

NLG
NĂM GIỮ - Khả quan

Giá mục tiêu tăng/giảm	+16%
Đóng cửa	23/05/2023
Giá	32.600 đồng
Giá mục tiêu 12T	37.800 đồng

Tiêu điểm

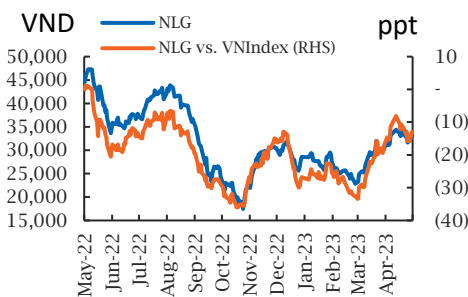
- ▶ **Một năm khó khăn đối với doanh số bán trước.** Dự kiến giá trị bán trước năm 2023 là 9,4 nghìn tỷ đồng, giảm -7% YoY.
- ▶ **Tuy nhiên, kế hoạch lợi nhuận năm 2023 vẫn có thể đạt được** do NLG có hiệu suất bán trước tốt nhất trong hai năm 2021-22.
- ▶ **Chiến lược tài chính thận trọng,** với tỷ lệ tiền mặt / vốn vay ngắn hạn là 2,4x và nợ ròng/ vốn chủ sở hữu chỉ 10%.

Quan điểm

- ▶ **Dự báo doanh số bán trước năm 2023 của chúng tôi thấp hơn -21% so với KHKD của NLG.** Chúng tôi dự kiến giá trị bán trước là 7,5 nghìn tỷ đồng, tương đương mức giảm -27% YoY
- ▶ **Hạn chế rủi ro liên quan đến khả năng sửa đổi quy định về tiền sử dụng đất (LUR)** do NLG đã hoàn thành các thủ tục liên quan đến LUR cho tất cả các dự án.
- ▶ **Chúng tôi duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ-Khả quan đối với NLG** với giá mục tiêu là 37,8 nghìn đồng, tương đương mức sinh lời trong 12T là 17,5%.

Tổng quan doanh nghiệp: Tập Đoàn Nam Long là một nhà phát triển bất động sản chủ yếu tập trung vào dòng sản phẩm mà doanh nghiệp gọi là nhà ở "vừa túi tiền". Các dòng sản phẩm bao gồm 1) Ehome, có giá bán trung bình ~1.000 USD/m²; 2) Ehome-S, dòng sản phẩm nhà ở xã hội; 3) Flora, bao gồm các căn hộ cao cấp "vừa túi tiền" có giá bán trung bình 1,5 nghìn USD-2,0 nghìn USD/m²; và 4) Valora là nhà ở thấp tầng "vừa túi tiền" có giá bán trên 150 nghìn USD/căn. Quý đất của NLG hiện ~530ha.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	560 triệu USD
GTGD BQ 6T	2 triệu USD
SLCP đang lưu hành	384 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	47 %
Sở hữu nước ngoài	45 %
Cổ đông lớn	54 %
Room ngoại còn lại	4 %
Nợ ròng / VCSH Q1/2023	10 %
P/B hiện tại (x)	1,41x
P/B 2023F (x)	1,34x
P/B 2024F (x)	1,30x
P/B 2025F (x)	1,21x

Triển vọng tài chính (Tỷ đồng)

Năm tài chính	2022A	2023F	2042F
Doanh thu	4,339	4,978	5,617
Lợi nhuận hoạt động	829	817	1,019
PATMI	557	586	561
EPS (đồng)	1,345	1,526	1,461
Chênh lệch EPS (%)	-57%	13%	-4%
P/B (X)	1.19	1.41	1.36
ROE (%)	6%	7%	5%
Lợi suất cổ tức (%)	2.6%	1.5%	1.5%

Nguồn: NLG, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tâm Nguyễn

+84 28 3622 6868 ext 3815

tam.nguyen@yuanta.com.vn
Bloomberg code: YUTA

Tập Đoàn Nam Long (NLG)

Cổ định chi phí sử dụng đất

Một năm khó khăn đối với doanh số bán trước. NLG dự báo giá trị hợp đồng bán trước năm 2023 là 9.430 tỷ đồng (-7% YoY), chủ yếu dựa trên các dòng sản phẩm là Ehome, Ehome-S (nhà ở xã hội với biên lợi nhuận được giới hạn ở mức 10%) và Flora. Thêm vào đó, NLG dự kiến chỉ mở bán 256 căn hộ Valora trong năm 2023. Chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn so với ban lãnh đạo NLG về doanh số bán trước năm 2023 do chúng tôi cho rằng sự suy giảm của thị trường sẽ kéo dài cho đến 1H2024, vì vậy dự báo giá trị hợp đồng bán trước của chúng tôi là 7.455 tỷ đồng (-27% YoY).

Các chỉ tiêu thu nhập năm 2023 của NLG có thể đạt được nhờ hiệu suất bán trước khá tốt trong hai năm trước. Giá trị hợp đồng bán trước năm 2021 là 5.295 tỷ đồng (+40% YoY) và năm 2022 là 10.152 tỷ đồng (+73% YoY). Do đó, NLG sẽ ghi nhận lợi nhuận khi bàn giao các căn hộ tại Akari City, Mizuki, Southgate và Izumi. NLG cũng kỳ vọng ghi nhận khoản doanh thu 240 tỷ đồng từ việc bán một tài sản bất động sản thương mại. Ngoài ra, ban lãnh đạo NLG tự tin rằng họ có thể hoàn thành tất cả các thủ tục giấy tờ cần thiết để ghi nhận khoản lợi nhuận 250 tỷ đồng từ việc thoái vốn 25% cổ phần tại Paragon Đại Phước.

NLG duy trì chiến lược tài chính thận trọng, với tỷ lệ tiền mặt/ nợ vay ngắn hạn cao và đòn bẩy nợ thấp giúp NLG ít bị ảnh hưởng bởi sự suy thoái của thị trường bất động sản và những khó khăn của thị trường tài chính. Điều này giúp củng cố niềm tin của nhà đầu tư. Ngoài ra, NLG có thể tiếp tục củng cố tình hình tài chính của công ty bằng cách bán thêm 10-15% cổ phần của Izumi City và 50% của Waterpoint giai đoạn 2; Theo ban lãnh đạo, hai khoản thoái vốn này có thể tạo ra doanh thu từ 200-250 triệu USD.

Điều quan trọng là NLG đã hoàn thành các thủ tục liên quan đến xác định tiền sử dụng đất (LUR) cho tất cả các dự án của họ, giúp giảm thiểu rủi ro liên quan đến các thay đổi về quy định về LUR trong tương lai.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ-Khả quan đối với NLG. Giá trị hợp lý ước tính mới của chúng tôi là 37.800 đồng/cổ phiếu tương ứng với mức sinh lời trong 12T là 17,5%. Con số này thấp hơn -32% so với mục tiêu trước đó của chúng tôi. Mức giảm này dựa trên ba giả định chính (1) thời gian phát triển dự án kéo dài do chúng tôi dự báo thị trường sẽ phục hồi chậm, ít nhất là đến 2H2024, (2) giá bán trung bình giảm do giá thị trường thực tế đã giảm và nguồn cầu gặp nhiều khó khăn trong bối cảnh hiện tại (3) chi phí bán hàng và quản lý tăng so với trước đó, do công ty phải thực hiện các gói khuyến mãi như là hỗ trợ lãi suất cho người mua nhà.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

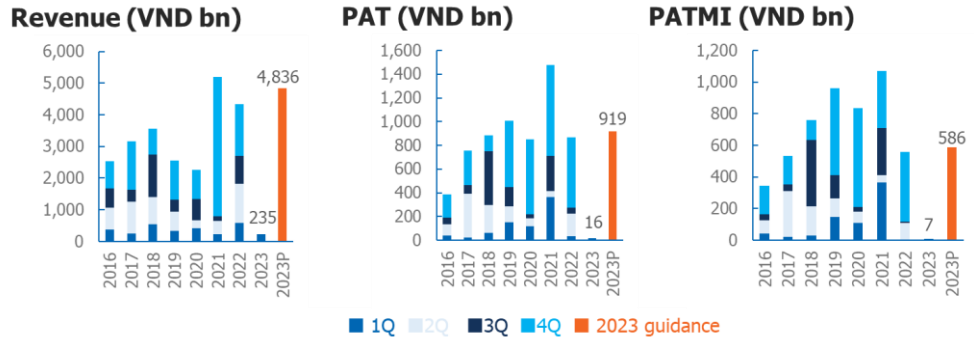
Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Cập nhật tình hình hoạt động kinh doanh

KQKD sụt giảm theo sự khó khăn của thị trường. NLG công bố doanh thu Q1/2023 là 235 tỷ đồng (-86% QoQ và -60% YoY), trong đó 134 tỷ đồng đến từ Southgate và 30 tỷ đồng đến từ Akari.

Liên doanh của NLG cũng đã bàn giao 413 căn hộ cao tầng tại dự án Mizuki, mang về 1.317 tỷ đồng doanh thu cho Q1/2023. Tuy nhiên, lợi nhuận mà NLG được chia từ liên doanh này chỉ là 78 tỷ đồng, tương ứng với biên lợi nhuận ròng chỉ ở mức 12%.

Biểu đồ 1: Doanh thu và lợi nhuận của NLG



KQKD Q1/2023 yếu kém

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Như vậy LNST Q1/2023 chỉ đạt 16 tỷ đồng (-97% QoQ và -50% YoY), tương đương với biên lợi nhuận ròng là 7%. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (PATMI) Q1/2023 là 7 tỷ đồng (-98% QoQ và +980% YoY, do lợi nhuận Q1/2022 rất thấp). Trong Q1/2023, công ty đã hoàn thành 5%, 2% và 1% tương ứng mục tiêu doanh thu năm 2023E là 4.836 tỷ đồng, mục tiêu LNST là 919 tỷ đồng và mục tiêu PATMI là 586 tỷ đồng.

Chi phí hoạt động cao và tăng dần qua các năm.

Chi phí hoạt động của công ty đang ở mức cao, với tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp trên doanh thu (BH&QLDN/DT) cao là 76% trong Q1/2023. Con số này cao hơn nhiều so với mức trung bình 22% trong ba năm qua, nhưng ngay cả với tỷ lệ trung bình này cũng cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành, với BH&QLDN/DT trung bình là 11% trong ba năm 2020-2022. Sự khác biệt này có thể là do cách hạch toán kế toán: NLG cho biết chi phí BH&QLDN của họ bao gồm tiền lương, hoa hồng bán hàng, hỗ trợ lãi suất, chi phí tiếp thị và các chi phí khác, trong khi một số nhà phát triển khác hạch toán các khoản như hỗ trợ lãi suất và phí khuyến mãi trong giá vốn hàng hóa.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ BH&QLDN/DT của Top 20 nhà phát triển niêm yết trên sàn

	AGG	CEO	DIG	DXG	HPX	HDC	HDG	IDJ	IJC	KDH	NBB	VHM	NLG	NVL	NTL	PDR	QCG	SCR	SJS	VPI	Sector
2017	8%	13%	11%	19%	14%	9%	16%	2%	9%	8%	8%	13%	13%	8%	7%	10%	7%	12%	102%	6%	11%
2018	10%	14%	10%	17%	4%	7%	8%	2%	7%	9%	5%	6%	14%	7%	4%	5%	21%	11%	11%	35%	8%
2019	35%	11%	12%	17%	7%	6%	7%	3%	6%	10%	11%	8%	17%	14%	5%	6%	5%	20%	6%	4%	10%
2020	12%	24%	12%	37%	11%	6%	4%	8%	4%	9%	5%	7%	19%	28%	9%	6%	10%	19%	6%	9%	9%
2021	18%	22%	14%	29%	12%	5%	9%	4%	10%	12%	7%	7%	19%	18%	6%	7%	8%	12%	11%	11%	11%
2022	13%	15%	14%	39%	6%	5%	5%	17%	5%	13%	10%	8%	27%	22%	9%	20%	3%	21%	12%	17%	13%

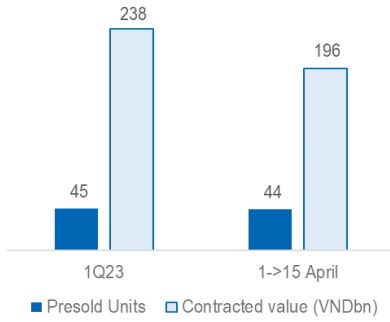
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Tháng 4 cho thấy dấu hiệu phục hồi của doanh số bán trước.

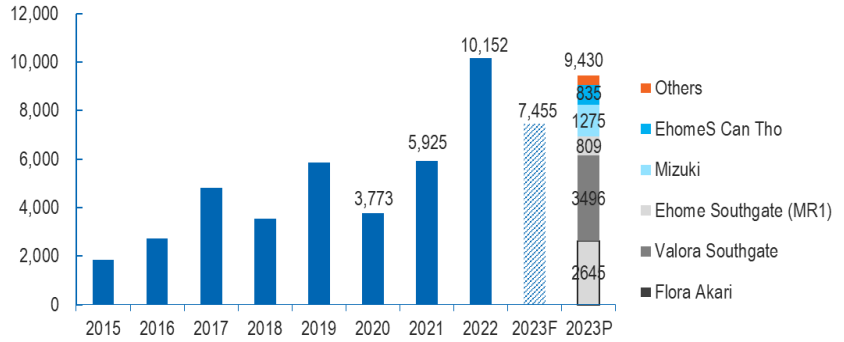
Hiệu suất bán trước của NLG đã cho thấy sự cải thiện trong tháng 04. Trong Q1/2023, có tổng cộng 45 căn hộ được bán với giá trị hợp đồng là 238 tỷ đồng. Đáng chú ý, chỉ trong 15 ngày đầu tháng 04, công ty đã bán được 44 căn hộ với giá trị hợp đồng đạt 196 tỷ đồng. Doanh số bán hàng tăng đột biến vào đầu tháng 04 cho thấy thị trường có thể đang có dấu hiệu phục hồi.

Mặc dù đạt được mức tăng trưởng ấn tượng trong tháng 4, doanh số bán trước trong 4 tháng 2023 của NLG đã giảm đáng kể so với tổng doanh số bán hàng và giá trị hợp đồng trong 4 tháng 2022, với 1.274 căn hộ được bán và giá trị hợp đồng là 5.895 tỷ đồng. Tính đến ngày 15/04, công ty chỉ mới hoàn thành được 5% kế hoạch giá trị hợp đồng (9.430 tỷ đồng cho năm 2023).

Biểu đồ 3: Doanh số bán trước được cải thiện trong tháng 04



Biểu đồ 4: NLG giảm mục tiêu doanh số bán trước trong năm 2023



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

“Vừa túi tiền” trong bối cảnh phát triển BĐS Việt Nam

Tập trung vào các căn hộ “vừa túi tiền”... Xét cho cùng, việc xác định một tiêu chuẩn chung cho những căn hộ có giá cả hợp lý là một vấn đề khó, vì mỗi người có một quan điểm và nhu cầu khác nhau về nơi ở.

Với mức giá cao nhất của dòng sản phẩm Flora (tức là 2,5 nghìn USD/m², tương đương 232 USD/psf – per-square-foot price), có giá cao hơn +26% so với giá nhà trung bình tại 896 khu vực đô thị lớn nhất của Hoa Kỳ vào tháng 01/2023 -- và cao hơn +50% so với giá trung vị (nguồn: St. Louis Fed).

Tuy nhiên, theo thống kê của Liên Hợp Quốc, thu nhập trung bình của một hộ gia đình tại Hoa Kỳ trong năm 2021 cao xấp xỉ 6 lần so với Việt Nam và đây là con số sau khi đã điều chỉnh theo sức mua tương đương. Giá cả ở Việt Nam thường thấp hơn tại Hoa Kỳ nhưng có vẻ như điều này không đúng đối với bất động sản.

Các căn hộ Flora có thực sự có mức giá vừa túi tiền ?... Chúng tôi xin phép được đề những người khác trả lời câu hỏi tu từ này. Để đơn giản hóa, trong báo cáo này, chúng tôi tuân theo cách tiếp cận của NLG trong việc xác định danh mục sản phẩm là “vừa túi tiền”. Chúng tôi cho rằng cho rằng cách định vị “vừa túi tiền” là một chiến lược thông minh để thu hút khách hàng và các nhà đầu tư.

NLG đặt mục tiêu giá trị hợp đồng bán trước năm 2023 là 9.430 tỷ đồng (-7% YoY), dựa trên kế hoạch mở bán dòng sản phẩm Ehome (Giá bán bình quân: khoảng 1 nghìn USD/m²) tại hai dự án Mizuki Park và Southgate và dòng sản phẩm Ehome-S (tức nhà ở xã hội) tại Central Lake-Cần Thơ và Nam Long Hải Phòng.

Đối với dòng sản phẩm Flora (tức căn hộ “vừa túi tiền” cao cấp có giá bán trung bình từ 1,5 nghìn USD đến 2,5 nghìn USD/m²), NLG sẽ mở bán block AK10 là phần còn lại của dự án Akari City (GD 2) và phần còn lại của dự án Mizuki Park.

Đối với dòng sản phẩm Valora (tức nhà thấp tầng với “vừa túi tiền” có giá bán trên 150 nghìn USD/căn), công ty sẽ mở bán thêm 256 căn hộ tại phân khu Southgate – The Pearl trong 2H23.

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng hơn so với ban lãnh đạo NLG. Chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng bán được thấp hơn và chỉ đạt 7.455 tỷ đồng trong năm 2023, giảm 27% YoY -- mức đáng kể so với năm 2022. Lý do đến từ việc chúng tôi cho rằng nhu cầu chung, đặc biệt là đối với các căn hộ thấp tầng như sản phẩm Valora, sẽ khó hồi phục mạnh trong năm 2023.

Ngoài ra, phần lớn các sản phẩm Valora của NLG nằm ở khu vực ngoài TP.HCM, nơi nhu cầu mang tính chất đầu cơ nhiều hơn và ít bị thúc đẩy bởi người mua nhà có nhu cầu thực.

... và đẩy nhanh các công việc tiền phát triển cho các dự án trong danh mục, bao gồm Izumi, Paragon, Waterpoint Giai đoạn 2, và các phân khu thấp tầng tại Nam Long Hải Phòng và Central Lake Cần Thơ.

Dự báo doanh số bán trước năm 2023 của chúng tôi thận trọng hơn so với KHKD của ban lãnh đạo NLG.

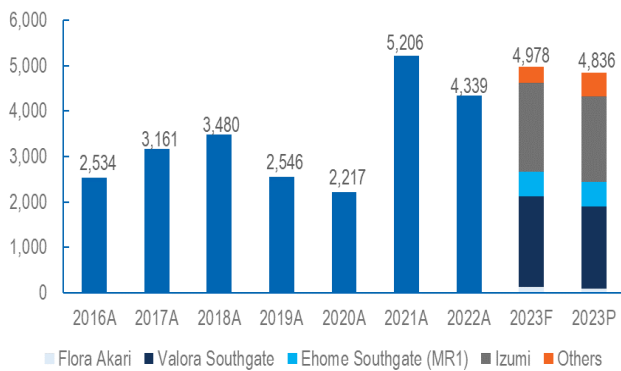
Biểu đồ 5: Danh mục dự án của NLG

No	Projects	Ownership (%)	Total area (ha)	Location	Before	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	After
1	Mizuki Park	65%	26.4	HCMC														
2	Akari City	50%	8.8	HCMC														
3	Waterpoint (Phase 1 -Southgate)	50%	165.0	Long An														
4	Izumi City (Waterfront)	65%	21.4	Dong Nai														
5	Nam Long Hai Phong	100%	43.0	Hai Phong														
6	Paragon Dai Phuoc	50%	45.0	Dong Nai														
7	Nam Long Can Tho	100%	170.0	Can Tho														
8	Waterpoint (phase 2)	100%	190.0	Long An														

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

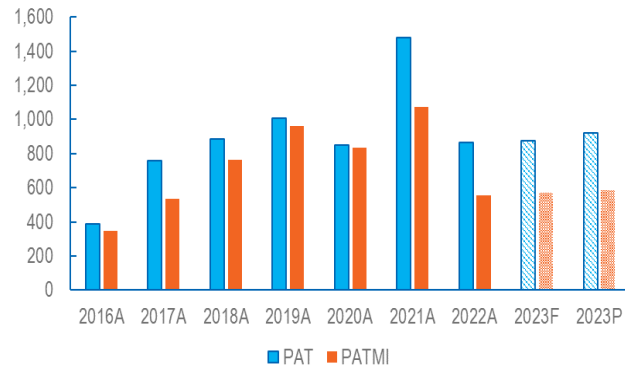
Dòng doanh thu từ bán giao bất động sản khá dồi dào trong năm 2023. NLG có kế hoạch ghi nhận doanh thu từ Akari City, Southgate (bao gồm cả Valora và Ehome), Izumi và các dự án khác, lên tới 4.836 tỷ đồng trong năm 2023. Valora Southgate và Izumi là 2 dự án đóng góp chính, chiếm 76% kế hoạch doanh thu cả năm. Ngoài ra, NLG cũng có kế hoạch bán một tài sản thương mại tại Thủ Đức với giá trị khoảng 238 tỷ đồng. Thương vụ này, theo chúng tôi được biết là hiện đang được đàm phán.

Biểu đồ 5: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng)



Lưu ý: 2023F là dự báo của chúng tôi và 2023P là kế hoạch của công ty.
 Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 6: LNST và LNST của CĐCT mẹ (tỷ đồng)



Chúng tôi tin rằng NLG sẽ đạt kế hoạch lợi nhuận năm 2023.

Tiềm năng lợi nhuận của NLG chủ yếu dựa vào khả năng phục hồi của các thị trường tỉnh lẻ.

NLG cũng có kế hoạch bán giao 4.617 tỷ đồng tại Mizuki Park; lợi nhuận từ khoản bán giao này sẽ được ghi nhận trong Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh là khoản lãi từ công ty liên doanh, liên kết. Ngoài ra, tại ĐHCĐ năm 2023, ban lãnh đạo NLG cho biết đàm phán giữa NLG và bên mua đã hoàn tất nhưng thủ tục phê duyệt sáp nhập bị chậm lại. Tuy nhiên, ban lãnh đạo NLG tự tin có thể hoàn tất các thủ tục giấy tờ cần thiết để ghi nhận lợi nhuận từ việc chuyển nhượng thêm 25% cổ phần tại Paragon Đại Phước cho đối tác trong năm 2023.

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023 đạt 4.978 tỷ đồng, vượt nhẹ so với kế hoạch của NLG (trái ngược với quan điểm thận trọng của chúng tôi về doanh số bán trước năm 2023). Dự báo của chúng tôi cho cả PAT và PATMI năm 2023 đều tương ứng với KHKD của NLG. Lợi nhuận của nhà phát triển bất động sản phụ thuộc vào doanh số bán trước trong các kỳ trước đó và chúng tôi tin rằng NLG sẽ đạt được mục tiêu lợi nhuận năm 2023 nhờ hiệu suất bán trước vững chắc trong hai năm qua.

Dựa trên ước tính của ban lãnh đạo, tổng giá trị phát triển (GDV) còn lại trong tám dự án của NLG lên tới 115 nghìn tỷ đồng, đủ cho hoạt động kinh doanh trong 5 năm tới. Tuy nhiên, hai dự án ở TP.HCM (tức là Akari và Mizuki) chỉ đóng góp tổng cộng 14% vào tổng giá trị GDV còn lại. Các dự án này cũng chiếm tỷ lệ nhỏ với 16% trên ước tính của chúng tôi cho tổng GDV còn lại.

Do đó, tiềm năng lợi nhuận của NLG phụ thuộc rất nhiều vào khả năng phục hồi của các thị trường tỉnh lẻ. Đặc biệt đáng chú ý là Izumi City, chiếm 31% tổng GDV còn lại. Dự án này nằm gần Aqua City, một dự án của Novaland (NVL, Tạm dừng khuyến nghị) có giá chào bán trên thị trường thứ cấp được chiết khấu hơn 20% so với giá hợp đồng. Có lẽ đây là lý do khiến NLG không có ý định giới thiệu thêm các căn hộ tại dự án Izumi trong năm nay.

Hơn nữa, ban lãnh đạo NLG cho biết tất cả các dự án của họ đều đã hoàn thành các thủ tục liên quan đến phí sử dụng đất (LUR). Điều này giúp công ty tránh được rủi ro khi có thay đổi về quy định tiền sử dụng đất trong tương lai, luật có thể sẽ được ban hành vào đầu năm 2024.

NLG đã hoàn thành các thủ tục liên quan đến phí LUR cho tất cả các dự án của mình, đây là một lợi thế cạnh tranh nổi bật so với các công ty cùng ngành.

Điều này cũng giúp công ty tạo ra lợi thế cạnh tranh so với các công ty cùng ngành, khá nhiều dự án vẫn đang chờ quyết định về tiền sử dụng đất.

Biểu đồ 7: Tổng giá trị phát triển dự án còn lại (GDV, tỷ đồng)

No	Project	Location	(% Stake)	NLG's estimation			YSVN's estimation		
				The remaining GDV (VND bn)	Effective GDV (VND bn)	% proportion in total effective GDV	The remaining GDV (VND bn)	Effective GDV (VND bn)	% proportion in total effective GDV
1	Akari	HCMC	50%	10,848	5,424	7%	9,205	4,603	8%
2	Mizuki	HCMC	50%	11,409	5,705	7%	9,234	4,617	8%
3	Southgate	Long An	65%	17,012	11,058	14%	13,710	8,912	15%
4	Waterpoint	Long An	100%	4,700	4,700	6%	2,945	2,945	5%
5	Izumi City	Dong Nai	65%	37,517	24,386	31%	34,310	22,302	39%
6	Paragon Dai Phuoc	Dong Nai	50%	13,307	6,654	9%	9,874	4,937	9%
7	Hai Phong	Hai Phong	100%	13,792	13,792	18%	6,456	6,456	11%
8	Central Lake	Can Tho	100%	5,998	5,998	8%	2,889	2,889	5%
Total				114,583	77,717		88,623	57,661	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 8: Cập nhật dự án



- **Akari City:** NLG đã hoàn tất bàn giao 1.844 căn hộ trong Đợt 1.
- Cư dân đã dọn vào ở và sử dụng các tiện ích nội khu. Hơn nữa, các cửa hàng kinh doanh đang trở nên nhộn nhịp hơn
- Giai đoạn 2 bao gồm 4 block (AK7-8-9-10) với khoảng 1,7 nghìn căn hộ. NLG đang đổ bê tông tầng 10.
- NLG sẽ mở bán căn hộ tại Akari City giai đoạn 2 với block AK10
- Công ty có kế hoạch bàn giao giá trị là 100 tỷ đồng trong năm nay.



- **Mizuki Park:** Tính đến cuối Q1/2023, NLG đã bắt đầu bàn giao 3 block -- MP6, MP7 và MP8 -- bao gồm hơn 640 căn hộ.
- Công ty đã hoàn thành cốt nóc 5 block: MP9, MP10, FP1, FP2, FP3.
- NLG đang đẩy nhanh tiến độ thi công MP9-10 và FP1-2-3 để bàn giao trong 2H23.
- Nhìn chung, 4.617 tỷ đồng giá trị hợp đồng dự kiến sẽ được bàn giao trong năm nay
- NLG dự kiến mở bán số căn hộ còn lại tại dự án Mizuki vào cuối năm nay.
- Ngày 07/02/2023, NLG được cấp phép xây dựng block C, đây là dự án nhà ở xã hội.



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

- [Dự án The Southgate](#) có 2.174 căn hộ thấp tầng và 4.302 căn hộ cao tầng. NLG đã bàn giao 1.291 căn hộ thấp tầng.
- Tiến độ thi công phân khu Rivera, Aqua 1, Aqua 2 đạt tỷ lệ hoàn thành lần lượt là 80%, 73% và 65%.
- Hai block Ehome đã hoàn thành trong năm 2022 và hai block Ehome khác sẽ hoàn thành trong Q3/2023. NLG dự kiến mở bán 2 block còn lại trong năm nay.
- Công ty dự kiến bàn giao 2.342 tỷ đồng giá trị hợp đồng trong năm nay.
- NLG dự kiến mở bán 256 căn hộ tại phân khu Pearl trong 2H23
- Ngày 19/04/2023, NLG đã được cấp phép để bán 96 căn biệt thự (Central Park) và The Aqua 1 và 2.

- [Dự án Izumi](#) có 2.940 căn hộ thấp tầng.
- Năm 2021, NLG đã hoàn thành việc bán trước tại giai đoạn 1A1 với 275 căn hộ có hợp đồng đặt cọc
- Ngày 19/04/2023, NLG được cấp giấy phép cho dự án Izumi Giai đoạn 1A1.
- Giai đoạn 1A1 sắp hoàn thành và sẽ bàn giao trong năm 2023, doanh thu ước đạt 1.871 tỷ đồng
- Các phân khu khác chưa mở bán do Điều chỉnh Quy hoạch đang chờ phê duyệt.

- NLG được chấp thuận phân bổ đất cho dự án [Nam Long Cần Thơ](#) vào ngày 07/02/2023.
- NLG đã bán 181 căn hộ thấp tầng trong năm 2021
- Công ty dự kiến mở bán 835 căn nhà ở xã hội (tức căn hộ cao tầng Ehome-S) trong năm 2023.
- Cuối Q1/2023, chính phủ đã phê duyệt Điều chỉnh Quy hoạch chung thành phố Hải Phòng.
- Do đó, NLG dự kiến cuối năm nay sẽ mở bán phân khu nhà ở xã hội tại [Nam Long Hải Phòng](#).

NLG có bảng cân đối kế toán lành mạnh

NLG duy trì chiến lược tài chính thận trọng, điều này đặc biệt tích cực trong bối cảnh các vấn đề tài chính toàn ngành đang diễn ra. Công ty duy trì tỷ lệ tiền mặt trên nợ vay ngắn hạn cao và đòn bẩy nợ thấp. Tính đến cuối Q1/2023, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu chỉ 10%, thấp hơn đáng kể so với mức trung vị ngành là 42%. Ngoài ra, khả năng thanh toán nợ ngắn hạn bằng tiền mặt của công ty ở mức 2,36x, cao hơn đáng kể so với mức trung vị ngành là 0,67x.

Sự kiên trì với chiến lược tài chính thận trọng của NLG đã giúp giảm thiểu áp lực vay nợ cho công ty bất chấp giai đoạn suy thoái của chu kỳ thị trường bất động sản, mà chúng tôi dự báo sẽ kéo dài thêm một năm nữa. Điều này mang lại một mức độ an toàn và ổn định cho công ty, đồng thời mở ra nhiều cơ hội để NLG phát triển mạnh mẽ hơn nữa trong chu kỳ tăng trưởng mới bắt đầu từ 2H24, vì công ty có vị thế tốt để hưởng lợi từ việc bán tài sản bất buộc có thể xảy ra bởi các nhà phát triển có đòn bẩy cao hơn.

Biểu đồ 9: 20 nhà phát triển: Các tiêu chí tín dụng chính tại thời điểm cuối Q1/2023

1Q23	VHM	NVL	DIG	PDR	KDH	DXG	NLG	CEO	HDG	VPI	SJS	HPX	HDC	SCR	IJC	AGG	IDJ	QCG	NBB	NTL	Sector
Liability to Asset <70%	0.50	0.81	0.36	0.60	0.41	0.50	0.45	0.40	0.52	0.64	0.62		0.57	0.44	0.38	0.61	0.27	0.54	0.73	0.18	0.60
Net debt to equity <1	0.19	1.29	0.30	0.39	0.42	0.37	0.10	0.19	0.79	0.92	0.58		0.86	0.35	0.20	0.20	-0.01	0.13	1.48	-0.02	0.42
Cash coverage of short-term >1	0.47	0.18	0.48	0.10	1.74	0.35	2.36	0.56	0.67	0.32	0.07		0.10	0.15	0.24	1.41	8.27	0.09	0.01	100.00	0.37

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Theo quan điểm của chúng tôi, NLG có vị thế thanh khoản tốt và rủi ro vỡ nợ thấp trong năm 2023. Tính đến cuối Q1/2023, công ty có 4,3 nghìn tỷ đồng tiền & các khoản tương đương tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn, cao hơn đáng kể so với nợ ngắn hạn là 1,8 nghìn tỷ đồng.

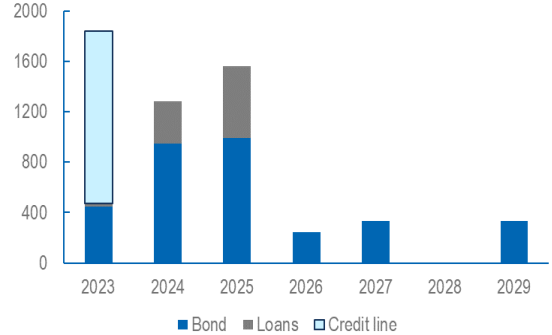
Do đó, khả năng thanh toán nợ ngắn hạn bằng tiền mặt là 2,36x tính đến cuối Q1/2023. Hơn nữa, nợ của công ty chủ yếu là nợ dài hạn, chỉ có 32% tổng nợ là nợ ngắn hạn. Điều này sẽ củng cố niềm tin của nhà đầu tư vào tình trạng lành mạnh của bảng cân đối kế toán và khả năng quản lý các việc trả nợ hiệu quả của NLG.

Biểu đồ 10: NLG: Đòn bẩy tài chính



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 11: Nợ dài hạn là chủ yếu



Ban lãnh đạo ước tính tổng doanh thu đến từ thoái vốn có thể đạt 200-250 triệu USD

Theo quan điểm của chúng tôi, khả năng duy trì nợ của NLG hiện rất vững chắc. Tổng dư nợ chỉ 476 tỷ đồng và hạn mức tín dụng đã giải ngân là 1,4 nghìn tỷ đồng. Hơn nữa, ban lãnh đạo NLG đã chỉ ra khả năng huy động vốn -- nếu có nhu cầu -- bằng cách bán thêm 10-15% cổ phần trong dự án Izumi City (tức nhận về khoảng 100 triệu USD doanh thu) và 50% sở hữu trong số 190ha còn lại tại Waterpoint (tức nhận về khoảng 100-150 triệu USD doanh thu). Như vậy, tổng số tiền có thể huy động được từ riêng các khoản thoái vốn tiềm năng này sẽ là 200-250 triệu USD.

Định giá

Ước tính giá trị hợp lý của chúng tôi đối với NLG là 37.800 đồng/cổ phiếu. Ước tính này giảm -32% so với ước tính giá trị tài sản ròng (NAV) / mỗi cổ phiếu trước đây của chúng tôi (vui lòng xem báo cáo [tháng 01/2022](#) của chúng tôi để biết thêm chi tiết). Cụ thể, chúng tôi đã cắt giảm NAV ước tính cho các dự án bên ngoài TP.HCM như Waterpoint, Southgate, Izumi, Nam Long Hải Phòng và Nam Long Cần Thơ.

Cụ thể, chúng tôi đã chuyển sang các giả định thận trọng hơn trong mô hình định giá như sau:

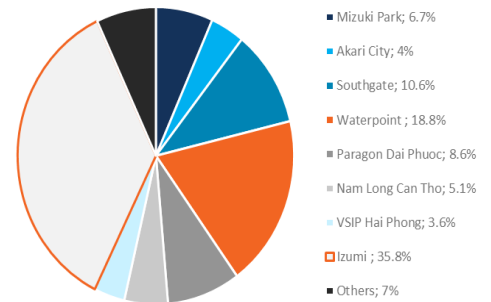
1. Chúng tôi điều chỉnh dòng tiền của các dự án của NLG với hoạt động bán trước dự kiến trong sẽ chậm lại trong năm 2023 và 1H2024. Chúng tôi cho rằng thị trường sẽ vẫn ở trong chu kỳ giảm trong 12 tháng tới, trước khi phục hồi trong 2H2024.
2. Chúng tôi giảm giá bán bình quân cho các dự án của NLG trong bối cảnh thị trường vẫn đang trong giai đoạn suy thoái của chu kỳ.
3. Công ty phải phát sinh chi phí BH&QLDN cao so với các công ty cùng ngành, chủ yếu do sự khác biệt trong cách hạch toán kế toán. Giả định trước đây của chúng tôi về chi phí BH&QLDN/DT chỉ là 12,3%, đây là mức giải định lạc quan và không còn phù hợp. Trong mô hình định giá mới của mình, chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT là 21,3%.

Biểu đồ 12: Tóm tắt bảng định giá

No	Project	Ownership rate	Valuation approach	Development NPV (VND bn)	Effective NPV (VND bn)	Proportion (%)
1	Mizuki Park	50%	DCF	2,088	1,044	6.7%
2	Akari City	50%	DCF	1,245	623	4.0%
3	Southgate	65%	DCF	2,547	1,656	10.6%
4	Waterpoint	100%	MV	2,945	2,945	18.8%
5	Paragon Dai Phuoc	50%	DCF	2,694	1,347	8.6%
6	Nam Long Can Tho	100%	DCF	794	794	5.1%
7	VSIP Hai Phong	100%	DCF	562	562	3.6%
8	Izumi	65%	DCF	8,650	5,623	35.8%
9	Others				1,094	7.0%
Total project NPV					15,688	
Cash and cash equivalent*					4,281	
Total borrowing					-5,605	
NAV (VND billion)					14,364	
Number of shares (billion share)					0.38	
Target price (VND/share)					37,800	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 13: Cơ cấu NPV theo từng dự án



Rủi ro đối với các giả định của chúng tôi

1. **Các rủi ro hoạt động.** Thị trường bất động sản đang chìm sâu trong giai đoạn suy thoái, điều này đã bóp nghẹt niềm tin của người mua nhà và có thể khiến cho việc bán hàng kéo dài hơn so với ước tính của chúng tôi. Ngoài ra, các điều kiện thị trường không phải lúc nào cũng diễn ra như mong đợi (ví dụ: các sự kiện kinh tế vĩ mô bất ngờ, tăng trưởng kinh tế, thu nhập của người dân, cũng như hiệu quả của hoạt động đầu tư công).

Do đó, các nhà phát triển có thể sẽ phải tung ra các chương trình khuyến mại và quà tặng để thu hút khách hàng. Mặc dù chúng tôi lạc quan với năng lực kinh doanh của NLG, nhưng công ty cũng sẽ không tránh khỏi những rủi ro chung này. Do đó, chi phí bán hàng có thể tăng lên và khả năng hấp thụ của các dự án có thể bị chậm lại.

Ngoài ra, nếu tình trạng suy thoái đang diễn ra kéo dài dài hơn so với dự kiến của chúng tôi, có thể gây tổn hại đến doanh thu, lợi nhuận và thậm chí là khả năng trả nợ của NLG.

Như thường lệ, quy trình thủ tục hành chính để phát triển dự án, chẳng hạn như quy trình đền bù giải phóng mặt bằng và các phê duyệt pháp lý khác, có thể kéo dài hơn chúng tôi dự kiến. Thực tế thì quá trình phê duyệt các thủ tục mua bán và sáp nhập hiện đang bị trì hoãn.

2. **Rủi ro mô hình định giá:** Izumi City và Waterpoint là hai yếu tố biến động chính trong mô hình định giá của chúng tôi. Điều quan trọng cần lưu ý là các dự án này chiếm 54,6% trong tổng NAV ước tính của chúng tôi cho NLG. Do đó, ước tính RNAV của chúng tôi rất nhạy cảm với (1) giá thị trường tại các thị trường tỉnh lẻ như Long An và Đồng Nai, và (2) khả năng phục hồi của nhu cầu đối với bất động sản ở những khu vực đó.

INCOME STATEMENT (VND'bn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Net sales	5,206	4,339	4,978	5,617	9,866
Cost of sales	(3,427)	(2,355)	(3,076)	(3,414)	(6,200)
Gross Profit	1,778	1,984	1,902	2,203	3,666
Selling expenses	(416)	(511)	(379)	(427)	(751)
General and admin expenses	(581)	(644)	(706)	(757)	(1,263)
Operating profit/(loss)	781	829	817	1,019	1,652
Financial income	445	386	341	97	97
Financial expenses	(112)	(199)	(259)	(249)	(241)
Gain/(loss) from joint ventures	91	25	187	73	234
Net other income/(expenses)	435	29	29	29	29
Profit/(loss) before tax	1,640	1,070	1,115	969	1,771
Income tax expenses	(162)	(204)	(223)	(194)	(354)
Net profit/(loss) after tax	1,478	866	892	775	1,417
Minority interests	(407)	(309)	(306)	(214)	(451)
Attributable to parent company	1,071	557	586	561	966
EPS basis reported, VND	3,099	1,345	1,526	1,461	2,516
EPS fully diluted, VND	3,099	1,345	1,526	1,461	2,516

FINANCIAL RATIO	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Growth (%)					
Revenue, growth	135%	-17%	15%	13%	76%
Operating Income, growth	231%	6%	-1%	25%	62%
PBT, growth	62%	-35%	4%	-13%	83%
EPS, growth	1%	-57%	13%	-4%	72%
Total Assets, growth	73%	15%	0%	9%	14%
Equity, growth	101%	-2%	5%	4%	8%
Profitability (%)					
Gross Profit Margin	34%	46%	38%	39%	37%
Operating Profit Margin	15%	19%	16%	18%	17%
Net Margin	28%	20%	18%	14%	14%
ROE	15%	6%	7%	5%	10%
ROA	8%	3%	3%	3%	5%
ROIC	12%	5%	5%	4%	8%
Efficiency (x)					
Receivable Turnover	2.50x	1.58x	1.50x	1.75x	3.08x
Inventory Turnover	0.32x	0.16x	0.19x	0.18x	0.31x
Payable Turnover	1.24x	0.65x	0.87x	0.83x	0.92x
Liquidity (x)					
Current ratio	3.45x	2.68x	3.06x	2.57x	2.33x
Quick Ratio	0.92x	0.94x	0.76x	0.59x	0.52x
Financial Structure (x)					
Total liabilities/Equity	0.75x	1.03x	0.95x	1.04x	1.15x
Total liabilities/Total Assets	0.43x	0.51x	0.49x	0.51x	0.54x
Debt/Equity	0.27x	0.39x	0.43x	0.37x	0.36x

BALANCE SHEET (VND'bn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Total assets	23,619	27,085	27,159	29,550	33,580
Current Assets	21,785	23,719	23,881	26,139	30,127
Cash & cash equivalents	3,112	3,773	1,989	1,720	2,673
ST Investment	744	987	866	927	897
Accounts receivable	1,934	3,570	3,082	3,326	3,204
Inventories	15,490	14,830	17,596	19,897	22,850
Other current assets	505	559	348	269	503
Long-term Assets	1,834	3,366	3,278	3,411	3,453
Long-term trade receivables	82	11	89	100	176
Net fixed assets	78	154	57	52	45
LT Investment	873	2,136	2,136	2,136	2,136
LT assets other	801	1,065	996	1,123	1,096
Total Resources	23,619	27,085	27,159	29,550	33,580
Total Liabilities	10,092	13,770	13,209	15,079	17,973
Advances from customers	2,463	3,271	2,450	4,999	7,303
Accounts payable	585	981	379	423	765
ST debts	1,293	1,804	2,117	1,912	2,015
Other ST liabilities	1,977	2,794	2,850	2,822	2,836
Long term debt	2,315	3,375	3,911	3,399	3,541
Other LT debt	1,459	1,545	1,502	1,524	1,513
Shareholder's equity	13,527	13,315	13,950	14,471	15,607
Paid in capital	3,829	3,841	3,841	3,841	3,841
Share premium	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643
Retained earnings	2,444	2,493	2,822	3,129	3,814
Other equity	13	13	13	13	13
Minority interest	4,598	4,325	4,631	4,845	5,296
CASH FLOW (VND'bn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Begin cash of the year	1,073	3,112	3,773	1,989	1,720
Net profit before tax	1,640	1,070	1,115	969	1,771
Adjustments	(750)	(226)	(208)	(198)	(190)
Change in Working Capital	405	(1,874)	(3,449)	(119)	(569)
Cash from Operations	1,295	(1,030)	(2,542)	652	1,012
Capital Expenditures	(19)	(73)	97	5	7
Investments	(1,260)	(534)	121	(61)	30
Change in other	(727)	1,058	(423)	(170)	(600)
Cash from investments	(2,006)	451	(205)	(226)	(563)
Dividend Paid	(333)	(521)	(192)	(192)	(192)
Proceeds from issue of shares	2,637	187	-	-	-
Net change in debt	444	1,574	849	(717)	245
Change in other	0	0	306	214	451
Cash from financing	2,748	1,240	963	(695)	504
Effect of FX differences	0	0	1	2	3
Net change in Cash	2,037	661	(1,784)	(269)	953
Ending cash balance	3,112	3,773	1,989	1,720	2,673

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Bank)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868

hien.le@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

vi.truong@yuanta.com.vn