% yoy đến từ các dự án:

- + Dự án EHomeS Nam Sài Gòn: doanh thu từ 840 căn hộ đạt 578 tỷ VND.

- + Dự án Flora Novia: doanh thu của toàn bộ 548 căn hộ đạt 810.7 tỷ VND.

- + Dự án Valora Island: doanh thu của 29 căn biệt thự còn lại 215.6 tỷ VND.

- + Dự án Valora Nguyên Sơn: bàn giao và ghi nhận doanh thu của 56 căn shophouse đạt 269 tỷ VND.

- Doanh thu mảng chuyển nhượng dự án đạt 629 tỷ VND, giảm 20.5% yoy

- Doanh thu cung cấp dịch vụ và xây dựng đạt 713 tỷ VND, tăng 167% yoy.

- Doanh thu từ mảng BĐS thương mại đạt 193 tỷ VND.

- Bên cạnh các dự án NLG làm chủ đầu tư, Công ty còn có các dự án liên doanh với các đối tác Nhật Bản như Mizuki, Southgate. Phần doanh thu hơn 4,297 tỷ VND từ các dự án này trong năm 2019 sẽ không được hợp nhất vào Báo cáo tài chính của NLG, mà Công ty sẽ hạch toán 388 tỷ VND LNST được hưởng trong các dự án vào Lãi(lỗ) từ công ty liên doanh liên kết.

➤ Theo đó, Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 40% từ 43% trong năm 2018.

Bảng 28: Dự phóng Doanh thu – Lợi nhuận năm 2019

Dự phóng doanh thu 2019			
(tỷ đồng VND)	2018	2019F	% thay đổi
Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ	3,479.6	3,408.2	-2%
Đầu tư BĐS	2,399.2	1,873.2	-22%
EHomeS Nam Sài Gòn		578.1	
Flora Novia		810.7	
Valora Island		268.8	
Valora Nguyễn Sơn		215.6	
Chuyển nhượng dự án	791.5	629.0	
Cung cấp dịch vụ và xây dựng	267.3	713.0	
BĐS Thương mại	21.6	193	
Giá vốn hàng bán	1,976.1	2,019.1	2%
Đầu tư BĐS	1,443.8	1,425.1	-1%
EHomeS Nam Sài Gòn		479.3	
Flora Novia		632.7	
Valora Island		162.1	
Valora Nguyễn Sơn		151.0	
Chuyển nhượng dự án	412.1	320.9	
Cung cấp dịch vụ và xây dựng	107.7	182.1	
BĐS thương mại	12.5	91.0	
Lợi nhuận gộp	1,503.5	1,389.1	-8%
Doanh thu hoạt động tài chính	129	83.2	-35%
Chi phí lãi vay	36.4	41.4	14%
Lãi(lỗ) từ công ty liên doanh liên kết	14	388	2677%
Chi phí bán hàng và QLDN	490	505.8	3%
Lợi nhuận thuần	1,128	1,322.3	17%
Lợi nhuận sau thuế	887	1,057.8	19%
LNST của cổ đông công ty mẹ	763.5	924.7	21%
EPS (VND)	3,521	3,866.6	10%

Nguồn: KBSV

3. CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu NLG, chúng tôi sử dụng mô hình RNAV (giá trị tài sản ròng) và mô hình định giá so sánh chỉ số P/E với các doanh nghiệp cùng ngành. Với đặc thù là một doanh nghiệp BĐS, giá trị của NLG phụ thuộc rất nhiều vào giá trị của quỹ đất và các dự án trong tương lai, do vậy KBSV cho rằng phương pháp RNAV là phù hợp để định giá chất lượng tài sản của NLG. Ngoài ra, chúng tôi sử dụng thêm phương pháp so sánh P/E để phản ánh thêm tính thị trường. Theo chúng tôi, tỷ lệ hợp lý của 2 phương pháp định giá RNAV:P/E là 80:20.

Phương pháp RNAV

Chúng tôi đã thực hiện đánh giá lại các dự án có đủ thông tin và có thể triển khai trong giai đoạn tới. Với những dự án chưa có đầy đủ thông tin về kế hoạch phát triển hoặc chưa tiến hành xây dựng, chúng tôi đánh giá lại dự án dựa trên giá trị đất. Những dự án chưa có kế hoạch phát triển, chúng tôi giữ nguyên giá trị sổ sách của dự án (Bảng 30).

Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu NLG theo phương pháp này là 35,800VND/cổ phiếu.

Phương pháp P/E

Chúng tôi tính mức P/E bình quân của ngành Bất động sản hiện nay ở mức 10.2x. Theo đó, giá hợp lý đối với cổ phiếu NLG theo phương pháp này là 39,400VND/cổ phiếu.

Khuyến nghị

NLG hiện là doanh nghiệp đứng đầu trong việc đầu tư và phát triển các dự án Khu đô thị quy mô lớn với các sản phẩm vừa túi tiền tại khu vực TP HCM, Đồng Nai và Long An. Với tình hình tài chính lành mạnh nhờ khai thác tốt dòng vốn đầu tư nước ngoài và quỹ đất rộng NLG đang sở hữu lợi thế cạnh tranh lớn so với các doanh nghiệp khác. Dựa trên kết quả định giá và triển vọng kinh doanh trong thời gian tới, KBSV đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NLG với giá mục tiêu là 36,500/cổ phiếu, cao hơn 18% so với giá đóng cửa ngày 27/05/2019.

Bảng 29: Định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá dự kiến
P/E	39,400	20%	7,880
RNAV	35,800	80%	28,640
Giá mục tiêu (VND)			36,500

Nguồn: KBSV

Bảng 30: Mô hình định giá RNAV

Dự án	Phương pháp định giá	Tỷ lệ sở hữu	RNAV(tỷ VND)
Đầu tư BĐS			7,810
- EhomeS Nam Sài Gòn	DCF	100%	37
- Valora Island	DCF	100%	37
- Valora Nguyễn Sơn	DCF	100%	84
- Mizuki Park	DCF	50%	1,853
- Flora Novia	DCF	100%	242
- Akari City	DCF	50%	618
- Waterpoint P1	DCF	50%	1,187
- Waterpoint P2	Tham chiếu	100%	1,425
- Dự án Paragon Đại Phước	Book Value	100%	1,610
- Các dự án khác	Book Value	100%	717
+ Tiền và các khoản tương đương tiền			1592
-Nợ vay			829.5
RNAV			8572.0
Giá cổ phiếu (VND)			35,800

Nguồn: KBSV

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail:

Website: www.kbsec.com.vn