

Công ty cổ phần Đầu tư Nam Long (NLG: HOSE)



MUA – Giá mục tiêu 1 năm 33.400 Đồng/cp

Giá hiện tại 26.700 Đồng/cp

Vũ Ngọc Quang

quangvn@ssi.com.vn

+84 24 3936 6321 ext. 8706

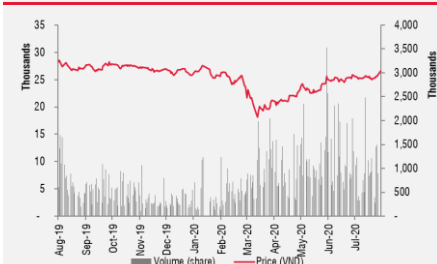
Ngày 11/8/2020

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Các chỉ tiêu chính

| | |
|--|-----------|
| Giá trị vốn hoá (triệu USD): | 287 |
| Giá trị vốn hoá (tỷ VND): | 6.642 |
| Số cổ phiếu lưu hành (triệu) | 250 |
| Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND) | 29,9/17,7 |
| KLGD trung bình 3 tháng (cp) | 1.148.535 |
| KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD) | 1,22 |
| KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng) | 28,23 |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) | 48,28 |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%) | 0 |
| Tỷ lệ sở hữu BLĐ (%) | N.a |

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

NLG có hơn 20 năm kinh nghiệm về xây dựng bất động sản và là một trong những công ty tư nhân đầu tiên trong ngành. Hiện tại, công ty đang dẫn đầu trên thị trường nhà ở giá rẻ tại Việt Nam. Công ty sở hữu quỹ đất nền rộng 540 ha cho kế hoạch phát triển 10, trong đó 355 ha thuộc về dự án Waterpoint tại tỉnh Long An, được coi là dự án chiến lược trong dài hạn.

Cần thêm thời gian để ghi nhận tăng trưởng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NLG, và giá mục tiêu 1 năm là **33.400 đồng/cp** (triển vọng tăng giá là 26%) theo phương pháp định giá RNAV. Với tổng giá trị booking lên đến 7,5 nghìn tỷ đồng liên quan đến các dự án (Akari/Mizuki/Waterpoint) cộng với thu nhập khác từ thoái vốn khỏi dự án, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của NLG giữa năm 2021-2022 sẽ khá khả quan. Tính đến thời điểm hiện tại, tổng quỹ đất sạch của NLG là 681 ha mang lại lợi thế phát triển cho NLG so với các chủ đầu tư khác ở phía Nam. Với mức giá cạnh tranh và chiến lược phát triển sản phẩm bài bản cho phân khúc trung cấp, công ty nằm trong số ít các chủ đầu tư có năng lực có thể ra mắt mô hình township đang được săn đón (trên 100 ha/dự án) tại các tỉnh vùng ven HCM.

Tin cập nhật

Kết quả kinh doanh Q2/2020: Kết quả kinh doanh thấp do thiếu hụt bàn giao bất động sản mới

Trong Q2/2020, cả doanh thu và lợi nhuận đều giảm do phần lớn các dự án của NLG vẫn đang xây dựng và chưa đến thời điểm bàn giao. Doanh thu thuần trong Q2 chỉ đạt 241 tỷ đồng (-30% so với cùng kỳ), trong khi lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) chỉ đạt 68 tỷ đồng (-43% so với cùng kỳ). Lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, NLG đạt 658 tỷ đồng doanh thu và 179 tỷ đồng NPATMI, chỉ hoàn thành 21% kế hoạch cả năm. Doanh thu bàn giao bất động sản giảm xuống còn 175 tỷ đồng (-75% so với cùng kỳ), tương đương khoảng 27% doanh thu trong 6 tháng đầu năm 2020. Mặt khác, doanh thu thuần từ hoạt động dịch vụ tăng lên 274 tỷ đồng (+761% so với cùng kỳ), chiếm khoảng 65% doanh thu trong 6 tháng đầu năm do hoạt động xây dựng ở công ty liên kết Mizuki JSC và Southgate JSC.

Giá trị đặt trước lớn đối với dự án Waterpoint mới mở bán:

Trong nửa đầu tháng 7, NLG đã bán hơn 280 căn hộ thấp tầng của dự án Waterpoint. Tổng doanh thu chưa thực hiện ghi nhận khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng. Đây là tỷ lệ lấp đầy tích cực tại thị trường sơ cấp đối với sản phẩm của NLG, khi tổng giá trị căn được đặt chỗ tăng 6 lần so với quý trước, nâng tổng doanh thu tăng lên 2,7 nghìn tỷ đồng hay tương đương 45% kế hoạch doanh thu năm 2020.

Ước tính của chúng tôi: Chúng tôi duy trì ước tính doanh thu năm 2020 đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (-37% so với cùng kỳ), với NPATMI đạt 830 tỷ đồng (-14% so với cùng kỳ). Các yếu tố thúc đẩy bao gồm giai đoạn đầu của dự án Waterpoint, và doanh thu bán cổ phần trong 6 tháng cuối năm 2020. Trong năm 2021, chúng tôi ước tính NPATMI tăng 27% so với cùng kỳ đạt 1,1 nghìn tỷ đồng, do đã bàn giao 35% số căn hộ của dự án Waterpoint từ giai đoạn đầu, và bàn giao giai đoạn đầu dự án Akari city dự kiến hoàn thành vào cuối năm nay.

Yếu tố hỗ trợ: NLG đang xem xét mở rộng quỹ đất tại các vị trí đắc địa. Tổng quỹ đất bổ sung dự kiến là 34ha, trong đó 25ha ở Hà Nội và 9ha ở TP. HCM. Theo ban lãnh đạo, NLG sẽ tiếp tục chi 1 – 1,5 nghìn tỷ đồng mỗi năm để mua lại các dự án mới. Cùng với chiến lược đồng phát triển của công ty - NLG có kế hoạch thoái một nửa cổ phần tại các dự án Paragon và Waterfront trong năm 2020 và dự kiến thu về hơn 720 tỷ đồng (chiếm khoảng 65% lợi nhuận trước thuế) trong thu nhập tài chính.

Các rủi ro chính đối với khuyến nghị của chúng tôi bao gồm:

- 1) Tiên độ bán hàng chậm hơn dự kiến từ các lô tiếp theo của dự án Akari City/Mizuki Park và Waterpoint.
- 2) Tiên độ phát triển dự án và thời gian bàn giao chậm hơn do quy trình pháp lý kéo dài.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm: Nửa đầu năm trầm lắng

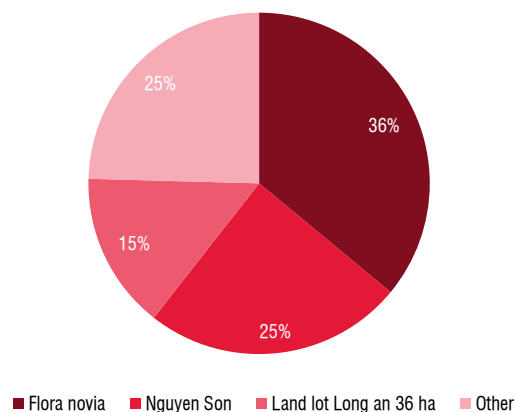
| (tỷ đồng) | Q2/20 | Q2/19 | YoY | 6T2020 | 6T2019 | YoY | % hoàn thành kế hoạch năm | TSLN | | |
|----------------------------------|-------|--------|------|--------|--------|------|---------------------------|------|--------|------|
| | | | | | | | | 6T20 | 6T2019 | 2019 |
| Doanh thu thuần | 241 | 603 | -60% | 658 | 935 | -30% | 43% | | | |
| Lợi nhuận gộp | 138 | 249 | -45% | 295 | 345 | -14% | | 45% | 37% | 42% |
| Thu nhập từ hoạt động kinh doanh | 86 | 171 | -50% | 216 | 189 | 14% | | 33% | 20% | 33% |
| EBIT | 125,9 | 190,7 | -34% | 269 | 210 | 28% | | 41% | 23% | 50% |
| EBITDA | 131,8 | 194,84 | -32% | 280 | 218 | 28% | | 42% | 23% | 50% |
| Lợi nhuận trước thuế | 80,3 | 171,9 | -53% | 216 | 189 | 14% | | 33% | 20% | 48% |
| Lợi nhuận ròng | 67,8 | 133 | -49% | 179 | 266 | -33% | 21% | 27% | 28% | 40% |
| Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông | 68,2 | 120,1 | -43% | 179 | 266 | -33% | | 27% | 28% | 38% |

Nguồn: NLG, SSI Research

Trong Q2/2020, NLG ghi nhận 241 tỷ đồng doanh thu, giảm 30% so với cùng kỳ. Lợi nhuận ròng cũng giảm 43% so với cùng kỳ, đạt 68 tỷ đồng. Kết quả kinh doanh thấp như vậy chủ yếu là do chênh lệch về thời gian, vì lợi nhuận sẽ chỉ được ghi nhận vào nửa cuối năm nay khi lô căn hộ Waterpoint đầu tiên được bàn giao và việc bán lại cổ phần tại các dự án Paragon và Waterfront đã hoàn tất.

Công ty chỉ đạt 179 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong 6 tháng đầu năm 2020 (-33% so với cùng kỳ), chỉ hoàn thành 21% kế hoạch cả năm. Chi tiết cho mỗi mảng như sau:

- Doanh thu từ bàn giao bất động sản giảm xuống còn 175 tỷ đồng (-75% so với cùng kỳ), chiếm khoảng 27% doanh thu thuần trong 6 tháng đầu năm 2020. Điều này chủ yếu đến từ việc đặt trước 37 căn hộ còn lại của dự án Flora Novia, cùng với 26 căn hộ ở các dự án khác như Valora Island, EhomeS và dự án Nguyễn Sơn.

Biểu đồ 1: Giá trị tài sản bàn giao cho người mua nhà trong 6 tháng đầu năm 2020 (%)

Nguồn: NLG, SSI Research

- Mặt khác, doanh thu thuần từ hoạt động dịch vụ tăng lên 274 tỷ đồng (+761% so với cùng kỳ), và chiếm khoảng 65% doanh thu 6 tháng đầu năm 2020. Kết quả này có được là nhờ các hoạt động quản lý dự án như thiết kế, hỗ trợ bán hàng ... của các công ty liên kết như Mizuki JSC và Southgate JSC.
- Doanh thu thuần từ hoạt động xây dựng và doanh thu chuyển giao dự án đạt 94,5 tỷ đồng, và chiếm 22% tổng doanh thu. Trong khi đó, việc chuyển nhượng cổ phần ở dự án Mizuki Park vẫn tiếp tục được hoàn thiện một phần trong năm nay. Tiến độ xây dựng của dự án Waterpoint vẫn đang được tiến hành để bàn giao hơn 450 căn hộ vào cuối năm 2020.

Lợi nhuận gộp trong 6 tháng cuối năm 2020 đạt 295 tỷ đồng (+65% so với cùng kỳ), trong đó tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 45% so với mức 37% trong 6 tháng đầu năm 2019, chủ yếu nhờ lợi nhuận gộp cao (45-50%) đến từ việc gia tăng tỷ trọng của các hoạt động quản lý dự án như thiết kế, hỗ trợ bán hàng và dịch vụ xây dựng đối với các công ty liên kết Mizuki JSC và Southgate JSC trong tổng doanh thu.

Chúng tôi cũng chú ý đến một số dấu hiệu tích cực liên quan đến bảng cân đối kế toán của NLG. Khoản mục khách hàng trả trước ngắn hạn đạt hơn 1,7 nghìn tỷ đồng, tăng gần 30% từ thời điểm cuối năm 2019. Điều này là do người mua nhà trả trước cho các dự án căn hộ, biệt thự và đất nền của NLG. Chúng tôi ước tính khoản mục này sẽ tiếp tục tăng theo đúng lộ trình thanh toán của hợp đồng mua bán, thường kéo dài 12-16 tháng.

NLG cũng ghi nhận doanh thu dài hạn chưa thực hiện gần 670 tỷ đồng, đây là lợi nhuận mà NLG nhận được từ việc chuyển nhượng một phần dự án Nguyên Sơn cho công ty liên kết Mizuki, cùng với một phần của dự án Waterpoint cho công ty liên kết Southgate. Do đó, chúng tôi ước tính rằng khoản mục này sẽ được ghi nhận lợi nhuận khi các thủ tục liên quan đến việc chuyển nhượng cổ phần tại 2 dự án này được hoàn thành vào năm 2020-2021. Trong Q2/2020, NLG cũng đã thanh toán khoản đầu tiên cho Keppel Land để mua 70% cổ phần của dự án Waterfront, với 906 tỷ đồng thông qua tài khoản đầu tư dài hạn trên bảng cân đối kế toán, tương đương 10,5% tổng chi phí đầu tư. Theo ban lãnh đạo, dự án Waterfront sẽ được mở bán vào 6 tháng cuối năm 2021 theo đúng kế hoạch.

Tại thời điểm cuối Q2/2020, tổng tài sản của NLG đạt trên 11,8 nghìn tỷ đồng (+9% so với cùng kỳ). Trong đó, công ty duy trì ổn định lượng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn trên 1,4 nghìn tỷ đồng, tương đương gần 12% tổng tài sản. Mặt khác, hệ số nợ/VCSH tăng lên 25% (+15% so với cùng kỳ), trong đó 500 tỷ đồng phát hành thêm trái phiếu để thực hiện các dự án khác đang được triển khai như Paragon Đại Phước, Waterfront, Waterpoint ...

Tiền độ bán hàng phục hồi mạnh mẽ nhờ dự án Waterpoint:

Biểu đồ 2: Tổng doanh thu chưa thực hiện lũy kế đến tháng 7/2020

| Dự án | Số căn hộ | Giá trị (tỷ đồng) | Thời gian bàn giao |
|------------------|--------------|-------------------|---|
| Flora Novia | 105 | 155 | 2020-2021 |
| Akari | 1.599 | 3.698 | 2021 |
| Waterpoint | 1013 | 3.700 | 450 căn hộ vào năm 2020 Còn lại vào năm 2021 |
| Tổng cộng | 2.717 | 7.533 | |

Nguồn: NLG, SSI Research

Biểu đồ 3: Doanh thu mới trong năm 2020

| Dự án | Số căn hộ | Giá trị (tỷ đồng) |
|------------------|------------|-------------------|
| Waterpoint | 404 | 2.040 |
| Akari | 186 | 631 |
| Others project | 26 | 48 |
| Tổng cộng | 616 | 2.719 |

Nguồn: NLG, SSI Research

Đợt mở bán thứ hai của dự án Waterpoint vào ngày 5/7/2020 và 19/7/2020 đã bán thành công gần 300 căn hộ bao gồm biệt thự, biệt thự liền kề, shophouse và biệt thự lớn ... Tổng giá trị bán được lên tới 1,5 nghìn tỷ đồng. Kết quả này vượt ước tính của chúng tôi, khi doanh số bán hàng tăng gấp ba lần so với quý 1 khi dịch Covid-19 bùng phát. Với mức giá hợp lý (30-32 triệu đồng/m²) cùng với vị trí tiềm năng của dự án ở Long An, nhiều nhà đầu tư đã bị thuyết phục mua căn hộ thấp tầng của dự án Waterpoint. Tại ngày 20/7/2020, tổng doanh thu đặt

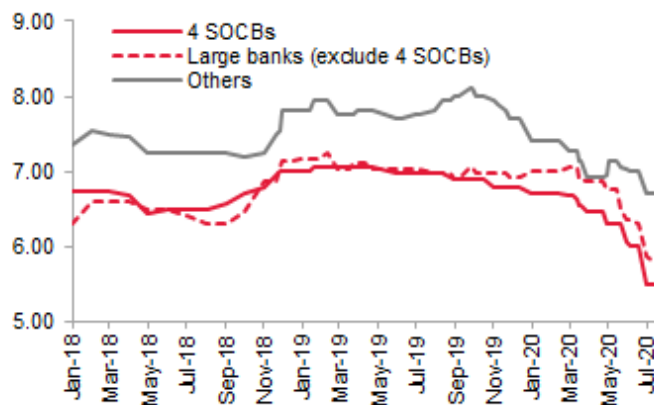
trước lũy kế của Nam Long cho các khoản thanh toán trong tương lai dự kiến trên 2,7 nghìn tỷ đồng – hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu cả năm.

Trong 6 tháng cuối năm 2020, công ty sẽ tiếp tục tập trung bán dự án Mizuki (780 căn hộ được mở bán vào Q4), cũng như mở bán thêm 200-300 căn hộ của dự án Waterpoint để có thể hoàn thành kế hoạch năm 2020 của công ty.

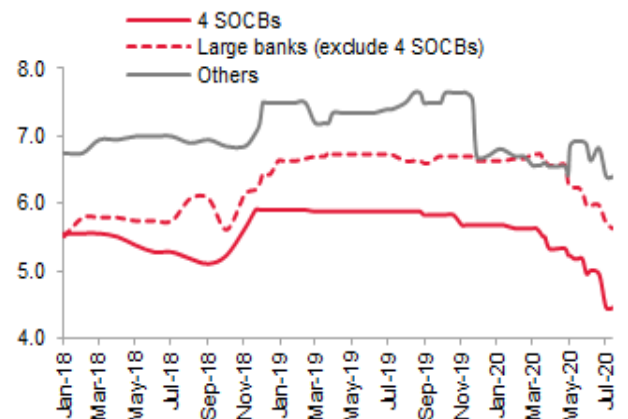
Lãi suất tiền gửi thấp thúc đẩy nhu cầu ổn định

Trong báo cáo gần đây nhất của chúng tôi, chúng tôi bày tỏ một số quan ngại về kế hoạch lợi nhuận khá thận trọng cho năm 2020 và việc bán các dự án tại khu vực cấp hai do tác động của dịch Covid-19. Tuy nhiên, trước tình hình có nhiều biến động khó lường, chúng tôi vẫn nhận thấy một lượng tiền đáng kể tiếp tục đổ vào các kênh bất động sản do môi trường lãi suất tiền gửi thấp. Ngoài ra, những nguồn vốn trước đây được sử dụng để mở rộng sản xuất/kinh doanh đang được chuyển hướng vào thị trường bất động sản, một loại tài sản được coi là tương đối an toàn đối với các nhà đầu tư ở hiện tại.

Biểu đồ 4: Lãi suất tiền gửi giữa các ngân hàng trong giai đoạn 12 tháng (%)



Lãi suất tiền gửi giữa các ngân hàng trong giai đoạn 6 tháng (%)



Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 5: Tiến độ của các dự án hiện tại của NLG

| Dự án | Quy mô (ha) | Thời gian mở bán | Địa điểm | Tổng giá trị phát triển (tỷ đồng) | Số căn hộ | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------------------|-------------|------------------|------------|-----------------------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Mizuki Park | 26 | Q4/2017 | Bình Chánh | 15,677 | 4,850 | | | | | | | | |
| Akari City | 8.8 | Q4/2017 | Bình Chánh | 11,235 | 4,600 | | | | | | | | |
| Waterpoint giai đoạn 1 | 165 | Q1/2018 | Long An | 18,452 | 3,000 | | | | | | | | |
| Waterpoint giai đoạn 2 | 190 | Q2/2019 | Long An | 9,807 | 13,000 | | | | | | | | |
| Paragon Đại Phước | 45 | 2021-2022 | Đồng Nai | 3,874 | 590 | | | | | | | | |
| Vsip Hải Phòng | 21.4 | 2021 | Hải Phòng | 5,563 | 3,096 | | | | | | | | |
| Waterfront | 170 | 2021-2022 | Đồng Nai | 28,385 | 6,350 | | | | | | | | |
| Cần Thơ | 30 | 2021 | Cần Thơ | 2,274 | 1,531 | | | | | | | | |

Nguồn: NLG, SSI Research

Chúng tôi kỳ vọng các dự án Mizuki và Akari city lần lượt tại quận Bình Tân và Bình Chánh sẽ ghi nhận tỷ lệ lấp đầy tích cực trong thời gian tới do thiếu hụt nguồn cung mới tại TP. HCM. Trong năm 2019, chỉ mất hai tuần sau khi mở bán dự án Akari đã hoàn toàn được bán hết. Tương tự, giai đoạn 1 của dự án Mizuki chỉ mất 10 ngày để bán hết. Trong khi đó, các dự án tại các địa bàn vùng ven của NLG cho thấy triển vọng tươi sáng, nhưng chủ yếu liên quan đến phát triển cơ sở hạ tầng và nhu cầu đầu tư ngày càng tăng đối với căn hộ thấp tầng.

Các tỉnh vùng ven thành phố: Hưởng lợi nhờ phát triển cơ sở hạ tầng

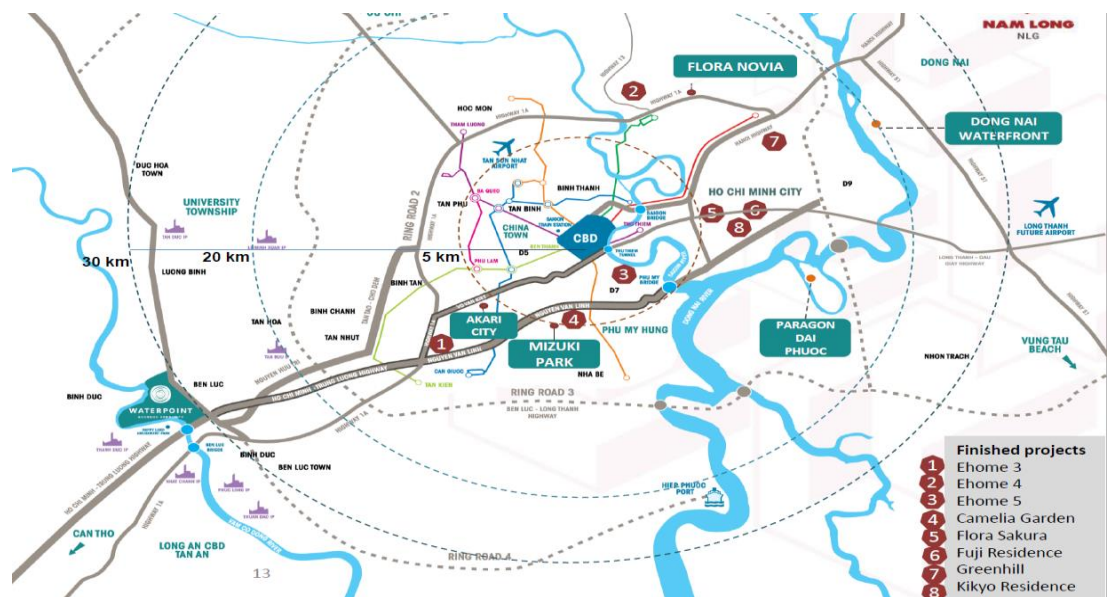
Theo Quy hoạch tổng thể đối với phát triển kinh tế - xã hội vùng kinh tế trọng điểm phía Nam đến năm 2030 được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt gần đây, TP. HCM được xác định trở thành trung tâm dịch vụ, công nghiệp, khoa học và công nghệ của Đông Nam Á, có sự hỗ trợ của các khu vực xung quanh như Đồng Nai, Bình Dương, Bà Rịa - Vũng Tàu, Long An và Tiền Giang.

Với sự phát triển này, Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam tiếp tục sẽ là vùng thụ hưởng quy hoạch phát triển giao thông vận tải, với các cơ sở hạ tầng đầu tư công như: cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây, Biên Hòa - Vũng Tàu, Bến Lức - Long Thành cộng với TP. HCM - Mộc Bài và đường vành đai 3 và 4 thuộc TP. HCM.

Theo quan điểm của chúng tôi, việc phát triển mô hình đô thị lớn ở các tỉnh vùng ven được quyết định bởi bốn yếu tố như sau:

- Vị trí: Một dự ở các tỉnh vùng ven tốt cần nằm gần các cơ sở hạ tầng như đường cao tốc và cầu để thuận tiện di chuyển đến trung tâm trung tâm/các tỉnh thành khác trong khoảng thời gian hợp lý từ 40- 90 phút.
- Giá cả: Mức giá hợp lý trên thị trường sơ cấp do các chủ đầu tư đặt ra sẽ thu hút những người mua nhà tiềm năng, điều này cuối cùng sẽ kích thích thị trường thứ cấp và thúc đẩy số lượng giao dịch.
- Thanh khoản: Tại các vị trí cấp hai như Đồng Nai và Long An, chỉ có 15% -20% giao dịch là cho mục đích sinh sống thực tế. Hầu hết các giao dịch chủ yếu nhằm mục đích đầu tư/đầu cơ. Do đó, nếu nhà đầu tư muốn đầu tư vào các lĩnh vực này, họ nên tìm kiếm những dự án có lượng giao dịch lớn, có thể cung cấp thanh khoản thị trường cần thiết để thoát và hiện thực hóa lợi nhuận.
- Tiện nghi và danh tiếng của nhà đầu tư: Người mua nhà ở các khu vực này vẫn yêu cầu phải có đầy đủ tiện nghi như trường học, trung tâm mua sắm và siêu thị để phù hợp với mức sống tương tự như các khu vực trong thành phố. Do đó, tiềm lực của chủ đầu tư là điểm khá quan trọng vì chỉ những chủ đầu tư uy tín mới có đủ năng lực để triển khai mô hình township với chi phí đầu tư trả trước cao.

Biểu đồ 6: Bản đồ dự án của NLG



Nguồn: NLG

Trong báo cáo này, chúng tôi phân tích 3 dự án: Waterpoint, Waterfront và Paragon Đại Phước, ba dự án này được đánh giá là sẽ thành công lớn trong giai đoạn 2020-2023. Trong đó, các dự án Waterpoint được đánh giá là có mức giá bán hấp dẫn hơn (chỉ từ 30-32 triệu đồng/m² đối với căn hộ thấp tầng) trong khi các dự án Waterfront tại Đồng Nai mang lại có vị trí mang lại triển vọng cao nhất. Cả 3 dự án đều chủ yếu phục vụ nhu cầu sở hữu ngôi nhà thứ hai của người mua.

1. Dự án Waterpoint Long An (2 giai đoạn: tổng quy mô 355 ha)

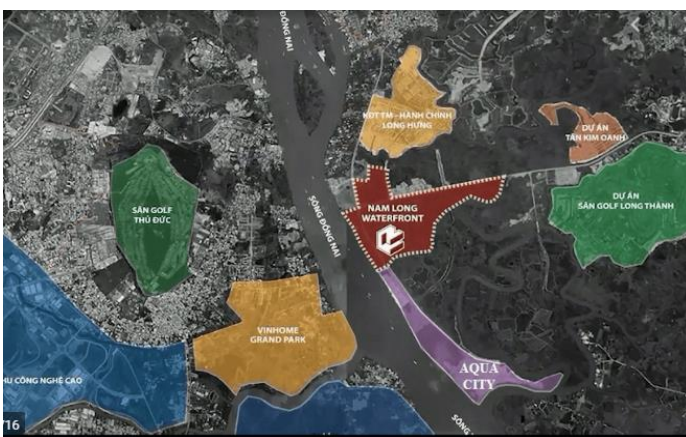


Dự án Waterpoint tọa lạc tại khu vực cấp 2 (Bến Lức, tỉnh Long An) với tổng diện tích 355 ha. Nơi đây còn kết nối trực tiếp với đường cao tốc Sài Gòn - Trung Lương, tuyến giao thông quan trọng nối TP.HCM với các tỉnh Đồng bằng sông Cửu Long, và xung quanh là 5 khu công nghiệp.

Thông thường mất hơn một giờ đồng hồ để đi từ Quận 1, TP.HCM đến khu vực dự án Waterpoint và người mua nhà thường mua các căn hộ thấp tầng trong trường hợp dự án này thường dành cho mục đích sở hữu tài sản/đầu tư. Vì giá chung của bất động sản tỉnh Long An hiện được coi là tương đối rẻ hơn so với các tỉnh khác như Bình Dương và Đồng Nai, gần đây chúng tôi đã nhận thấy tỷ lệ lấp đầy tích cực với các đợt mở bán mới của Waterpoint.

Theo quan sát gần đây của chúng tôi và giả định tiến độ mở bán giai đoạn đầu của dự án Waterpoint như sau: 450 căn vào năm 2019, 600 căn vào năm 2020 và 650 căn vào năm 2021 (và có thể là 2022).

2. Dự án Waterfront (tổng quy mô: 170 ha)



NLG và Keppel Land đang cùng phát triển dự án Waterfront tại tỉnh Đồng Nai, nơi được coi là trung tâm trọng điểm giữa các tỉnh Đông Nam Bộ, có nhiều khu công nghiệp lớn như: Khu công nghiệp Biên Hòa 1,2; Amata, Tam Phước, Long Bình và Long Thành. Ngoài ra, khu đô thị Waterfront được bao quanh bởi các dự án bất động sản của các chủ đầu tư khác như Aqua City, Long Hưng City, dự án sân golf Long Thành... sẽ tạo nên một cộng đồng

lớn ven sông Đồng Nai trong tương lai gần. Từ đó, chỉ mất chưa đầy một giờ đồng hồ để đi đến Trung tâm TP. HCM.

Khu đô thị tích hợp Waterfront sẽ có khoảng 6.536 căn nhà, bao gồm nhà phố, biệt thự và căn hộ cao tầng với nhiều tiện ích thương mại khác nhau.

Giá cả và tính thanh khoản: NLG chưa công bố giá chính thức, nhưng chúng tôi ước tính giá có thể thấp hơn Aqua City khoảng 4-5% (45-50 triệu đồng/m²). Với sự cải thiện nhu cầu đối với các căn hộ thấp tầng tại khu vực này, triển vọng của dự án Waterfront có vẻ rất hứa hẹn.

3. Dự án Paragon Đại Phước (Tổng quy mô: 45ha)



Dự án Nam Long Paragon Đại Phước tọa lạc tại đảo Đại Phước - Cù Lao thuộc huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai. Từ dự án, cư dân có thể dễ dàng di chuyển đến các khu vực trọng điểm như Khu công nghệ cao Quận 9 trong vòng 20 phút, hay Khu đô thị Thủ Thiêm Quận 2 chỉ trong vòng 45 phút.

Một trong những điểm hấp dẫn nhất của dự án này là vị trí. Được bao quanh bởi sông Đồng Nai, khu vực này có tầm nhìn bao quát, và một môi trường sống yên tĩnh, dễ chịu. NLG cho biết khu vực này sẽ được phát triển thành phân khúc gần cao cấp cho người nước ngoài, mở rộng hơn so với việc trước đây chỉ tập trung vào phân khúc bình dân và trung cấp.

Gần đây, chúng tôi nhận thấy thanh khoản tại các dự án lân cận được cải thiện như Swan Bay City của CFLD, với mức giá dao động từ 33-35 triệu đồng/m². Cho đến thời điểm hiện tại, NLG vẫn chưa công bố giá chính thức của dự án này, nhưng chúng tôi hoàn toàn dự đoán giá sẽ nằm trong tầm giá của Swan Bay.

Ước tính lợi nhuận

Trong năm 2020, chúng tôi duy trì dự báo doanh thu đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (- 37% so với cùng kỳ), NPATMI đạt 828 tỷ đồng (-15% so với cùng kỳ). Điều này là do số lượng căn hộ thấp bàn giao và thiếu hụt nguồn thu nhập khác từ việc đánh giá lại lợi thế thương mại của dự án so với năm 2019.

Chúng tôi cũng ước tính 450 căn hộ của dự án Waterpoint sẽ được bàn giao và ghi nhận vào thu nhập liên doanh liên kết trong năm 2020. Các căn hộ thấp tầng này đã được bán vào tháng 11/2019 và thường mất khoảng một năm để hoàn tất thủ tục bàn giao cho người mua nhà. Trong khi đó, doanh thu bàn giao bất động sản sẽ đến từ số lượng bất động sản còn lại của Valora, EhomeS, Nguyên Sơn và các dự án khác.

Ngoài ra, doanh thu từ xây dựng và dịch vụ thông qua các công ty con dự kiến sẽ tiếp tục tăng do tiến độ xây dựng từ các dự án Mizuki và Waterfront đóng vai trò tạo ra hơn 30% tổng doanh thu.

Thủ tục bán vốn cổ phần đối với hai dự án Paragon Đại Phước và Waterfront đang được đàm phán. Chúng tôi ước tính số tiền thu được từ thương vụ này sẽ được ghi nhận vào doanh thu hoạt động tài chính trong quý 4.

| Doanh thu dự án (ghi nhận vào báo cáo tài chính năm 2020) | Giá trị (tỷ đồng) |
|---|-------------------|
| Paragon Đại Phước | 400 |
| Waterfront | 320 |

Nguồn: NLG, SSI Research

| | Ước tính doanh thu của SSI trong năm 2020-2021 | | | | |
|---------------------------------|--|--------------|-------------|--------------|------------|
| | 2019 | 2020F | % | 2021F | % |
| Bán giao bất động sản | 1.967 | 515 | -74% | 1.638 | 318% |
| Doanh thu từ xây dựng | 428 | 650 | 52% | 400 | -38% |
| Doanh thu dịch vụ và nguồn khác | 152 | 340 | 124% | 320 | -6% |
| Tổng doanh thu | 2.547 | 1.505 | -41% | 2.458 | 63% |
| Thu nhập liên doanh liên kết | | 460 | | 820 | 78% |

Nguồn: NLG, SSI Research

Bắt đầu từ năm 2021, chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh của NLG có thể phục hồi nhờ việc bàn giao theo tiến độ của nhiều dự án, như Akari và Waterpoint. Về VSIP Hải Phòng và Cần Thơ, NLG đã trì hoãn kế hoạch bán hàng do dịch Covid-19. Do đó, chúng tôi cho rằng các căn hộ này sẽ được bàn giao vào năm 2022. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2021 (không bao gồm doanh thu bất thường) đạt 2,45 nghìn tỷ đồng (+ 63% so với cùng kỳ) và NPATMI đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+28% so với cùng kỳ). Ước tính của chúng tôi được đưa ra dựa trên giả định rằng 600-700 căn hộ Waterfront và 1.700 căn hộ của dự án Akari có thể được giao đúng tiến độ.

Từ năm 2022, doanh thu thuần của NLG sẽ được hỗ trợ từ việc bàn giao giai đoạn 1 của 2 dự án tại Hải Phòng và Cần Thơ. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu thuần từ hoạt động bán giao bất động sản có thể đi ngang ở mức 1,7 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, thu nhập liên doanh liên kết có thể ghi nhận sự cải thiện đáng kể với 1,7 nghìn tỷ đồng lợi nhuận (gấp đôi so với năm 2021), với sự đóng góp của nhiều dự án lớn như Waterfront, Waterpoint, Mizuki Park.

Định giá và quan điểm đầu tư

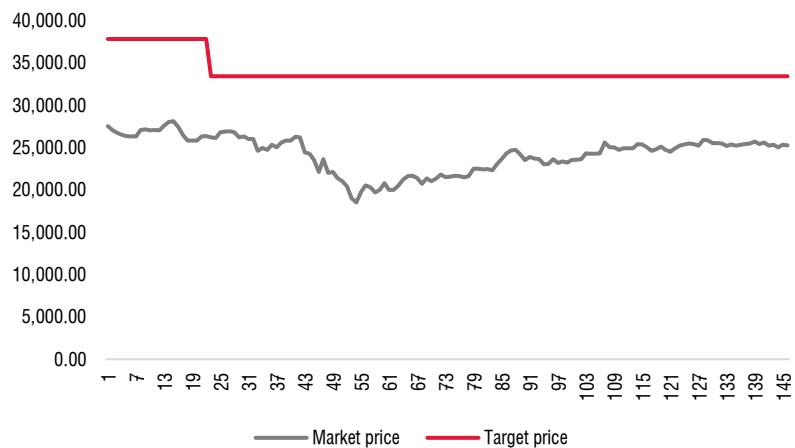
NLG hiện đang giao dịch với hệ số P/E 2020E và 2021E lần lượt là 7,6 lần và 6,7 lần, khá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành. Nhìn chung, chúng tôi ưu thích NLG nhờ quỹ đất lớn và chiến lược liên tục phát triển mô hình nhà phố và dự án căn hộ trung cấp, hấp dẫn cả người mua nhà và nhà đầu tư bất động sản. Trong giai đoạn 2020-2021, với sự hỗ trợ từ môi trường lãi suất thấp và nhu cầu gia tăng đối với các loại bất động sản được coi là một khoản đầu tư an toàn, chúng tôi tin rằng NLG có thể đạt được tỷ lệ lấp đầy và doanh thu đặt trước hợp lý - trong khi các chủ đầu tư khác gặp khó khăn với các thủ tục pháp lý đối với các dự án đang diễn ra. Do đó, chúng tôi duy trì đánh giá MUA đối với cổ phiếu, với giá mục tiêu là 33.400 đồng/cp, dựa trên phương pháp RNAV, triển vọng tăng giá là 26%.

Biểu đồ 7: Định giá dự án

| Dự án | RNAV (tỷ đồng) |
|---|----------------|
| Mizuki park | 1.465 |
| Akari city | 1.393 |
| Paragon Đại Phước | 675 |
| Nam Long Hải Phòng | 310 |
| Waterpoint giai đoạn 1 | 1.475 |
| Waterpoint giai đoạn 2 | 892 |
| Waterfront | 643 |
| Các dự án khác | 267 |
| Tổng RNAV | 7.120 |
| + Tiên/tương đương tiền | 2.355 |
| -Nợ | (893) |
| Tổng cộng | 8.582 |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp) | 259 |
| Giá trên mỗi cổ phiếu (đồng) | 33.400 |

Rủi ro chính đối với khuyến nghị của chúng tôi

- 1) Tiến độ bán hàng chậm hơn dự kiến từ các lô tiếp theo của dự án Akari City/Mizuki Park và giai đoạn 1 của Waterpoint.
- 2) Tiến độ phát triển dự án và thời gian bàn giao chậm hơn do quy trình pháp lý kéo dài.

Biểu đồ 8: Biến động của giá

Nguồn: NLG, SSI Research

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Tỷ đồng | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| Bảng cân đối kế toán | | | | | |
| + Tiền và các khoản tương đương tiền | 2.082 | 2.084 | 1.894 | 3.324 | 3.211 |
| + Đầu tư ngắn hạn | 60 | 16 | 73 | 80 | 80 |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn | 579 | 1.833 | 1.500 | 887 | 1.449 |
| + Hàng tồn kho | 3.884 | 3.261 | 4.205 | 2.623 | 3.953 |
| + Tài sản ngắn hạn khác | 173 | 126 | 109 | 65 | 106 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 6.779 | 7.320 | 7.782 | 6.980 | 8.798 |
| + Các khoản phải thu dài hạn | 76 | 199 | 361 | 214 | 349 |
| + GTCL Tài sản cố định | 56 | 52 | 71 | 135 | 192 |
| + Bất động sản đầu tư | 33 | 38 | 191 | 184 | 176 |
| + Tài sản dài hạn dở dang | 0 | 10 | 287 | 287 | 287 |
| + Đầu tư dài hạn | 755 | 1.684 | 1.808 | 1.806 | 1.808 |
| + Tài sản dài hạn khác | 206 | 271 | 288 | 167 | 277 |
| Tổng tài sản dài hạn | 1.127 | 2.254 | 3.006 | 2.791 | 3.089 |
| Tổng tài sản | 7.906 | 9.574 | 10.788 | 9.771 | 11.888 |
| + Nợ ngắn hạn | 3.061 | 2.694 | 2.899 | 1.826 | 2.726 |
| Trong đó: vay ngắn hạn | 216 | 201 | 63 | 57 | 59 |
| + Nợ dài hạn | 1.123 | 1.596 | 1.689 | 1.120 | 1.398 |
| Trong đó: vay dài hạn | 229 | 806 | 806 | 726 | 765 |
| Tổng nợ phải trả | 4.183 | 4.290 | 4.588 | 2.946 | 4.124 |
| + Vốn góp | 1.572 | 2.391 | 2.597 | 2.597 | 2.597 |
| + Thặng dư vốn cổ phần | 492 | 989 | 989 | 989 | 989 |
| + Lợi nhuận chưa phân phối | 864 | 1.294 | 1.839 | 2.424 | 3.314 |
| + Quỹ khác | 795 | 611 | 775 | 815 | 865 |
| Vốn chủ sở hữu | 3.723 | 5.285 | 6.199 | 6.825 | 7.764 |
| Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu | 7.906 | 9.574 | 10.788 | 9.771 | 11.888 |
| Lưu chuyển tiền tệ | | | | | |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh | 2.261 | 991 | 547 | 1.841 | 54 |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư | -786 | -1.830 | -631 | -80 | -85 |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính | -324 | 840 | -106 | -331 | -82 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | 1.151 | 2 | -190 | 1.430 | -114 |
| Tiền đầu kỳ | 932 | 2.082 | 2.084 | 1.894 | 3.324 |
| Tiền cuối kỳ | 2.082 | 2.084 | 1.894 | 3.324 | 3.211 |
| Các hệ số khả năng thanh toán | | | | | |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 2,21 | 2,72 | 2,68 | 3,82 | 3,23 |
| Hệ số thanh toán nhanh | 0,89 | 1,46 | 1,20 | 2,35 | 1,74 |
| Hệ số thanh toán tiền mặt | 0,70 | 0,78 | 0,68 | 1,86 | 1,21 |
| Nợ ròng / EBITDA | -0,94 | -1,15 | -0,82 | -1,55 | -1,76 |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 35,14 | 31,98 | 31,57 | 31,09 | 35,96 |
| Ngày phải thu | 32,8 | 26,0 | 53,2 | 91,2 | 54,6 |
| Ngày phải trả | 48,0 | 51,8 | 54,8 | 56,1 | 35,8 |
| Ngày tồn kho | 741,4 | 659,9 | 920,9 | 1.349,9 | 862,8 |
| Cơ cấu vốn | | | | | |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản | 0,47 | 0,55 | 0,57 | 0,70 | 0,65 |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản | 0,53 | 0,45 | 0,43 | 0,30 | 0,35 |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu | 1,12 | 0,81 | 0,74 | 0,43 | 0,53 |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu | 0,12 | 0,19 | 0,14 | 0,11 | 0,11 |
| Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu | 0,06 | 0,04 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |

Nguồn: Công ty, SSI dự báo

| Tỷ đồng | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Báo cáo kết quả kinh doanh | | | | | |
| Doanh thu thuần | 3.161 | 3.480 | 2.546 | 1.505 | 2.459 |
| Giá vốn hàng bán | -1.866 | -1.976 | -1.480 | -923 | -1.391 |
| Lợi nhuận gộp | 1.295 | 1.503 | 1.066 | 582 | 1.068 |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 95 | 129 | 120 | 767 | 83 |
| Chi phí tài chính | -29 | -37 | -44 | -60 | -38 |
| Thu nhập từ các công ty liên kết | 0 | 0 | 0 | 295 | 703 |
| Chi phí bán hàng | -219 | -252 | -119 | -113 | -143 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | -195 | -239 | -306 | -286 | -344 |
| Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh | 944 | 1.119 | 843 | 1.086 | 1.329 |
| Thu nhập khác | 6 | 9 | 383 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 950 | 1.128 | 1.226 | 1.086 | 1.329 |
| Lợi nhuận ròng | 756 | 887 | 1.007 | 869 | 1.063 |
| Lợi nhuận chia cho cổ đông | 535 | 763 | 960 | 828 | 1.014 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 221 | 124 | 47 | 40 | 49 |
| Chỉ số tài chính | | | | | |
| EPS cơ bản (VND) | 3.314 | 3.521 | 3.923 | 3.449 | 3.905 |
| Giá trị sổ sách (VND) | 19.458 | 20.037 | 21.046 | 23.481 | 25.141 |
| Cổ tức (VND/cổ phiếu) | 474 | 386 | 478 | 478 | 478 |
| EBIT | 978 | 1.164 | 1.266 | 1.122 | 1.367 |
| EBITDA | 992 | 1.178 | 1.282 | 1.148 | 1.401 |
| Tăng trưởng | | | | | |
| Doanh thu | 24,8% | 10,1% | -26,8% | -40,9% | 63,3% |
| EBITDA | 91,2% | 18,8% | 8,8% | -10,4% | 22,0% |
| EBIT | 93,7% | 19,1% | 8,7% | -11,4% | 21,9% |
| Lợi nhuận ròng | 95,1% | 17,3% | 13,5% | -13,7% | 22,4% |
| Vốn chủ sở hữu | 18,3% | 42,0% | 17,3% | 10,1% | 13,8% |
| Vốn điều lệ | 10,6% | 52,1% | 8,6% | 0,0% | 0,0% |
| Tổng tài sản | 27,3% | 21,1% | 12,7% | -9,4% | 21,7% |
| Định giá | | | | | |
| PE | 9,1 | 7,3 | 7,0 | 7,6 | 6,7 |
| PB | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,1 | 1,0 |
| Giá/Doanh thu | 1,4 | 1,5 | 2,5 | 4,2 | 2,8 |
| Tỷ suất cổ tức | 1,6% | 1,5% | 1,7% | 1,8% | 1,8% |
| EV/EBITDA | 2,8 | 4,1 | 4,3 | 5,0 | 4,1 |
| EV/Doanh thu | 0,9 | 1,4 | 2,2 | 3,8 | 2,3 |
| Các hệ số khả năng sinh lời | | | | | |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 41,0% | 43,2% | 41,9% | 38,7% | 43,4% |
| Tỷ suất lợi nhuận hoạt động | 30,7% | 30,3% | 32,0% | 71,4% | 52,2% |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng | 23,9% | 25,5% | 39,5% | 57,7% | 43,3% |
| Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần | 6,9% | 7,2% | 4,7% | 7,5% | 5,8% |
| Chi phí quản lý/Doanh thu thuần | 6,2% | 6,9% | 12,0% | 19,0% | 14,0% |
| ROE | 22,0% | 19,7% | 17,5% | 13,3% | 14,6% |
| ROA | 10,7% | 10,2% | 9,9% | 8,5% | 9,8% |
| ROIC | 19,4% | 17,5% | 15,6% | 12,2% | 13,5% |

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715