



CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG

Mã chứng khoán: NLG [Hsx]

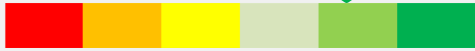
Ngày 24/06/2019

Nguyễn Trung Hiếu
Chuyên viên phân tích
hieunt1@tvs.com.vn

NGÀNH HÀNG BẤT ĐỘNG SẢN

Khuyến nghị

MUA



Giá hiện tại (vnd) **29,500**

Giá mục tiêu (vnd) **36,500**

LN mục tiêu (%) **20.5%**

Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	7,102
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	239.1
Giá cao nhất trong 52 tuần ('000 VND)	32.8
Giá thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	25
KLGD trung bình 3 tháng	775,057
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	38.6%
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0%
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	33.3%

Biến động giá cổ phiếu



Thông tin cơ bản về công ty

NLG là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực bất động sản. Công ty tập trung phát triển bất động sản khu đô thị tại thị trường TP. HCM và các tỉnh lân cận với 3 dòng sản phẩm chủ lực là Ehome, Flora và Valora. Với hơn 20 năm phát triển cùng với bộ máy quản lý chuyên nghiệp và am hiểu thị trường, Nam Long dần khẳng định được vị thế của mình.

Chỉ tiêu tài chính	2016A	2017A	2018A	2019F
DTT (tỷ đồng)	2,534	3,161	3,480	3,202
yoy (%)	101.33%	24.77%	10.07%	-7.98%
LNST (tỷ đồng)	345	535	763	973
yoy (%)	67.38%	54.98%	42.70%	27.44%
VCSH (tỷ đồng)	3,147	3,723	5,285	6,258
Nợ/TTS (%)	49%	53%	45%	44%
Tỉ suất LN gộp (%)	32.48%	40.96%	43.21%	39.00%
Vòng quay HTK	0.46	0.49	0.55	0.52
ROA	6.15%	7.58%	8.74%	9.21%
ROE	12.39%	15.58%	16.95%	17.15%
EPS	2,373	3,314	3,521	3,950

Điểm nhấn :

- ✓ **NLG ít chịu ảnh hưởng từ chính sách siết tín dụng.** Với tỷ lệ vay nợ thấp, chỉ ở mức 10,5% và nhận được sự hỗ trợ tài chính tới từ các đối tác Nhật Bản, NLG sẽ ít gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn.
- ✓ **Ngành BĐS vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển.** Thu nhập bình quân đầu người cũng như tỷ lệ đô thị hóa ngày càng tăng trong bối cảnh nguồn vốn FDI đẩy mạnh đầu tư vào Việt Nam làm tăng nhu cầu BĐS trong tương lai.
- ✓ **NLG sở hữu quỹ đất sạch lớn.** Sau khi mua mới 236ha đất trong Q1, tổng diện tích quỹ đất sạch của NLG đã tăng lên 650 ha, chủ yếu nằm tại TP.HCM và các tỉnh lân cận giúp đảm bảo phát triển trong dài hạn.
- ✓ **Các dự án lớn được đẩy mạnh triển khai.** Thông qua việc hợp tác đầu tư với đối tác Nhật Bản, NLG sẽ đẩy mạnh phát triển các dự án Akari, Mizuki, Waterpoin với mục tiêu phát triển 26,000 sản phẩm và bàn giao 16,000 sản phẩm trong giai đoạn 2019 – 2021.
- ✓ **Mua cổ phiếu quỹ.** Trong tháng 6, NLG sẽ thực hiện mua 10 triệu cổ phiếu quỹ thông qua phương thức khớp lệnh hoặc thỏa thuận.

Rủi ro đầu tư :

- ✓ **Tín dụng vào lĩnh vực BĐS bị siết chặt.** Theo chỉ đạo của Chính phủ, nguồn vốn vào lĩnh vực BĐS sẽ tiếp tục bị siết chặt trong năm 2019, qua đó làm tăng chi phí phát triển dự án của doanh nghiệp.
- ✓ **Rủi ro cấp phép dự án.** Hiện TP.HCM đang siết chặt hoạt động cấp phép dự án mới, đặc biệt là phân khúc nhà ở cao tầng. Do đó các dự án mà NLG dự kiến triển khai tại đây có thể sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc xin giấy phép xây dựng.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Thông tin chung

Địa chỉ: Số 6, Nguyễn Khắc Viện, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM.

Điện thoại: (84.28) 5416 1718

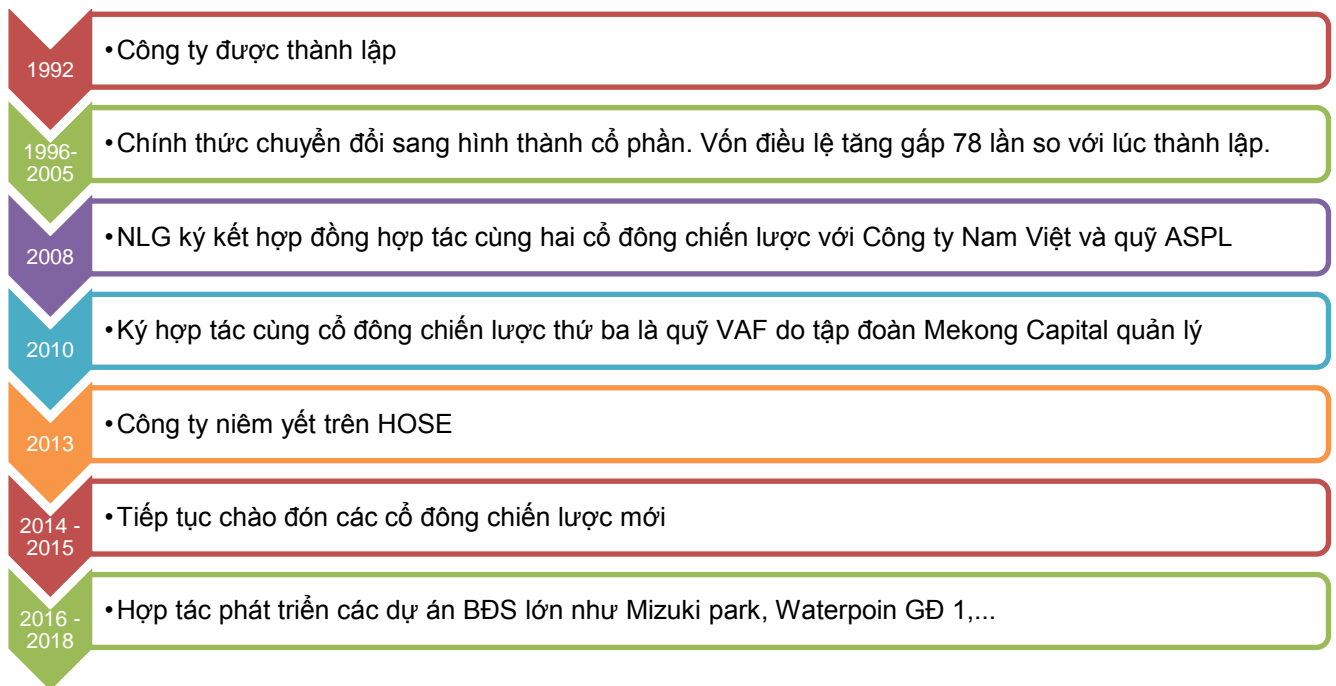
Fax: (84.28) 5417 1819

Website: www.namlongvn.com

Email: info@namlongvn.com

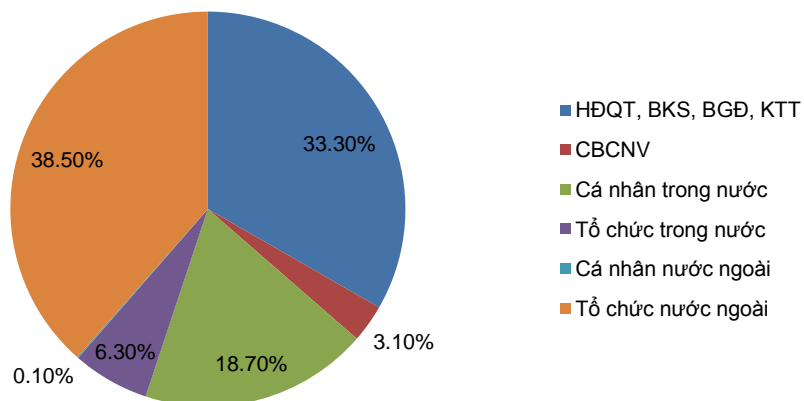
Người công bố thông tin: Ông Trần Thanh Phong – Phó Chủ tịch Thường trực HĐQT

Lịch sử hình thành



Cơ cấu cổ đông khá cô đặc. Nội bộ công ty đang sở hữu 36.4%, trong đó chủ tịch Nguyễn Xuân Quang có tỷ lệ sở hữu cao nhất với 13.45%. Các tổ chức trong nước và nước ngoài sở hữu 44.8%. còn lại sở hữu khác là 18.8%.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông 1/2/2019



(Nguồn: Báo cáo thường niên NLG 2018)

Hoạt động kinh doanh tập trung vào lĩnh vực động sản. NLG hiện có 4 mảng chính là (1) Hoạt động bán đất, nhà phố, biệt thự và căn hộ (2) Chuyển nhượng dự án (3) Cung cấp dịch vụ (4) Cho thuê bất động sản.

Thị trường kinh doanh. Tập trung chủ yếu tại TP.HCM và các tỉnh lân cận. Đồng thời, NLG cũng đã có kế hoạch mở rộng ra thị trường phía Bắc.

Hệ thống công ty con, công ty liên kết. NLG hiện đang có 20 công ty thành viên được chia làm 4 nhóm (1) Phát triển quỹ đất (2) Xây dựng và dịch vụ (3) Phát triển nhà ở và (4) Phát triển bất động sản thương mại.

Bảng 1: Danh sách công ty con, công ty liên kết của NLG.

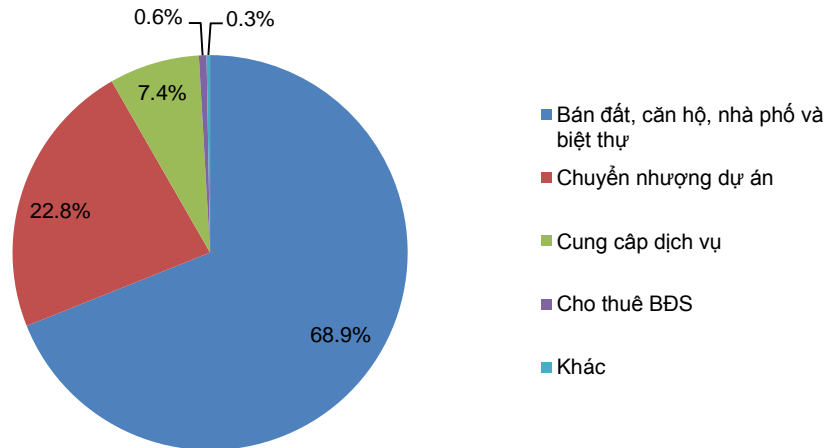
Nhóm	Tên công ty	Hoạt động kinh doanh	Vốn điều lệ	% NLG sở hữu
Phát triển quỹ đất	Nam Long VCD	Đầu tư xây dựng và kinh doanh khu đô thị mới	1,129	99.91%
	Nam Phan	Kinh doanh nhà ở; Xây dựng dân dụng, công nghiệp, cầu đường	448.2	100
	Nguyên Sơn	Kinh doanh nhà ở; Xây dựng dân dụng, công nghiệp, cầu đường	243.2	87.33%
	Paragon Đại Phước	Kinh doanh nhà ở; Xây dựng dân dụng, công nghiệp, cầu đường	1,228.5	
Xây dựng và dịch vụ	Nam Khang	Xây dựng dân dụng, công nghiệp; Kinh doanh Bất động sản	116	100%
	Xây dựng Nam Khang	Sản xuất và kinh doanh nguyên vật liệu xây dựng	6	100%
	Nam Viên	Tư vấn & thiết kế kết cấu công trình	1	81.25%
	Sàn giao dịch Nam Long	Kinh doanh dịch vụ bất động sản	6	100%
	Dịch vụ Nam Long	Dịch vụ khu đô thị và xây lắp	2.8	100%
	ANABUKI NL Housing service Việt Nam	Kinh doanh dịch vụ bất động sản	2.7	
Phát triển nhà ở	Nam Long ADC	Kinh doanh, quản lý bất động sản. Sản phẩm đặc thù là căn hộ EHome	300	97.14%
	Nam Long Hồng Phát	Kinh doanh nhà ở; Xây dựng dân dụng, công nghiệp, cầu đường	60	99.98%
	Nguyên Phúc	KD BĐS	20	50%
	Thảo Nguyên	KD BĐS	54	50%
	Kikyo Valora	KD BĐS	198	50%
	Kikyo Flora	KD BĐS	20	50%
	NLG - NNR - HR Fuji	KD BĐS	690	50%
	CTCP NNH Mizuki	KD BĐS	1,500	50%
CTCP Southgate	KD BĐS	1,833	50%	
BDS thương mại	Nam Long PMD	Kinh doanh bất động sản; dịch vụ quản lý Bất động sản; kinh doanh nhà hàng ăn uống	71	100%

(Nguồn: Báo cáo thường niên, bản cáo bạch NLG)

II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

NLG tham gia vào lĩnh vực bất động sản tại 4 phân khúc (1) Hoạt động bán đất, nhà phố, biệt thự và căn hộ (2) Chuyển nhượng dự án (3) Cung cấp dịch vụ (4) Cho thuê bất động sản.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu năm 2018

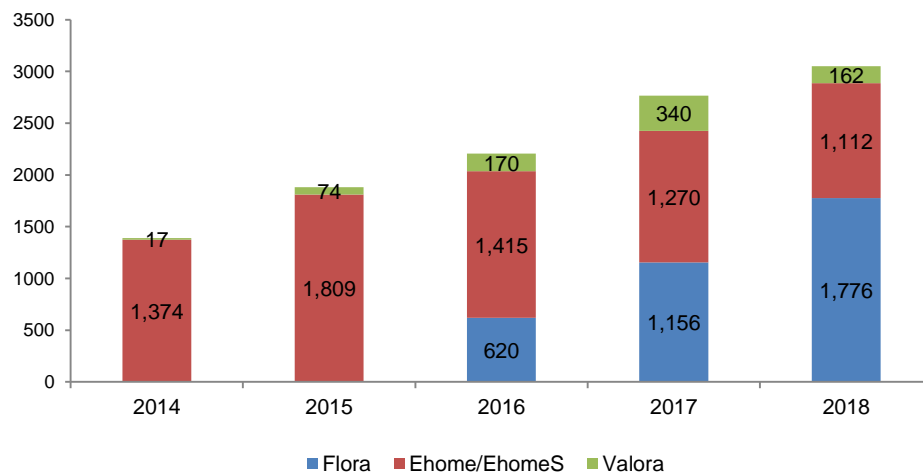


(Nguồn: BCTC 2018, TVSI tổng hợp)

1. Hoạt động bán đất, nhà phố, biệt thự và căn hộ

Đây là mảng kinh doanh chủ lực của NLG khi đóng góp tới 70% doanh thu. Công ty phát triển 3 dòng sản phẩm chính gồm Valora, Flora và Ehome phục vụ cho 3 phân khúc khách hàng khác nhau. Tuy nhiên mức giá ở cả 3 dòng sản phẩm này đều đảm bảo vừa túi tiền tại đối tượng khách hàng mà nó hướng đến.

Hình 3: Số lượng căn tiêu thụ theo dòng sản phẩm



(Nguồn: BCTC NLG, TVSI tổng hợp)

Ehome là dòng căn hộ dành cho đối tượng có thu nhập trung bình với giá khoảng 450 triệu đồng/căn. Hiện tại, NLG đang phát triển thêm dòng sản phẩm EhomeS thuộc Ehome dành cho đối tượng công nhân viên chức nhà nước.

Flora - là dòng căn hộ biệt lập (C Condominium) dành cho đối tượng thu nhập trung khá, có giá từ 1,1 tỉ/căn. Dòng sản phẩm này đang được NLG đẩy mạnh tiêu thụ trong những năm gần đây.

Valora là dòng sản phẩm biệt thự, được đầu tư xây dựng theo tiêu 23 chuẩn compound quốc tế (khu quy hoạch biệt lập) với các dịch vụ nội khu khép kín đảm bảo các sinh hoạt và sự an ninh cho cư dân. Sản phẩm này hướng đến đối tượng có thu nhập cao.

2. Chuyển nhượng dự án

Mảng này được đẩy mạnh trong 2 năm gần đây. Hoạt động chuyển nhượng dự án thực chất là việc chuyển phần đất hợp tác với đối tác Nhật vào các công ty liên doanh mà đối tác Nhật sở hữu 50% vốn góp. Năm 2015, Nam Long đã cùng hai nhà chủ đầu tư uy tín đến từ Nhật bản là Hankyu Reality và Nishi-Nippon Railroad hợp tác dự án đầu tiên là Flora Anh Đào với quy mô 11.628 m². Tính đến nay, Nam Long và các đối tác Nhật Bản đã hợp tác phát triển thêm 3 dự án nữa với quy mô ngày càng lớn. Dự kiến trong tương lai, để khai thác hết tiềm năng của quỹ đất đang sở hữu, Nam Long sẽ tiếp tục tìm kiếm các đối tác phù hợp để chuyển nhượng và cùng phát triển các dự án.

3. Cung cấp dịch vụ

Tư vấn phát triển dự án hiện đang là động lực thúc đẩy phát triển mảng dịch vụ. Trước đây, công ty chủ yếu hoạt động cung cấp các tiện ích đi kèm cho dân cư bao gồm: khu siêu thị, nhà trẻ, bãi trông giữ xe, trường học, tổ hợp thương mại... nhưng doanh thu và lợi nhuận không đáng kể. Từ năm 2018, NLG bắt đầu triển khai cung cấp dịch vụ tư vấn phát triển dự án cho các bên liên doanh giúp doanh thu tăng 4 lần và lãi gộp tăng 19.9 lần. Với đóng góp doanh thu lớn và biên lãi gộp cao, hoạt động này kỳ vọng sẽ tiếp tục là yếu tố dẫn dắt mảng cung cấp dịch vụ trong tương lai.

4. Cho thuê BĐS

Mảng này có tỷ trọng đóng góp vào doanh thu thấp, mặc dù vậy hoạt động khá ổn định. Nguồn thu chủ yếu đến từ việc cho thuê các diện tích thương mại tại chân các tòa nhà, cho thuê văn phòng tại tòa nhà Capital Tower. Dự kiến trong tương lai, Nam Long sẽ đẩy mạnh việc khai thác các bất động sản này để mang lại dòng tiền đều đặn hàng năm cho Công ty.

III. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN VÀ TÁC ĐỘNG TỚI NLG

1. Ngắn hạn

Thị trường gặp khó khăn do ảnh hưởng bởi chính sách siết tín dụng

Kể từ đầu tháng 1/2019, các ngân hàng đã giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn xuống 40% theo quy định của Thông tư 19/2017/TT-NHNN. Đồng thời, Nghị quyết 01/NQ-CP ban hành đầu năm 2019 của Thủ tướng Chính phủ giao nhiệm vụ cho ngành ngân hàng phải giảm nợ xấu nội bảng về 2%, kiểm soát tín dụng ở các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro. Bên cạnh đó, quy định của Thông tư 19 cũng tăng hệ số rủi ro đối với các khoản cho vay kinh doanh bất động sản từ 150% lên 200%. Những chính sách này khiến cho tín dụng vào BĐS trong Q1.2019 chỉ tăng 3.29%, thấp nhất trong 3 năm gần đây (năm 2017 là 3.65% và năm 2016 là 7.34%). Bên cạnh đó mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà và đối với các chủ dự án đầu tư vào lĩnh vực BĐS cũng tăng lên 1-2%. Điều này sẽ tác động giảm tới nhu cầu mua nhà trong ngắn hạn.

Tuy nhiên NLG sẽ chịu ảnh hưởng không lớn từ chính sách này

Công ty có tỷ lệ sử dụng nợ vay thấp. Tính đến cuối năm 2018, tỷ lệ nợ vay tài chính/tổng nguồn vốn của NLG chỉ khoảng 10.5%, thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành. Tỷ lệ nợ vay tài chính thấp giúp cho chi phí lãi vay tăng thêm từ việc tăng lãi suất là không lớn. Đồng thời, yếu tố này cũng là một lợi thế giúp NLG có thể tiếp cận nguồn vốn dễ dàng hơn so với đối thủ, giúp khách hàng của công ty hưởng lợi trong điều kiện thanh toán và lãi suất hỗ trợ tốt hơn trên thị trường.

Nhu cầu đối với phân khúc của NLG vẫn được duy trì. Theo hiệp hội môi giới BĐS Việt Nam, trong quý I/2019, tổng nguồn cung toàn thị trường nhà ở chỉ đạt 3.482 căn. Trong đó, loại hình căn hộ chung cư vẫn là chủ đạo, chiếm 87,3% và loại hình nhà ở thấp tầng chỉ chiếm 12,7%. So với cùng kỳ, số lượng nguồn cung giảm 70.9% và chứng kiến sự sụt giảm ở cả 3 phân khúc. Tuy nhiên, mặc dù nguồn cung trong tình trạng khan hiếm nhưng tỷ lệ hấp thụ cao, đạt 86%, trong đó phân khúc trung cấp có tỷ lệ hấp thụ cao nhất với 89.7%. Trong năm 2019, NLG sẽ thực hiện mở bán Akari City giai đoạn 1, Waterpoint giai đoạn 1 và dự án Mizuki Park giai đoạn 2 và 3. Sản phẩm tập trung vào phân khúc bình dân, hiện đang có nhu cầu lớn.

2. Dài hạn

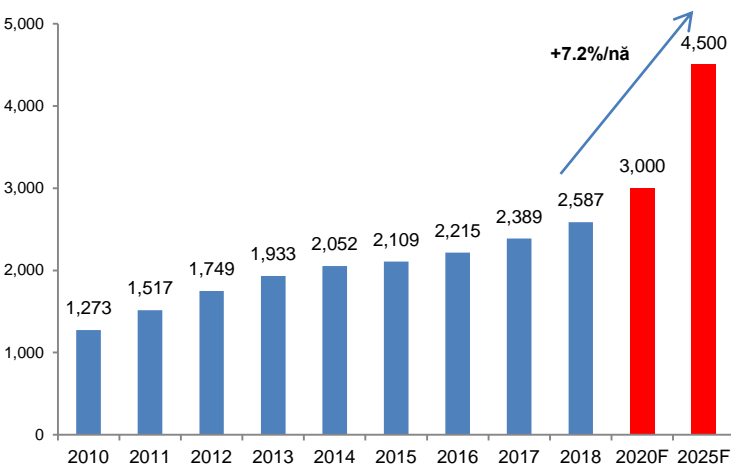
Các yếu tố cơ bản vẫn đang ủng hộ thị trường

Thu nhập bình quân đầu người gia tăng. Hiện Việt Nam vẫn là một nước thuộc nhóm thu nhập trung bình thấp, do đó nhu cầu nhà ở bị hạn chế bởi các nhu cầu thiết yếu khác về thực phẩm, y tế,... Tuy nhiên theo ước tính giai đoạn 2018 – 2025 của Bộ Kế hoạch & Đầu tư, GDP bình quân đầu người của Việt Nam dự báo tăng trưởng 7.2%/năm và sẽ duy trì mức tăng trưởng cao trong dài hạn. Sự gia tăng của mức thu nhập trung bình khi vượt qua mức giới hạn về cầu lương thực, thực phẩm,... sẽ làm tăng mạnh về nhu cầu nhà ở, đặc biệt tại quốc gia vốn coi trọng việc sở hữu nhà ở như Việt Nam.

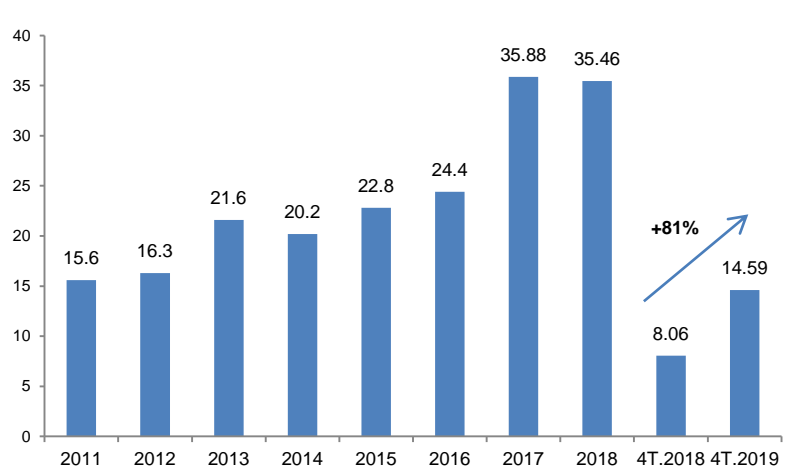
Nguồn vốn FDI vào Việt Nam tăng cao. Trong 4 tháng đầu năm 2019, tổng vốn đầu tư đăng ký cấp mới, tăng thêm và góp vốn, mua cổ phần đạt 14.59 tỷ, tăng 81% so với cùng kỳ năm 2018. Sự gia tăng nguồn vốn FDI vào Việt Nam sẽ thúc đẩy tăng trưởng của lực lượng lao động tại các thành phố, qua đó làm gia tăng nhu cầu đối với căn hộ văn phòng, căn hộ cho thuê và căn hộ để ở. Đối tượng mua tiềm năng sẽ là lực lượng lao động dịch chuyển từ nông thôn ra thành phố, có nhu cầu lớn đối với nhà ở thuộc phân khúc bình dân và trung cấp. Đồng thời sự gia tăng vốn FDI cũng thúc đẩy các công ty nước ngoài có nhu cầu thuê căn hộ cho các chuyên gia nước ngoài đang sinh sống và làm việc tại Việt Nam. Nhiều khách hàng nước ngoài sẽ được khuyến khích sở hữu một căn hộ tại Việt Nam thay vì đi thuê, đặc biệt là khi giá bán căn hộ tại Việt Nam khá hợp lý so với các

nước trong khu vực lân cận và Luật Nhà ở sửa đổi cho phép người nước ngoài, Việt kiều sở hữu nhà ở tại Việt Nam

Hình 4: Thu nhập bình quân đầu người (USD)



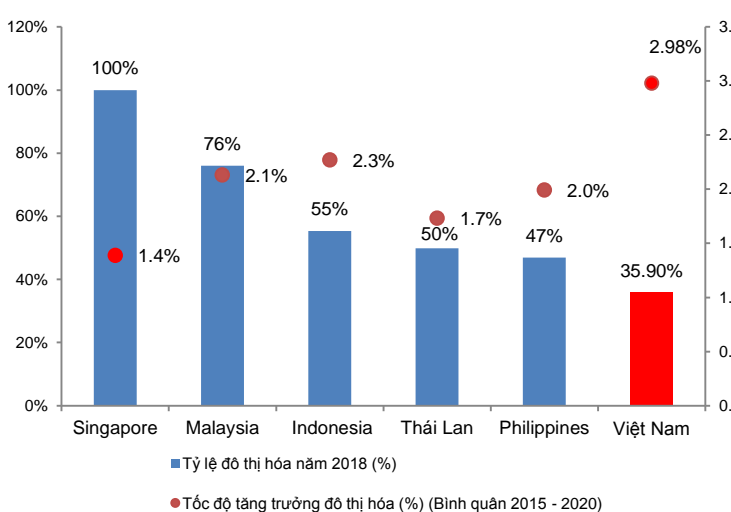
Hình 5: Đầu tư FDI vào Việt Nam (tỷ USD)



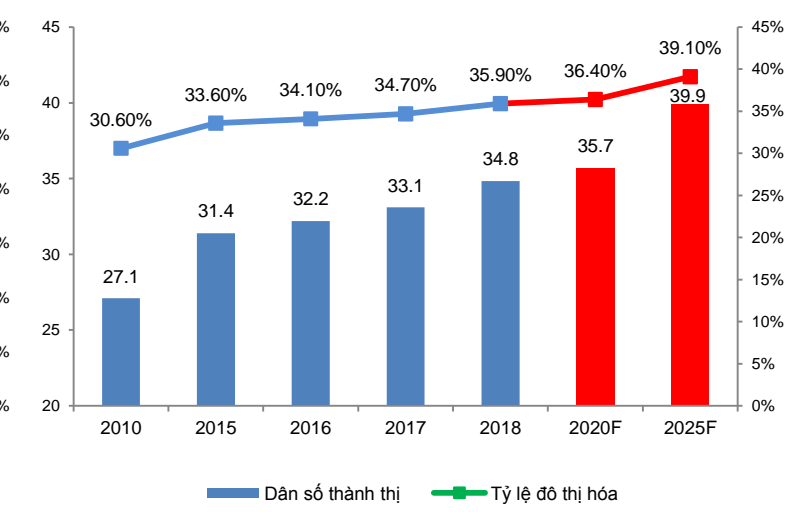
(Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư)

Tốc độ đô thị hóa nhanh nhất khu vực Đông Nam Á. Theo số liệu của CIA World Factbook, tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam năm 2018 là 35.9%, thấp hơn nhiều nước trong khu vực Đông Nam Á. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng đô thị hóa lại ở mức cao nhất giai đoạn 2015 – 2020 với 2.98%/năm. Dự kiến giai đoạn 2018 - 2025, dân số thành thị tại Việt Nam sẽ tăng trưởng gấp 1.71%/năm, nâng tỷ lệ độ thị hóa vào năm 2025 lên 39.1% Bên cạnh đó, Dữ liệu từ Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO) chỉ ra rằng tỷ lệ hộ độc thân năm 2009 là 8,1% thì đến 2014 tỷ lệ này đã vượt ngưỡng 9% và dự kiến năm 2019 có thể lên 10,1%. Sự gia nhanh chóng của dân số tại thành thị trong bối cảnh tỷ lệ sống độc thân gia tăng nhất là khi cơ cấu dân số Việt Nam đang trong giai đoạn dân số vàng, dự báo kéo dài tới 2035 sẽ làm gia tăng mạnh mẽ về nhu cầu nhà ở, đặc biệt tại các thành phố lớn.

Hình 6 : So sánh tỷ lệ đô thị hóa khu vực Đông Nam Á



Hình 7: Dân số thành thị và tỷ lệ đô thị hóa Việt Nam

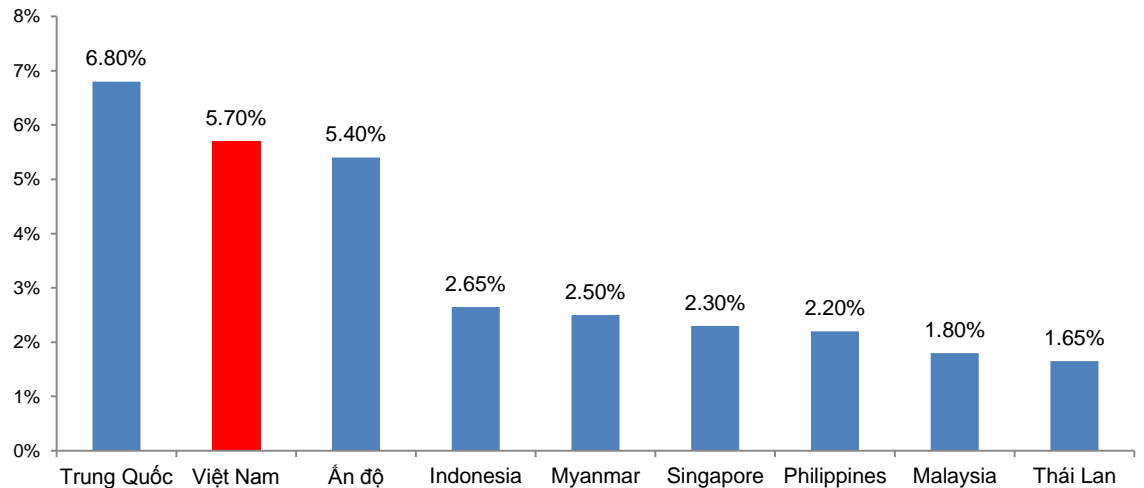


(Nguồn: CIA World Factbook)

Cơ sở hạ tầng tiếp tục được đầu tư mạnh. Sự phát triển cơ sở hạ tầng cũng là một trong những yếu tố quan trọng thúc đẩy sự phát triển của thị trường BĐS. Theo báo cáo của Ngân hàng phát triển Châu Á, Việt Nam là nước có tỷ trọng đầu tư cơ sở hạ tầng thuộc top cao nhất khu vực Châu Á. Mức độ đầu tư ở cả khu vực trong và ngoài nước trong những năm qua đạt mức trung bình 5.7%, chỉ đứng sau Trung quốc (6.8%) tại khu vực Châu Á và đứng đầu khu vực Đông Nam Á. Trong giai đoạn 2018 – 2020, Việt

Nam có kế hoạch đầu tư 480 tỷ USD cho việc phát triển cơ sở hạ tầng, trong đó bao gồm 11 nhà máy sản xuất điện với tổng công suất lên đến 13.200 megawatts và 1.380 km đường cao tốc. Cùng với đó là phát triển giao thông đô thị hướng tới văn minh hiện đại, tiếp tục đầu tư các tuyến đường mới đô thị lớn như vành đai 2, 3 tại Hà Nội và TP.HCM, đẩy nhanh tiến độ xây dựng các tuyến đường sắt đô thị tại 2 thành phố này. Đây sẽ là yếu tố hỗ trợ lớn cho sự phát triển của thị trường BĐS trong tương lai.

Hình 8: Đầu tư cho cơ sở hạ tầng /GDP

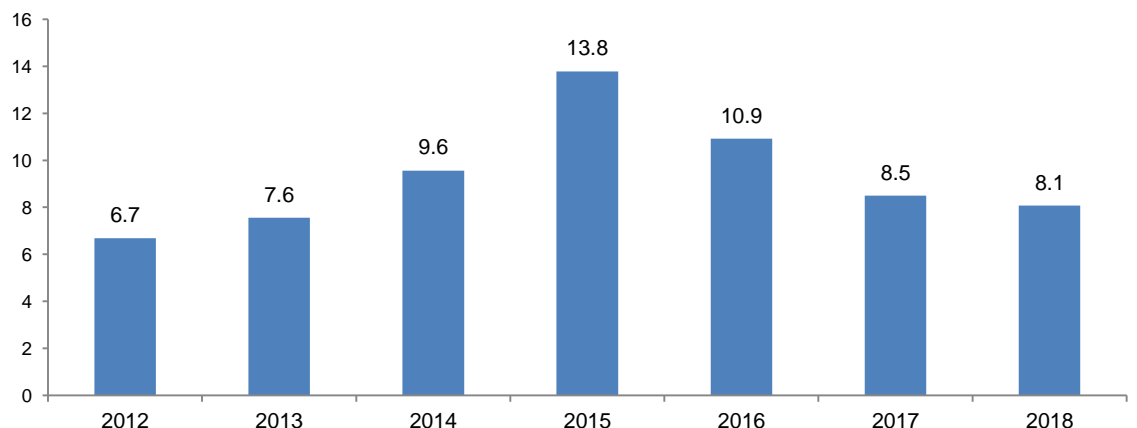


(Nguồn: Ngân hàng phát triển châu Á)

NLG được đánh giá là một trong những doanh nghiệp có nhiều lợi thế để có thể tận dụng được sự phát triển của thị trường

Sản phẩm tập trung vào phân khúc có nhu cầu cao. Trong chiến lược phát triển dài hạn của NLG, công ty vẫn sẽ tập trung vào phân khúc nhà chung cư có giá vừa túi tiền. Chúng tôi cho rằng đây là chiến lược hợp lý bởi sống chung cư sẽ là xu hướng tất yếu trong tương lai nhờ vị trí giao thông thuận tiện, thiết kế căn hộ đa dạng, tiện ích nội ngoại khu đầy đủ, cộng đồng văn minh, an ninh,...Theo Sở xây dựng TP.HCM, căn hộ chung cư hiện đang chiếm tỷ trọng 8.4% tổng số nhà ở trên địa bàn, thấp hơn đáng kể so với Singapore (86%) và Hàn Quốc (80%), do đó tiềm năng phát triển thị trường này còn rất lớn. Bên cạnh đó mức giá căn hộ trung bình/thu nhập khả dụng của gia đình bình quân tại TP.HCM hiện đang ở mức 8 lần, phù hợp để thúc đẩy nhu cầu sở hữu nhà ở của người dân.

Hình 9: Tỷ lệ giá căn hộ trung bình/thu nhập khả dụng của gia đình bình quân tại TP.HCM



(Nguồn: Numbeo)

Nhiều dự án bất động sản lớn được triển khai. Trong thời gian tới, NLG sẽ đẩy mạnh triển khai các khu đô thị Akari, Mizuki và Waterpoint với tổng diện tích 400ha. Đồng thời, Nam Long cũng bắt tay vào phát triển ngay các dự án khu đô thị trên quỹ đất hơn 236 ha vừa mua trong Q1.2019. Trong giai đoạn 2019 – 2021, NLG lên mục tiêu phát triển gần 26,000 sản phẩm và bàn giao hơn 16,000 sản phẩm EHome, Flora, Valora tại các dự án khu đô thị, tăng mạnh lần lượt 4 lần và 3 lần so với giai đoạn 2015 – 2018.

Bảng 2: Danh sách các dự án đang và sắp triển khai của NLG.

STT	Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích (ha)	Loại sản phẩm	Số lượng căn/sp	Thời gian	Cập nhật
Đang triển khai								
1	Kikyo Residences	Q9. TP HCM	50%	17.8	Valora	110	2016 - 2018	Đã bàn giao 100%
					Flora	234	2017 - 2018	Đã bàn giao 100%
	EhomeS Phú Hữu		100%		Ehome	1240	2017 - 2019	Đã bán hết
	EhomeS Nam Sài Gòn		100%		Ehome	1678	2017 - 2019	Đã bán hết
2	Mizuki Park	Bình Chánh, TP.HCM	50%	26.4	Valora	100	2017 - 2024	
					Flora	5251		Đã bán hết P1 1,400 căn
	Valora Island		100%		Valora	44	2017	Đã bán hết, bàn giao 2018 - 2019
	56 căn nhà phố				Valora	56	2018	Đã bán hết, bàn giao 2019
3	Akrari City (Hoàng Nam)	Bình Tân	50%	8.8	Flora	5221	2017 - 2024	Ký SPA 10/2019
4	Flora Novia	Thủ Đức	100%	1.1	Flora	518	2018 - 2019	Đã bán hết, bàn giao 2019
Chuẩn bị triển khai								
5	Nam Long 2	TP. Cần Thơ	100%	43	Khu đô thị	1200	2019 - 2021	Mở bán 2020
6	Southgate/Waterpoint P1	Long An	50%	165	Khu đô thị	3000	2018 - 2022	Mở bán Q2.2019
7	Waterpoint P2	Long An	100%	190	Khu đô thị			
8	VSIP Hải Phòng	Hải Phòng	100%	22	Ehome	2100	2018 - 2022	Mở bán 2019
9					Valora	850		
10	Đại Phước Paragon	Đồng Nai	100%	45	Valora	600		Đã hoàn thành mua dự án. 100% đã giải phòng mặt bằng. Huy động vốn trong năm 2019
11	Waterfront City	Đồng Nai	70%	192	Khu đô thị	7000		Hoàn thành mua dự án. Đền bù mặt bằng 90%. Huy động vốn năm 2019 - 2020

(Nguồn: Báo cáo thường niên NLG 2018)

Quỹ đất sạch lớn đảm bảo tăng trưởng dài hạn. Trong Q1/2019, NLG đã thực hiện mua quỹ đất mới với tổng diện tích hơn 236ha bao gồm là Waterfront Đồng Nai 170 ha, khu đô thị Nam Long – Đại Phước 45 ha và dự án Nam Long – Hải Phòng 21 ha. Tổng quỹ đất sạch của NLG lên tới 650ha, nằm chủ yếu nằm tại TP.HCM và các khu vực lân cận. NLG cũng có chiến lược rõ ràng rằng hằng năm công ty sẽ chi ra khoảng 400 - 600 tỷ trong việc duy trì và phát triển quỹ đất, chuẩn bị sẵn để khởi công trong những năm tiếp theo, đồng thời, mở rộng quỹ đất 200ha ra các tỉnh phía Bắc và các tỉnh lân cận.

Đối tác có tiềm lực tài chính mạnh hỗ trợ việc triển khai dự án. Hiện NLG đang hợp tác đầu tư cùng hai ông lớn nằm trong top các chủ đầu tư bất động sản tại Nhật Bản là Hankyu Realty và Nishitetsu. Hankyu Realty là công ty con của Hankyu Hanshin Holdings, Inc., tập đoàn có hơn 100 năm kinh nghiệm ở Nhật Bản đầu tư trong các lĩnh vực phát triển hạ tầng, bất động sản, du lịch, truyền thông giải trí, khách sạn, giao thông vận tải... Trong khi đó, Nishi-Nippon Railroad có hơn 100 năm hoạt động tại khu vực Fukuoka với hơn 85 công ty thành viên hoạt động trong các lĩnh vực giao thông, logistic,

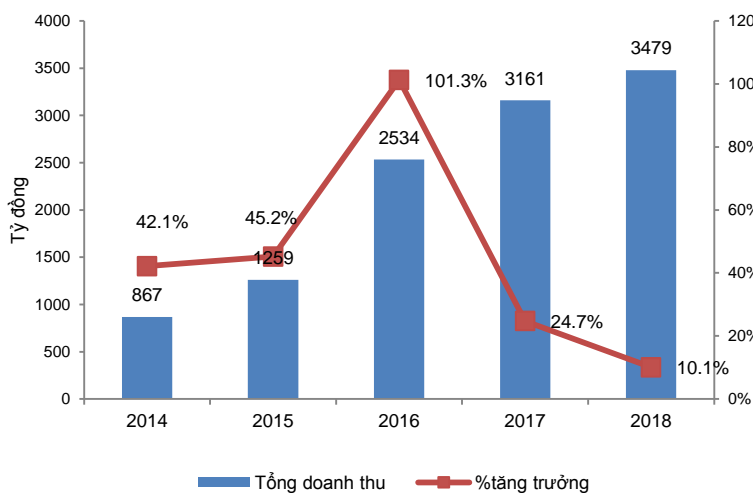
phân phối, dịch vụ, khách sạn, bất động sản.... Hai đối tác này đã hỗ trợ NLG từ năm 2015, giúp công ty có thể mạnh tay triển khai các dự án lớn như Mizuki 26 hecta, Akari 8,5 hecta, Waterpoint, đồng thời là động lực ngầm giúp công ty thâm tóm 200ha đất mới trong năm 2019.

IV. KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

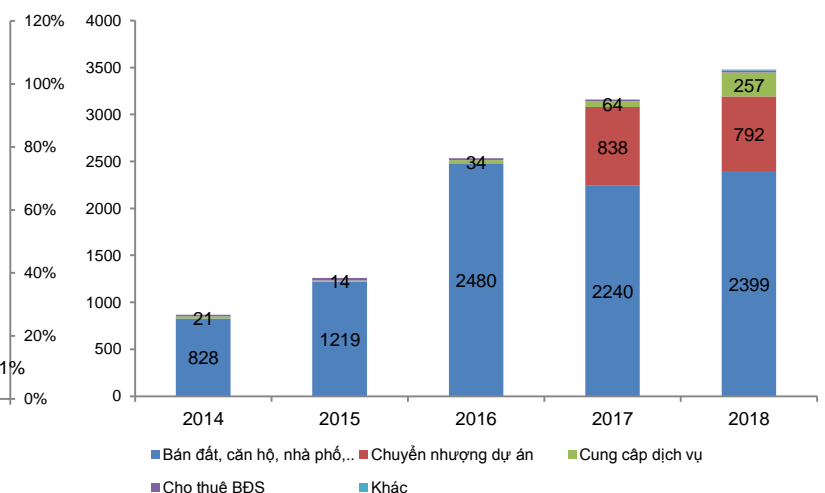
1. Giai đoạn 2014 - 2018

Doanh thu tăng trưởng gộp 41.5%/năm. NLG đẩy mạnh việc tung ra thị trường các sản phẩm nhà ở vừa túi tiền, đáp ứng đúng thị hiếu của người tiêu dùng trong bối cảnh nhu cầu tăng cao theo sự tăng trưởng của nền kinh tế. Điều này đã thúc đẩy doanh thu của công ty tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên với việc quy mô doanh nghiệp ngày càng lớn, doanh thu của NLG đã có dấu hiệu chững lại trong hai năm gần đây.

Hình 10: Doanh thu của NLG giai đoạn 2014 - 2018

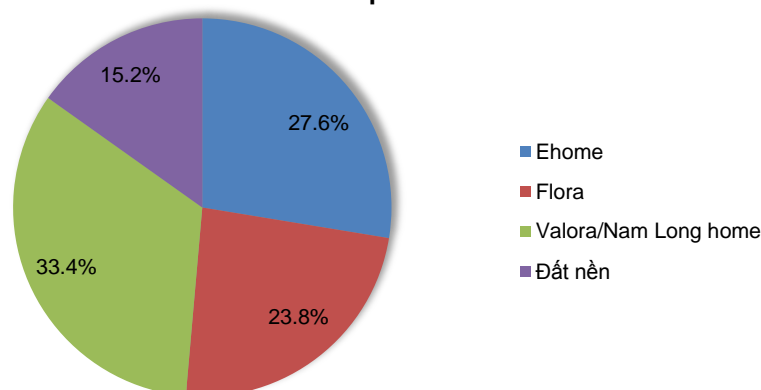


Hình 11: Doanh thu theo các mảng kinh doanh (tỷ đồng)



Đối với mảng bán đất, căn hộ, biệt thự và nhà phố. Valora/Nam Long đã vượt lên trở thành dòng sản phẩm chiếm tỷ trọng lớn nhất mảng này trong năm 2018 với 33.4% doanh thu. Phân khúc này tăng trưởng 13.6% so với năm 2017 chủ yếu nhờ tiêu thụ sản phẩm tại các dự án Valora Fuji, Valora Kikyo và Valora Island. Trong khi đó doanh thu phân khúc Flora và Ehome tương đương cùng kỳ nhờ bàn giao các dự án EhomeS Nam Sài Gòn và Kikyo Flora. Đất nền cũng ghi nhận tăng trưởng 29%, chủ yếu tại dự án Dalia Garden, TP Cần Thơ và Dự án Long An 36ha. Tỷ trọng doanh thu đất nền tăng lên 15.2% so với mức 6% năm 2014.

Hình 12: Cơ cấu doanh thu mảng bán đất, căn hộ, biệt thự và nhà phố 2018

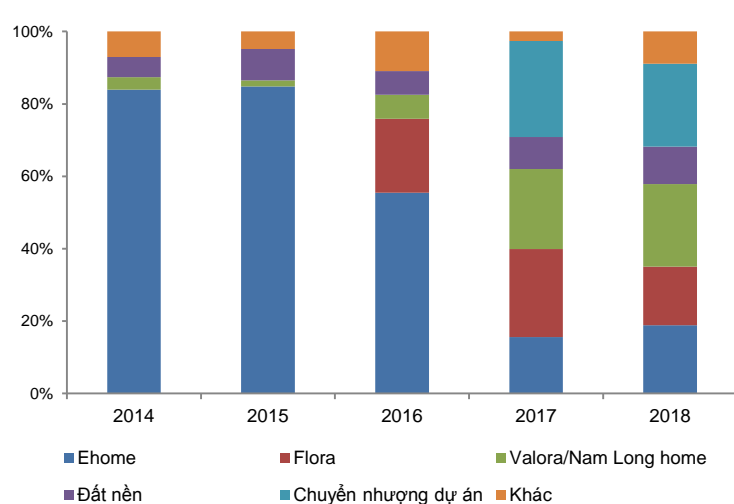


Đối với mảng chuyển nhượng dự án. Việc tái khởi động dự án Waterpoint GD 1 bằng cách M&A với đối tác Nhật thông qua việc chuyển nhượng dự án cho CTCP Southgate (liên doanh giữa NLG và đối tác Nhật) đã đem lại cho công ty 792 tỷ đồng doanh thu năm 2018, tương đương 130ha, còn lại 35ha dự kiến sẽ được hạch toán vào năm 2020. Đối với 50% dự án của Akari City, công ty vẫn chưa được ghi nhận lợi nhuận vào năm nay do chưa hoàn thành thủ tục.

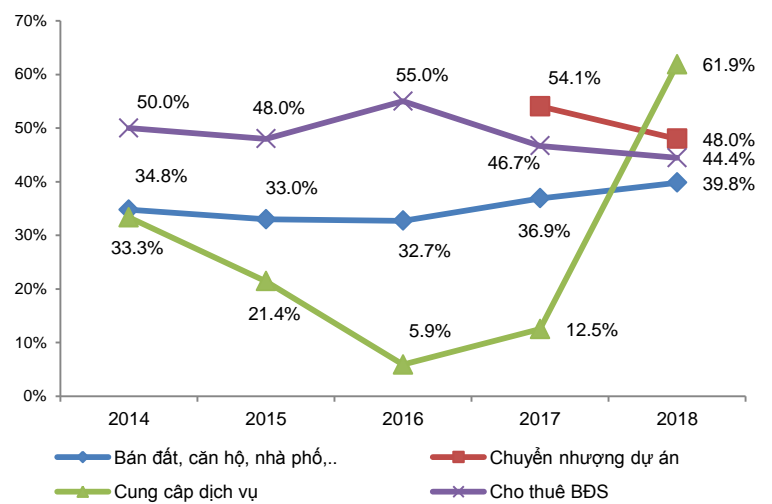
Mảng dịch vụ tăng 4 lần so với năm 2017. Chủ yếu đến từ dịch vụ tư vấn phát triển dự án cho các đối tác liên doanh.

Biên lãi gộp cải thiện lên 43.2%. Mảng chuyển nhượng dự án với biên lợi nhuận cao vượt trội bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2017 là yếu tố chính thúc đẩy biên lãi gộp của NLG. Bên cạnh đó tỷ trọng doanh thu dòng sản phẩm Valora/Nam Long home, có biên lãi gộp cao hơn so với Ehome và Flora gia tăng. Đồng thời hiệu quả mảng dịch vụ tăng mạnh mẽ trong năm 2018. Những yếu tố trên cũng góp phần cải thiện biên lãi gộp của toàn công ty.

Hình 13: Tỷ trọng doanh thu theo dòng sản phẩm

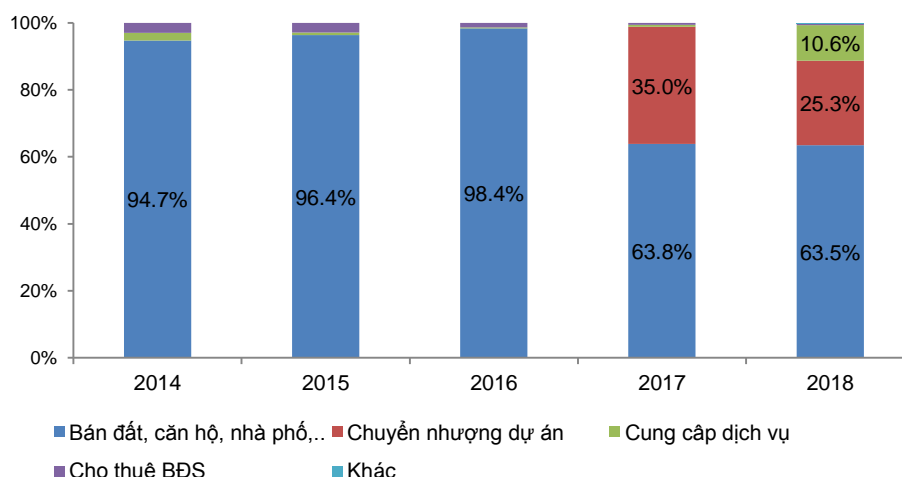


Hình 14: Biên lãi gộp các mảng kinh doanh chính



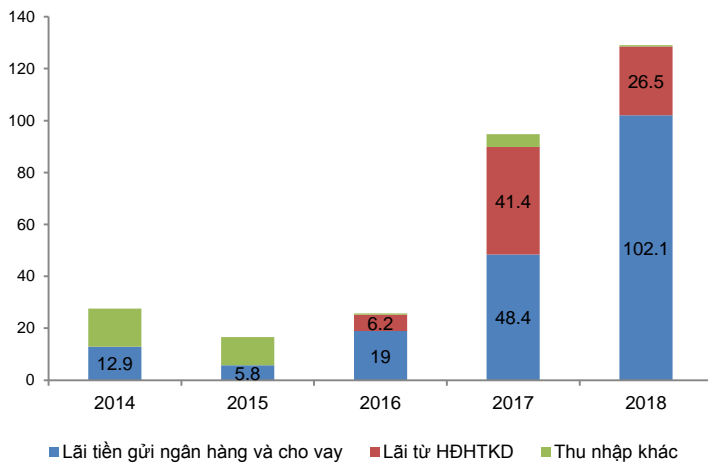
Về cơ cấu lãi gộp, mảng bán đất, căn hộ, biệt thự và nhà phố chiếm tỷ trọng lớn nhất với giai đoạn 2014 – 2016 với 94 – 98% lãi gộp. Tuy nhiên trong 2 năm gần đây, tỷ trọng mảng này giảm xuống còn 64% do mảng chuyển nhượng dự án bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2017. Đồng thời lãi gộp mảng dịch vụ cũng ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2018 do hiệu quả hoạt động cải thiện mạnh.

Hình 15: Cơ cấu lãi gộp của NLG

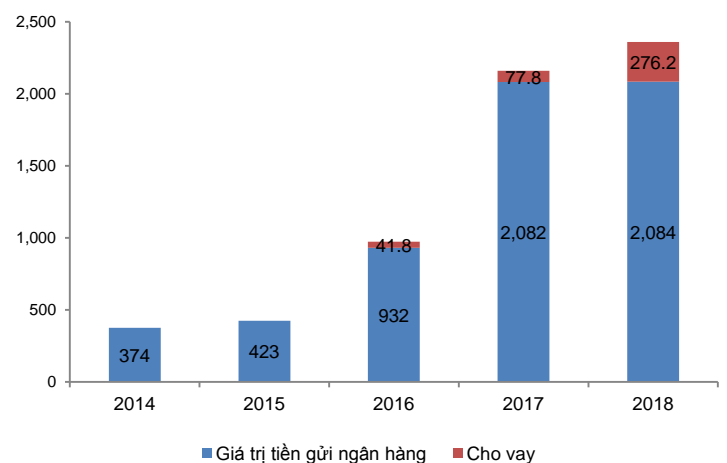


Thu nhập từ hoạt động tài chính tăng mạnh trong 2 năm gần đây. Việc tăng mạnh giá trị tiền gửi ngân hàng và cho vay từ năm 2016 giúp cho lãi thu được từ hoạt động này tăng mạnh. Bên cạnh đó, công ty cũng bắt đầu ghi nhận lợi nhuận được chi từ hoạt động hợp tác kinh doanh từ năm 2016.

Hình 16: Thu nhập hoạt động tài chính (tỷ đồng)

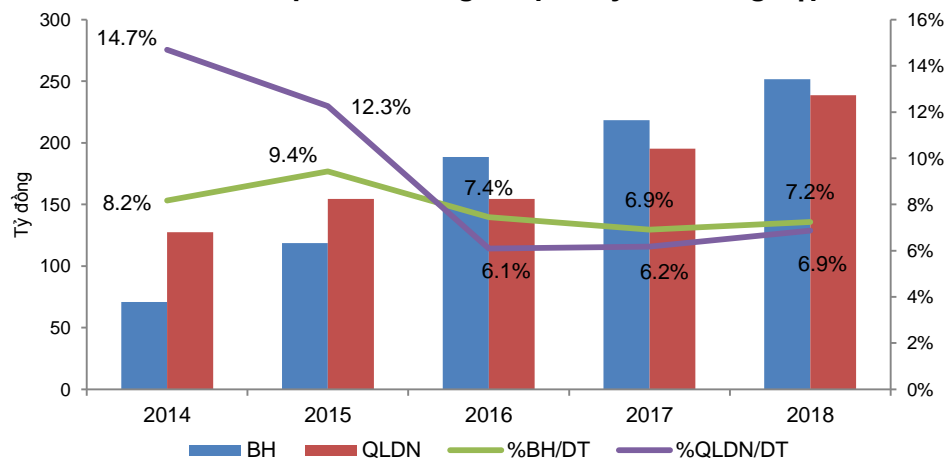


Hình 17: Giá trị tiền gửi ngân hàng và cho vay (tỷ đồng)



Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp được kiểm soát tốt. Mặc dù chi phí bán hàng tăng gấp 37.3%/năm trong giai đoạn này, tuy nhiên so với doanh thu, chi phí này luôn được kiểm soát tốt ở mức 7 – 9%. Trong khi đó, chi phí quản lý tăng chậm hơn với 17%/năm, chủ yếu do tăng chi phí lương nhân viên và dịch vụ mua ngoài. Tỷ trọng chi phí QLDN trên doanh thu theo đó giảm mạnh từ 14.7% xuống còn 6.9%.

Hình 18: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

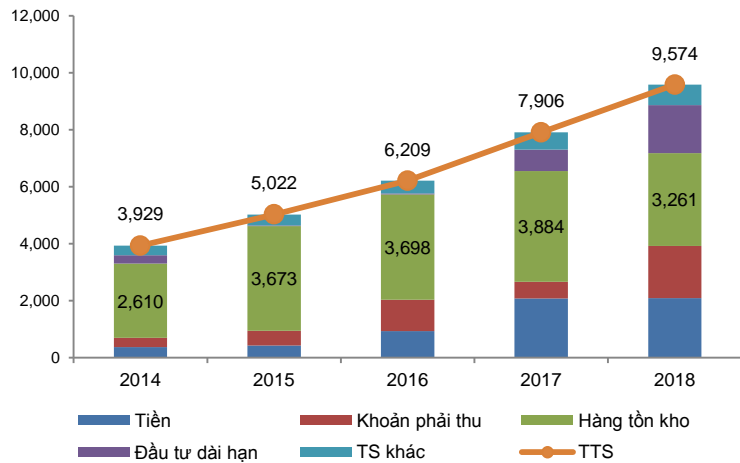


Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ tăng trưởng gấp 68.1%/năm. Tăng trưởng LNST công ty mẹ của NLG cao hơn nhiều so với tăng trưởng doanh thu, nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ sự cải thiện mạnh của biên lãi gộp. Bên cạnh đó, thu nhập tài chính cũng tăng tốt trong khi đó các chi phí khác được kiểm soát hiện quả cũng góp phần vào sự tăng trưởng mạnh này của LNST.

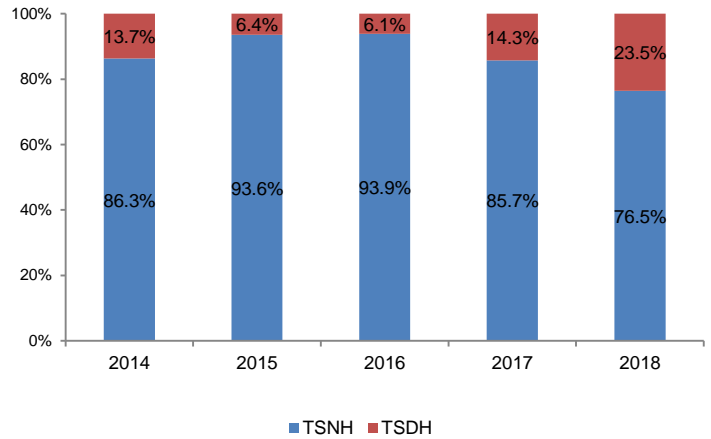
Cơ cấu tài sản. Tính đến cuối năm 2018, TTS của NLG đạt 9,574 tỷ, tăng 147.3% so với năm 2014. Cơ cấu tài sản của NLG có sự dịch chuyển theo hướng tăng tỷ trọng tài sản dài hạn trong 2 năm gần đây. Chủ yếu do sự gia tăng của khoản đầu tư dài hạn khi công ty thực hiện hợp tác đầu tư với đối tác Nhật.

Hàng tồn kho luôn là khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản của NLG. Cuối năm 2018, giá trị hàng tồn kho đạt 3,261 tỷ, tương đương 34.1% tổng tài sản. Đây chủ yếu là giá trị các căn hộ, nhà phố và biệt thự của các dự án Long An, Hoàng Nam. Các dự án này đều đang được NLG đẩy mạnh triển khai do đó việc tỷ trọng hàng tồn kho cao không phải là rủi ro lớn đối với công ty.

Hình 19: Biến động tài sản giai đoạn 2014 - 2018 (tỷ đồng)



Hình 20: Cơ cấu tài sản giai đoạn 2014 -2018



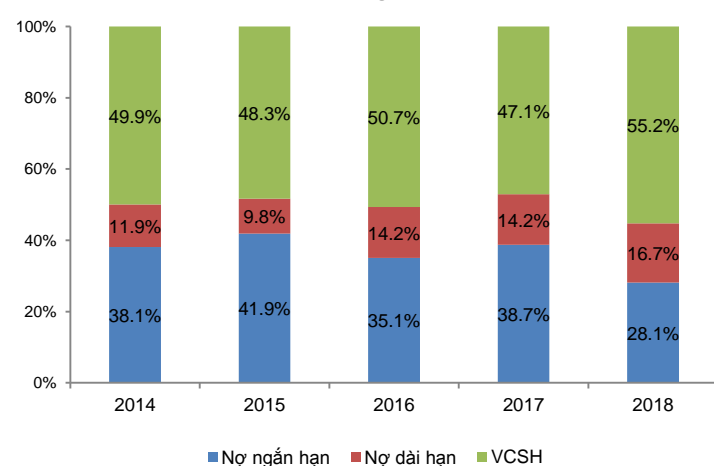
Cơ cấu nguồn vốn ổn định. Nguồn vốn năm 2018 của NLG được tài trợ từ 55.2% VCSH và 44.8% nợ. Cơ cấu nguồn vốn của NLG nhìn chung khá ổn định trong giai đoạn này.

VCSH năm 2018 đạt 5,285 tỷ đồng, tăng 173.3% so với năm 2014 nhờ việc phát hành thêm cổ phiếu, chuyển đổi trái phiếu thành hơn 27 triệu cổ phiếu năm 2018 và lợi nhuận giữ lại từ hoạt động kinh doanh.

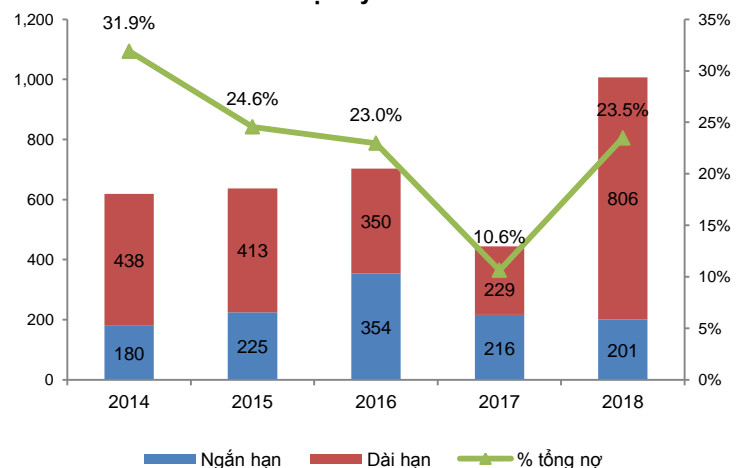
Nợ phải trả tăng 121.3% so với năm 2014, trong đó nợ vay tài chính tăng 63% và nợ khác tăng 148.7%. Tỷ trọng nợ vay tài chính trong tổng nợ có xu hướng giảm dần từ 31.9% xuống còn 10.6% trong giai đoạn 2014 – 2017 trước khi tăng trở lại 23.5% vào năm 2018.

Năm 2018, nợ vay tài chính gồm 201 tỷ nợ ngắn hạn nhằm bổ sung vốn lưu động và 806 tỷ nợ dài hạn để mua dự án Hoàng Nam và hỗ trợ phát triển dự án. Nguồn vốn nợ vay tài chính dài hạn được NLG vay ngân hàng 184 tỷ và phát hành 623 tỷ đồng trái phiếu không chuyển đổi với lãi suất 6.5%/năm trong năm 2018, đáo hạn 2025.

Hình 21: Cơ cấu nguồn vốn của NLG



Hình 22: Nợ vay tài chính của NLG



2. Cập nhật KQKD Q1/2019

Doanh thu đạt 329.8 tỷ, giảm 38.7% so với cùng kỳ. Trong đó mảng bán đất, căn hộ, nhà phố và biệt thự đạt 285.8 tỷ, giảm 42.1% do các dự án mới Novia, Waterpoint, Paragon Đại Phước đang trong quá trình triển khai. Doanh thu mảng này phần lớn đến từ bàn giao căn hộ EhomeS Nam Sài Gòn, Kikyo Flora với giá trị 191 tỷ và bàn giao biệt thự với giá trị 84 tỷ. Mảng cung cấp dịch vụ 30.7 tỷ, giảm 21.5%, mảng cho thuê BĐS đầu tư 5.7 tỷ, tăng 18.8% và mảng chuyển nhượng dự án 7.6 tỷ (cùng kỳ 0 đồng).

Biên lãi gộp giảm từ 33.6% xuống còn 29%. Nguyên nhân do quý này tỷ trọng dòng sản phẩm Ehome và Flora, vốn có biên lãi gộp thấp hơn so với sản phẩm biệt thự, gia tăng.

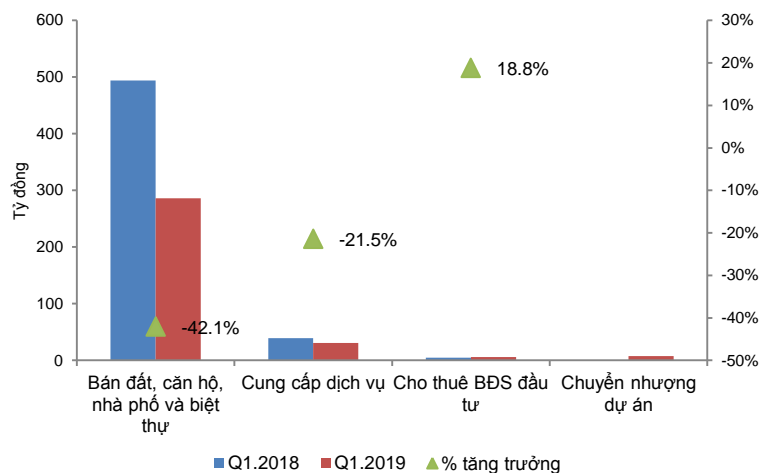
Lãi từ công ty liên doanh, liên kết đạt 8.4 tỷ đồng, gấp 12 lần cho cùng kỳ cho thấy hoạt động hợp tác đầu tư với đối tác Nhật đã đem lại hiệu quả.

Chi phí BH&QLDN đạt 87.2 tỷ, giảm 16.4%. Số lượng căn hộ bàn giao trong kỳ giảm mạnh giúp chi phí bán hàng giảm 63%, trong khi đó chi phí QLDN tăng 43.4%. Tỷ lệ 2 chi phí này trên doanh thu tăng từ 19.4% lên 26.4%.

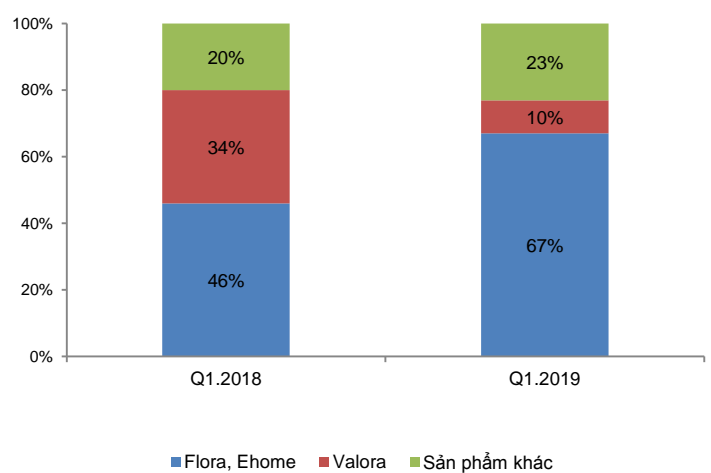
Thu nhập khác 137 tỷ, cùng kỳ là 1.8 tỷ. Đây là đóng góp từ việc mua công ty Việt Thiên Lâm khiến con số ghi nhận tăng vọt 358%, từ 32 tỷ lên 145 tỷ đồng. Được biết, Việt Thiên Lâm đang sở hữu dự án Khu biệt thự Đại Phước Paragon với quy mô 454.757 m2 tại tỉnh Đồng Nai.

LNST công ty mẹ của NLG theo đó đạt 145.2 tỷ, tăng 358% so với cùng kỳ và hoàn thành 15.2% kế hoạch năm 2019.

Hình 23: Tăng trưởng các mảng kinh doanh



Hình 24: Tỷ trọng doanh thu theo dòng sản phẩm



V. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2019

Tiến độ bàn giao các dự án đúng kế hoạch. Theo NLG, Các dự án Mizuki Park, Novia và Nguyên Sơn gần như đã hoàn tất và có thể bắt đầu bàn giao từ quý 3/2019.

Mở bán nhiều dự án trong năm 2019. Theo kế hoạch, Q2/2019, NLG sẽ thực hiện mở bán Akari City giai đoạn 1, Waterpoint giai đoạn 1. Dự án Akari City có thể mở bán theo kế hoạch mà không cần chuyển đổi 5.000m2 đất nông nghiệp vì ban lãnh đạo cho biết đây chỉ là thủ tục bắt buộc cho các giai đoạn sau. Đến Q3/2019, công ty sẽ tiếp tục mở bán đối với dự án Mizuki Park giai đoạn 2 và 3. Tổng doanh thu từ các dự án này lên tới gần 7,000 tỷ. Đây sẽ là động lực thúc đẩy KQKD của NLG trong năm nay. Tuy nhiên NLG chỉ tham gia góp vốn 50% tại các dự án này, nên sẽ chỉ được ghi nhận lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết và không được hợp nhất doanh thu.

Chuyển nhượng 50% dự án Akari city. Theo kế hoạch, NLG sẽ hạch toán hoạt động chuyển nhượng này vào cuối năm 2019, dòng tiền thu về ước tính 646 tỷ đồng dựa trên giá đất chuyển nhượng là 14,7 triệu đồng/m2.

Nhu cầu mua nhà tại TP.HCM được duy trì. Trong bối cảnh TP.HCM đang đẩy mạnh việc rà soát lại quá trình giao đất, dự án, nguồn cung BĐS ra thị trường đã cho thấy sự thiếu hụt tởn. Theo hiệp hội môi giới BĐS Việt Nam, trong quý I/2019, tổng nguồn cung toàn thị trường nhà ở chỉ đạt 3.482 căn. Trong đó, loại hình căn hộ chung cư vẫn là chủ đạo, chiếm 87,3% và loại hình nhà ở thấp tầng chỉ chiếm 12,7%. So với cùng kỳ, số lượng nguồn cung giảm 70.9% và chứng kiến sự sụt giảm ở cả 3 phân khúc. Tuy nhiên, mặc dù nguồn cung trong tình trạng khan hiếm nhưng tỷ lệ hấp thụ cao, đạt 86%, trong đó phân khúc trung cấp có tỷ lệ hấp thụ cao nhất với 89.7%. Nhu cầu mua nhà cao sẽ là yếu tố hỗ trợ tiêu thụ các sản phẩm của NLG trong bối cảnh tín dụng đang bị siết chặt.

VI. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2019

Bảng 3: dự báo KQKD năm 2019 của NLG.

	TH 2017	% kế hoạch	TH 2018	% kế hoạch	%yoy	2019F	%YoY
Doanh thu thuần	3,161	88.74%	3,480	90.26%	10.08%	3,202	-7.97%
Bán đất, căn hộ, nhà phố,..	2240		2399			1,843	-23.17%
Chuyển nhượng dự án	838		792			646	-18.43%
Cung cấp dịch vụ	64		257			690	168.48%
Cho thuê BĐS	15		21.6			23	6.48%
LNST công ty mẹ	535	106.36%	763	124.27%	42.62%	973	27.47%

Dự báo năm 2019, NLG có thể đạt doanh thu 3,202 tỷ (-7.97%yoy), trong đó mảng bán đất, căn hộ, nhà phố và biệt thự 1,843 tỷ (-23.2%yoy) chủ yếu đến từ việc bàn giao dự án Flora Novia, Nguyên Sơn Valora và Nguyên Sơn EhomeS, mảng cung cấp dịch vụ 690 tỷ (+168%), mảng chuyển nhượng dự án 646 tỷ nhờ hạch toán 50% giá trị chuyển nhượng dự án Akari City và mảng dịch vụ BĐS là 23 tỷ (+6.5%yoy).

Biên lãi gộp giảm xuống còn 39% so với mức 43.2% cùng kỳ do tỷ trọng sản phẩm Flora, Ehome gia tăng.

Chi phí bán hàng đạt 233.8 tỷ (7.2%yoy) do số lượng căn hộ bàn giao giảm, trong khi đó chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 20.7% lên 288.2 tỷ đồng.

Lợi nhuận từ công ty liên kết 320 tỷ, tăng mạnh so với 14 tỷ đồng đến từ Akari City, Southgate, Mizuki park.

Lợi nhuận khác 142 tỷ, chủ yếu do đóng góp từ việc mua công ty Việt Thiên Lâm.

LNTT theo đó đạt 1,247 tỷ (+10.5%yoy). Tuy nhiên, do phần lợi nhuận được chia từ công ty liên kết được khấu trừ khi xác định thuế và tỷ lệ % sở hữu của NLG tại các dự án Nguyên Sơn và Flora Novia lớn nên LNST công ty mẹ dự báo đạt 972.6 tỷ (+27.47%yoy).

EPS forward 2019 = 4,067 VND.

VII. ĐỊNH GIÁ VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Định giá

Tài sản của NLG chủ yếu là quỹ đất và các dự án, do đó chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV để xác định giá trị của NLG. Chúng tôi chia các dự án của NLG thành 3 nhóm:

Nhóm 1	Các dự án gần như hoàn thành và có khả năng dự phóng dòng tiền
Dự án	Mizuki park (giai đoạn 1), EhomeS Nam Sài Gòn, 56 căn nhà phố, Valora Island, Flora Novia.
PP sử dụng	Chiết khấu dòng tiền DCF
Nhóm 2	Có kế hoạch triển khai và xin giấy phép đầu tư
Dự án	Waterpoint, Akari City, Mizuki park (giai đoạn 2,3 và 4)
PP sử dụng	Phương pháp so sánh thị trường MV
Nhóm 3	Các dự án chưa có kế hoạch triển khai cụ thể và các BĐS khác
PP sử dụng	Giá trị sổ sách (BV)

Bảng 4: Mô hình định giá RNAV.

Dự án	Giá trị sổ sách tại 31/12/2018	Giá trị hợp lý	Chú thích
Hàng tồn kho (tỷ đồng)	3,261	7,607	
Waterpoint	885	2,674	Giá đất 1.2 triệu đồng/m ² , giá đất GD 2 tính dựa trên giá chuyển nhượng của GD 1
Akari City	833	1,178	Giá đất 14.7 triệu đồng/m ²
Mizuki park		1,150	
Valora Island		212	
56 căn nhà phố	556	230	
Ehomes Nam sài gòn		787	
Novia	262	703	
Khác	672	672	
Cộng tài sản khác ngoài hàng tồn kho (tỷ đồng)		6,313	
Trừ nợ và lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)		4,974	
RNAV (tỷ đồng)		8,946	
Số lượng CPLH (triệu cổ phiếu)		239	
Chiết khấu RNAV		5%	Phần bù rủi ro cho việc bàn giao và chuyển nhượng các dự án
Giá mục tiêu (đồng)		35.6	

2. Quan điểm đầu tư

NLG là một doanh nghiệp bất động sản có tiềm lực tài chính tốt, sở hữu quỹ đất sạch lớn cùng nhiều lợi thế khác giúp doanh nghiệp có thể vượt qua được giai đoạn khó khăn hiện tại của thị trường BĐS cũng như tận dụng được tiềm năng từ thị trường này trong tương lai, do đó chúng tôi đánh giá **MUA** với giá mục tiêu là 35,600 VND, tỷ suất lợi nhuận chưa bao gồm cổ tức là 20.5%.

1. THANG ĐO KHUYẾN NGHỊ

	Khuyến nghị	Diễn giải
	MUA MẠNH	Nếu giá thị trường thấp hơn giá mục tiêu ít nhất 30%
	MUA	Nếu giá thị trường thấp hơn giá mục tiêu từ 20-30%
	KHẢ QUAN	Nếu giá thị trường thấp hơn giá mục tiêu từ 10-20%
	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá thị trường thấp hơn hoặc cao hơn giá mục tiêu không quá 5-10%
	HẠ TỶ TRỌNG	Nếu giá thị trường cao hơn giá mục tiêu 10-20%
	BÁN	Nếu giá thị trường cao hơn giá mục tiêu ít nhất 20%
	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	TVSI không đưa ra khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu căn cứ theo chính sách của TVSI khi TVSI đóng vai trò CTCK tư vấn hoặc trong một giao dịch chiến lược hoặc cũng có thể trong trường hợp TVSI không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

2. KHUYẾN CÁO

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI

- ❖ Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo
- ❖ TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích



TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 6, số 79 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3728 0921 | Fax: (024) 3728 0920

Hoàn Kiếm

Tầng 7, Tòa nhà Grand Building, 30-32 Hòa Mã, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3933 2233 | Fax: (024) 3933 5120

Mỹ Đình

Tầng 2, 58 Trần Thái Tông, Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3792 5183 | Fax: (024) 3792 5180

Mễ Trì

Tầng 3, Khối B tòa nhà Sông Đà, Phạm Hùng, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3227 2901 | Fax: (024) 3227 2905

Ngọc Khánh

Tòa nhà Ngọc Khánh Plaza, Số 1 Phạm Huy Thông, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3237 3090 | Fax: (024) 3237 3092

Tây Hồ

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3728 6411 | Fax: (024) 3728 6407

Hải Phòng

Tầng 3, 10 Lê Hồng Phong, Ngô Quyền, Hải Phòng
Điện thoại: (022) 5375 7559 | Fax: (022) 5375 7560

Láng Hạ

P303A, 105 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3514 9033 | Fax: (024) 3514 9107

TP. Hồ Chí Minh

193-203 Trần Hưng Đạo, Cô Giang, Q.1, HCM
Điện thoại: (028) 3838 6868 | Fax: (028) 3920 7542

An Đông

Tầng 7, số 76 - 78 - 80 Hải Thượng Lãn Ông, Q.5, TP. HCM
Điện thoại: (028) 3855 5438 | Fax: (028) 3830 6547

Quy Nhơn

Số 1 Nguyễn Tất Thành, Quy Nhơn, Bình Định
Điện thoại: (025) 6381 8840 | Fax: (025) 6381 8820

Vinh Long

21C Phạm Thái Bường, Vĩnh Long, Vĩnh Long
Điện thoại: (027) 0385 3533 | Fax: (027) 0385 3535

Đà Nẵng

115 Lê Lợi, Hải Châu, Đà Nẵng
Điện thoại: (023) 6375 2282 | Fax: (023) 6375 2283