

CTCP ĐT NAM LONG (NLG) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND30.000

Giá mục tiêu

VND36.700

Tỷ suất cổ tức

2,57%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 28/12/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:12 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -23,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh dự báo LN ròng 2022-23 giảm 68%/60% so với dự báo trước.
- Điều chỉnh giảm giá mục tiêu 32%.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	65.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.650
GTGDĐQ 3 tháng (tr VND)	78.415
Thị giá vốn (tỷ VND)	11.119
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	29,5
P/B hiện tại (x)	1,3

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Xuân Quang	12,1%
Ibeworthy Pte. Ltd.	8,2%
Thái Bình Investment JSC	5,9%
Khác	73,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Vững vàng trước thử thách

- Ước tính LN ròng 2022 giảm 62% so với cùng kỳ (svck), chủ yếu bàn giao các dự án hiện hữu và 25% chuyển nhượng cổ phần Paragon Đại Phước.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm mạnh dự phóng lợi nhuận (LN) ròng 2022-24 do các dự án mới bị trì hoãn mở bán và nhu cầu nhà ở suy yếu.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 36.700 đồng/cp.

LN ròng 2022 kém tích cực do thiếu bất động sản (BDS) bàn giao

Chúng tôi quan sát thấy các sự cố liên quan BDS của các chủ đầu tư và chính quyền địa phương ở Đồng Nai và Cần Thơ đã làm chậm quá trình phê duyệt ba dự án trọng điểm của NLG là Paragon Đại Phước, Izumi City và Cần Thơ 43ha. Trong cuộc gặp với nhà đầu tư ngày 12/12/2022, NLG đặt mục tiêu hoàn tất thủ tục pháp lý dự án Cần Thơ 43ha trong tháng 12/2022, nguồn doanh thu chính của năm 2022, tuy nhiên chúng tôi cho rằng điều này khó có thể hoàn thành. Chúng tôi ước tính doanh thu/LN ròng 2022 sẽ giảm mạnh 26% svck/62% svck, chủ yếu bàn giao các dự án hiện hữu Southgate, Akari và chuyển nhượng 25% cổ phần tại Paragon Đại Phước.

Thị trường BĐS nhà ở đang đối mặt với nhiều thách thức

Ngành BĐS đang đối mặt với nhiều thách thức gồm: 1) chủ đầu tư gặp khó khăn trong việc tái cơ cấu nợ do thắt chặt các khoản vay ngân hàng vào BĐS và giám sát chặt chẽ trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp; 2) lãi suất tăng làm suy yếu nhu cầu mua nhà; 3) nguồn cung mới có thể sụt giảm khi quá trình phê duyệt pháp lý chờ được khai thông với Luật đất đai sửa đổi. Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS có thể sẽ trải qua một "mùa đông khắc nghiệt" vào năm 2023 cho đến khi chính sách tiền tệ đảo ngược. Do đó, chúng tôi dự báo doanh số kỳ bán của NLG sẽ giảm 30% svck trong năm 2023.

Điều chỉnh dự báo LN ròng 2022-24 giảm mạnh do nhu cầu nhà ở suy yếu

Chúng tôi thận trọng hoãn dự phóng ghi nhận doanh thu dự án Izumi City sang 2024 do thủ tục pháp lý chậm hơn kỳ vọng và nhu cầu mua nhà suy yếu. Từ đó, chúng tôi giảm dự phóng LN ròng 2023-24 lần lượt là 60,3%/45,0%. Chúng tôi ước tính LN ròng 2023 đạt 757 tỷ đồng (+87% svck) nhờ bàn giao dự án BCC Mizuki và mức nền thấp 2022, thấp nhất trong 5 năm qua.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 36.700 đồng/cp

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 36.700 đồng/cp dựa trên phương pháp RNAV, với dự phóng LN ròng 2023-24 giảm mạnh, hoạt động ký bán chậm lại và WACC cao hơn. NLG hiện đang giao dịch tại mức P/B 2023 là 1,2 lần, thấp hơn 29% so với P/B trung bình 3 năm là 1,7 lần. Tiềm năng tăng giá đến từ sự đảo ngược chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường BĐS. Rủi ro giảm giá: 1) tiến độ bàn giao, cấp phép mở bán mới chậm hơn dự kiến, 2) lãi suất vay mua nhà cao hơn ảnh hưởng hoạt động ký bán của NLG.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.206	3.877	3.036	9.028
Tăng trưởng DT thuần	134,8%	(25,5%)	(21,7%)	197,4%
Biên lợi nhuận gộp	34,2%	43,3%	44,9%	43,3%
Biên EBITDA	32,9%	22,3%	36,5%	28,0%
LN ròng (tỷ)	1.071	406	757	1.470
Tăng trưởng LN ròng	28,3%	(62,1%)	86,7%	94,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	28,3%	(62,1%)	86,7%	94,1%
EPS cơ bản	2.796	1.059	1.978	3.839
EPS điều chỉnh	2.656	1.006	1.879	3.647
BVPS	23.316	24.077	25.704	29.147
ROAE	14,7%	4,5%	7,9%	14,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

VỮNG VÀNG TRƯỚC THỬ THÁCH

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 36.700 đồng/cp

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưu thích NLG vì:

- 1) NLG sở hữu quỹ đất lớn 681ha tính đến cuối Q3/2022 với danh mục sản phẩm đa dạng giúp giảm thiểu rủi ro;
- 2) NLG sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp và bình dân, những phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu thực ở người dân;
- 3) Chúng tôi dự phóng DT/LN ròng đạt tốc độ tăng trưởng kép lần lượt là 52,6%/90,4% giai đoạn 2022-24, nhờ bàn giao các sản phẩm đã ký bán trước đó;
- 4) Chúng tôi không nhận thấy bất kỳ rủi ro nào về khả năng thanh khoản của NLG với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu chỉ ở mức thấp chỉ 5% (so với mức trung bình của các DN trong ngành là 40-45%), tỷ trọng tiền và các khoản tương đương tiền cao ở mức 4.179 tỷ đồng, chiếm 16,4% tổng tài sản tính đến cuối Q3/22.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 36.700 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu giảm xuống 36.700 đồng/cp nhằm phản ánh:

- 1) Tiến độ pháp lý ba dự án trọng điểm của NLG gồm Paragon Đại Phước, Izumi City và Cần Thơ 43ha chậm hơn dự kiến;
- 2) Chúng tôi điều chỉnh giảm mạnh doanh số ký bán năm 2023-24 do nhu cầu nhà ở suy yếu;
- 3) Chúng tôi sử dụng giả định cho WACC cao hơn là 14-16% (từ 11-13% trong lần cập nhật trước) để phản ánh môi trường lãi suất cao hiện tại và nhiều áp lực ảnh hưởng đến triển vọng ký bán năm 2023.

NLG hiện đang giao dịch tại mức P/B 2023 là 1,2 lần, thấp hơn 29% so với P/B trung bình 3 năm là 1,7 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này tương đối hấp dẫn đối với một DN phát triển BĐS với cơ cấu tài chính lành mạnh và có dòng tiền vững chắc đến từ các đợt ký bán như NLG.

Tiềm năng tăng giá đến từ sự đảo ngược chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường BĐS. Rủi ro giảm giá: 1) tiến độ bàn giao, cấp phép mở bán mới chậm hơn dự kiến, 2) lãi suất vay mua nhà cao hơn ảnh hưởng hoạt động ký bán của NLG.

Hình 1: So sánh các DN cùng ngành

Công ty	Mã	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)			P/B (lần)			EPS 3 năm	ROE (%)		Nợ ròng/VCSH tại Q3/22 (%)
		Nội tệ	Nội tệ			Trượt	Trượt	Hiện tại	2022	2023	Tăng	2022	2023		
Vinhomes	VHM VN	47.500	82.000	Khả quan	8.765	6,6	6,7	6,4	1,5	1,3	1,1	(0,4)	22,1	18,6	7,8
Novaland	NVL VN	14.400	KKN	KKN	1.190	9,8	12,1	13,3	0,8	0,6	0,6	11,2	5,6	4,9	103,1
Phát Đạt	PDR VN	12.600	KKN	KKN	359	3,9	2,7	1,7	1,0	0,8	0,5	38,7	28,3	30,7	35,7
Khang Điền	KDH VN	26.350	34.800	Khả quan	800	14,8	12,0	15,9	1,7	1,5	1,5	(6,9)	17,3	13,2	10,9
Nam Long	NLG VN	30.000	36.700	Khả quan	488	29,5	29,8	16,0	1,3	1,2	1,2	(10,9)	4,5	7,9	5,0
Đất Xanh	DXG VN	12.950	22.000	Khả quan	335	9,3	6,5	2,8	0,8	0,8	0,6	53,1	12,9	24,9	10,9
<i>Trung bình</i>						<i>12,7</i>	<i>17,3</i>	<i>12,3</i>	<i>1,5</i>	<i>1,0</i>	<i>2,3</i>	<i>12,0</i>	<i>12,6</i>	<i>14,0</i>	<i>39,7</i>
<i>Trung vị</i>						<i>9,4</i>	<i>12,1</i>	<i>14,6</i>	<i>1,3</i>	<i>1,0</i>	<i>1,1</i>	<i>5,5</i>	<i>9,3</i>	<i>10,6</i>	<i>15,2</i>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 2: Định giá cổ phiếu (tỷ VND)

Tên dự án	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Phương pháp	Chú thích
Southgate	2.347	DCF	
Waterpoint	3.192	So sánh	Chiết khấu 20% do lo ngại khả năng được phê duyệt phát triển dự án trong thời gian tới.
Mizuki Park	999	DCF	
Cần Thơ	503	DCF	Điều chỉnh giảm do tiến độ pháp lý chậm hơn dự kiến và nhu cầu nhà ở suy yếu.
Akari	1.078	DCF	
Hải Phòng	556	DCF	
Izumi City	8.942	DCF	Điều chỉnh giảm mạnh doanh số ký bán năm 2023-24 do nhu cầu nhà ở suy yếu.
Đại Phước	2.018	DCF	Chúng tôi cho rằng dự án có thể hoãn kế hoạch mở bán sang 2024-25 do lo ngại khả năng được phê duyệt phát triển dự án trong thời gian tới.
Khác	564	BV	
Tổng	20.200		
Cộng:			
Tiền và tương đương tiền	4.063		
Tài sản khác	1.310		
Trừ:			
Nợ gộp	4.595		
Nợ phải trả khác	156		
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.265		
RNAV	16.557		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ)	383		
Chiết khấu RNAV	15%		
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	36.700		

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kết quả 2022 thất vọng do thủ tục pháp lý kéo dài và nhu cầu nhà ở suy yếu

LN ròng 2022 kém tích cực do thiếu bất động sản (BDS) bàn giao

Chúng tôi quan sát thấy sự cố liên quan BDS của các chủ đầu tư và chính quyền địa phương ở Cần Thơ đã làm chậm kế hoạch bàn giao tại dự án Cần Thơ 43ha của NLG do quá trình phê duyệt pháp lý có thể bị kéo dài trong thời gian tới. Theo cập nhật mới nhất của chúng tôi vào cuối tháng 12/2022, NLG vẫn chưa nhận được quyết định giao đất tại dự án này, do đó chúng tôi thận trọng loại bỏ sự đóng góp 1.665 tỷ đồng doanh thu từ dự án Cần Thơ 43ha trong dự phóng 2022 của chúng tôi.

Bên cạnh đó, chúng tôi hiểu rằng công ty đã hoàn thành thủ tục pháp lý chuyển nhượng 25% cổ phần tại Paragon Đại Phước, từ đó có thể ghi nhận LN ròng 178 tỷ đồng trong Q4/22.

Tổng quan lại, chúng tôi ước tính doanh thu/LN ròng 2022 sẽ giảm mạnh 26% svck/62% svck, chủ yếu bàn giao các dự án hiện hữu Southgate, Akari và chuyển nhượng 25% cổ phần tại Paragon Đại Phước.

Hình 3: So sánh KQKD 9T22 và 9T21

	Q3/22	Q3/21	Thay đổi svck	9T22	9T21	Thay đổi svck	So với dự báo 2022	Chú thích
Doanh thu (tỷ đồng)	881,7	150,9	484,3%	2.709,8	787,4	244,1%	37,5%	
Bàn giao, chuyển nhượng BĐS	856,6	2,7	31162,8%	2.545,1	71,8	3444,7%		- NLG tiếp tục bàn giao bàn giao tại Flora Akari (244 căn, tương đương 759 tỷ đồng) và Valora Southgate (494 căn, tương đương 1.652 tỷ đồng) trong 9T22. - Doanh thu tăng do dự án Southgate được hợp
Cung cấp dịch vụ, xây dựng	21,5	122,8	-82,5%	150,2	600,7	-75,0%		Do NLG đã hợp nhất dự án Southgate và Izumi City trong 2021.
Doanh thu khác	3,5	25,5	-86,3%	14,4	115,1	-87,5%		
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	358,1	76,4	368,7%	1.169,6	232,8	402,4%	39,7%	
Biên lợi nhuận gộp	40,6%	50,6%	-10 điểm %	43,2%	29,6%	13,6 điểm %		Do tỷ trọng từ bàn giao BĐS cải thiện.
Chi phí bán hàng	107,2	9,0	1091,1%	324,6	35,7	809,2%		Do bàn giao BĐS nhiều hơn.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	160,1	127,7	25,4%	444,4	358,3	24,0%		
Doanh thu tài chính	29,1	371,6	-92,2%	78,7	388,4	-79,7%		
Chi phí tài chính	48,0	18,6	158,1%	129,1	60,8	112,3%		Lãi vay Southgate hợp nhất từ Q3/21.
Lợi nhuận từ công ty liên kết	0,0	0,0	-100,0%	2,5	94,8	-97,4%		
Lợi nhuận hoạt động thuần	71,8	292,7	-75,5%	352,6	261,1	35,0%		
Thu nhập khác	7,2	1,2	500,0%	12,6	429,0	-97,1%		Trở lại mức bình thường do NLG ghi nhận khoản thu nhập bất thường 429 tỷ đồng nhờ đánh giá lại Waterfront trong Q1/21.
LN trước thuế	79,0	293,9	-73,1%	365,2	690,1	-47,1%		
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	7,9	297,1	-97,3%	119,2	709,4	-83,2%	9,5%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh số ký bán 9T22 thấp hơn kỳ vọng do nhu cầu nhà ở suy giảm

Sau khi đẩy mạnh hoạt động bán hàng trong 6T22, NLG ghi nhận doanh số ký bán Q3/22 sụt giảm đáng kể chỉ 1.512 tỷ đồng (so với 8.410 tỷ đồng trong 6T22). Lũy kế 9T22 doanh số ký bán đạt 9.922 tỷ đồng (+95,4% svck), chủ yếu đến từ giai đoạn tiếp theo của các dự án Southgate, Akari, Mizuki, hoàn thành 59,7% dự báo trước của chúng tôi. Doanh số ký bán thấp hơn kỳ vọng chủ yếu là do hạn mức tín dụng vay mua nhà hạn chế, lãi suất cho vay tăng cao và các vấn đề pháp lý tại Đồng Nai và Cần Thơ vẫn chưa được tháo gỡ.

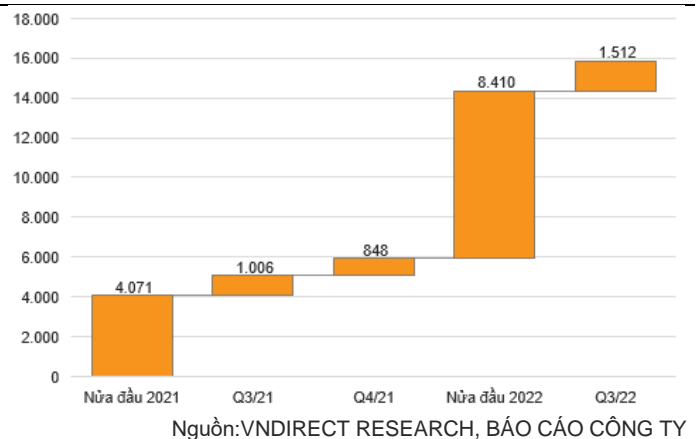
Chúng tôi cho rằng doanh số ký bán Q4/22 của NLG sẽ không có sự đột phá đáng kể do nhu cầu mua nhà suy yếu, dù khoảng thời gian này được coi là “thời điểm vàng” của ngành BĐS. Chúng tôi hạ dự phóng doanh số ký bán năm 2022 giảm 33,8% so với dự báo trước xuống 11.201 tỷ đồng (+89,1% svck), do các dự án mới như Izumi City và Cần Thơ 43ha mở bán chậm hơn dự kiến.

Hình 3: Doanh số ký bán 9T22 của NLG chủ yếu từ giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu (tỷ đồng)

Tên dự án	Vị trí	Loại sản phẩm	Tỷ lệ hấp thụ trong 9T22
Mizuki	TP HCM	Căn hộ, thấp tầng	2.813
Akari	TP HCM	Căn hộ	2.859
Izumi City	TP HCM	Thấp tầng	1.929
Southgate	Đồng Nai	Nhà ở giá rẻ, thấp tầng	2.205
Cần Thơ 43ha	Cần Thơ	Thấp tầng	116
Tổng			9.922

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Doanh số ký bán Q3/22 của NLG sụt giảm do nhu cầu nhà ở suy yếu (tỷ đồng)

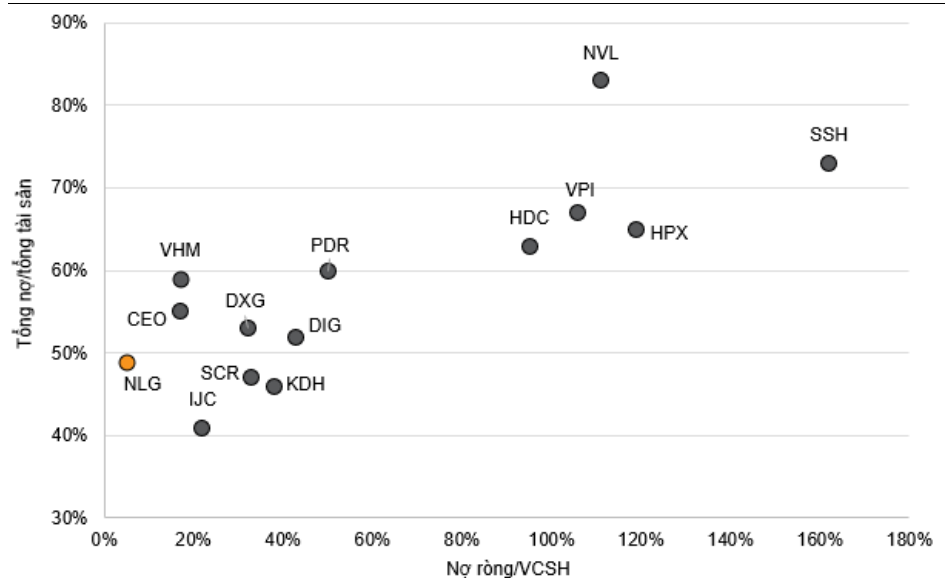


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

NLG duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh

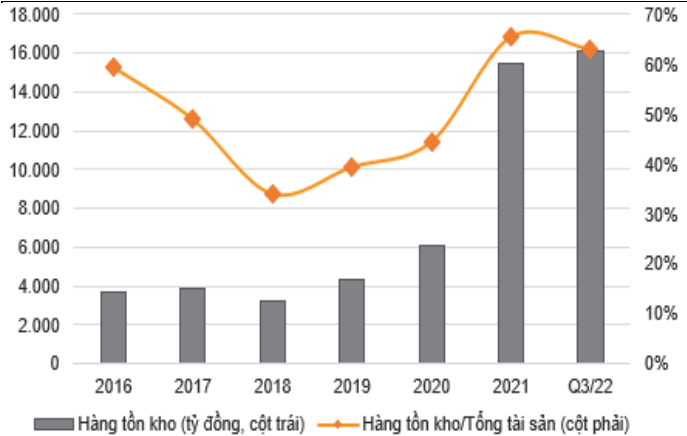
Hàng tồn kho của NLG tính đến cuối Q3/22 đã tăng 2,6 lần so với cuối năm 2020 do hợp nhất các dự án Waterfront và Southgate, các dự án này đều đang được triển khai xây dựng. Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản của NLG khá cao so với các DN cùng ngành, chiếm 63% tổng tài sản vào cuối Q3/22. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy áp lực giải phóng hàng tồn kho của NLG không cao, do DN vẫn duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh, rủi ro thanh khoản không đáng kể với tỷ lệ nợ ròng/VCSH thấp chỉ 5% (so với mức trung bình của các DN cùng ngành đang là 40-45%). Tỷ trọng tiền và tương đương tiền của NLG cao đạt 4.179 tỷ đồng, chiếm 16,4% tổng tài sản tính đến cuối Q3/22. Chúng tôi cho rằng tình hình tài chính được kiểm soát là một lợi thế lớn của NLG trong bối cảnh hiện tại, qua đó NLG sẽ có nhiều dư địa hơn để huy động các khoản vay để tài trợ các dự án mới trong giai đoạn 2023-25.

Hình 5: NLG có cơ cấu tài chính lành mạnh so với các công ty cùng ngành



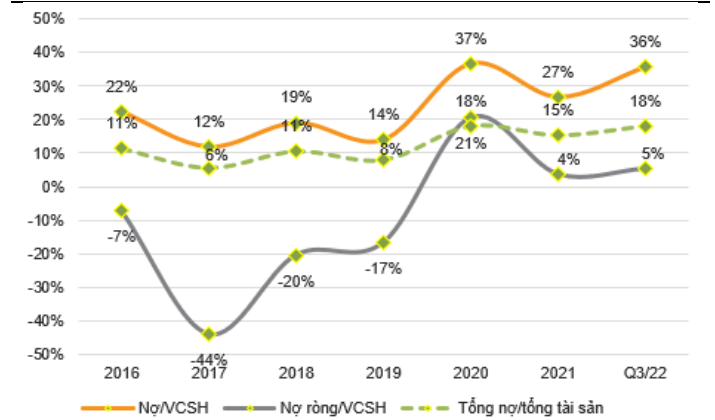
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Giá trị hàng tồn kho của NLG tăng mạnh do hợp nhất một số dự án tại Đồng Nai và Long An



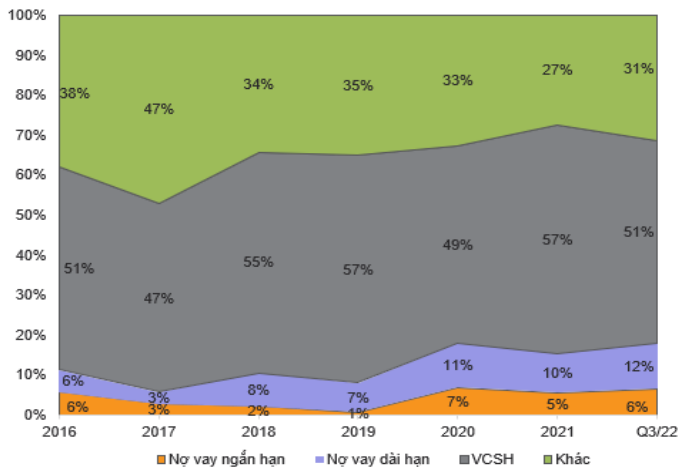
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Hệ số đòn bẩy của NLG vẫn ở mức thấp tính đến cuối Q3/22



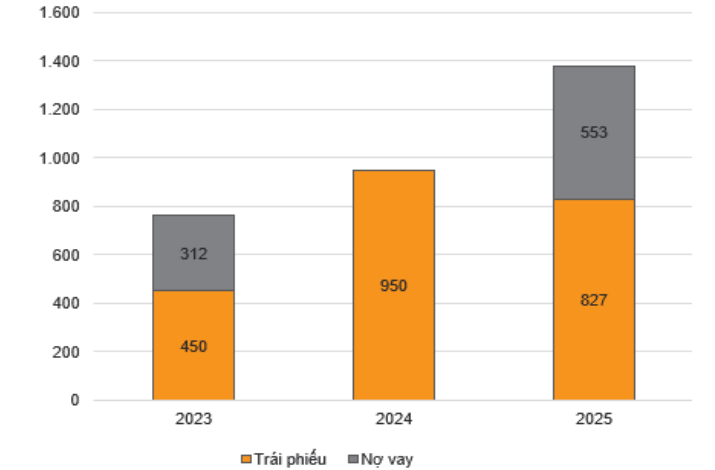
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: NLG duy trì cơ cấu vốn lành mạnh với tỷ trọng nợ ổn định 15-20% từ năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: Nợ đáo hạn của NLG phân bổ đều trong 2022-25 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2023-24: doanh số ký bán sụt giảm nhưng LN ròng phục hồi nhờ bàn giao các dự án BCC

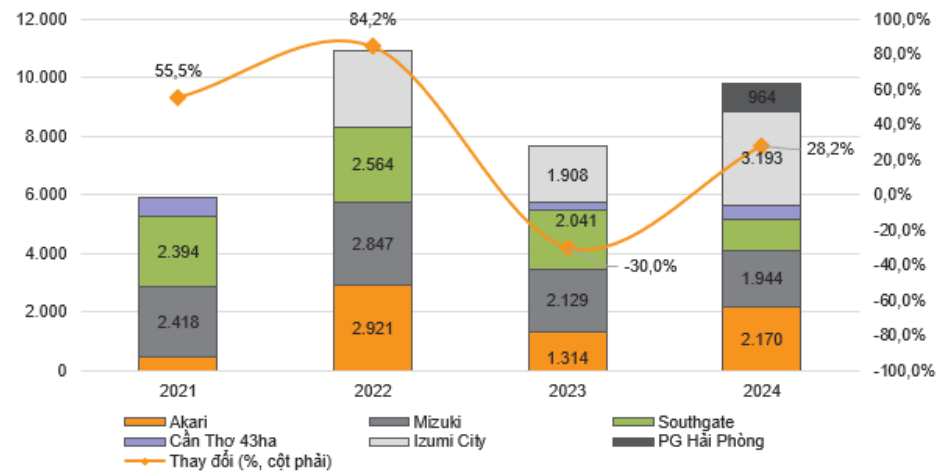
Doanh số ký bán nhà ở suy giảm do nhu cầu nhà ở yếu, đặc biệt là ở các tỉnh lân cận TP.HCM

Chúng tôi nhận thấy chủ đầu tư tiếp tục đẩy mạnh hoạt động bán hàng tại các vùng lân cận TP.HCM trong Q3/22, với nguồn cung mới nhà liền thổ tăng 23,0% so với quý trước lên 2.656 căn. Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ trong Q3/22 đã giảm mạnh 14,5 điểm % so với quý trước xuống còn 47%, do tâm lý người mua nhà e ngại trước những vi phạm của các cơ quan quản lý liên quan đến thị trường BĐS ở những khu vực này, dẫn đến số lượng tiêu thụ giảm 5,8% so với quý trước, theo DKRA và CBRE.

Cùng với những khó khăn chung của thị trường BĐS Việt Nam trong năm 2023, 1) khó khăn về tái cấp vốn, áp lực mua lại trái phiếu và nợ đến hạn năm 2023 tăng lên, 2) lãi suất cho vay tăng dẫn đến nhu cầu nhà ở suy yếu. Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS tại các vùng lân cận TP.HCM sẽ vẫn ảm đạm trong năm 2023 do tâm lý người mua nhà ở những khu vực này suy giảm làm ảnh hưởng quyết định mua nhà.

Vì những lý do đó, chúng tôi dự báo doanh số ký bán của NLG trong năm 2023 sẽ giảm 30,0% svck xuống còn 7.642 tỷ đồng, chủ yếu đến từ căn hộ trung cấp và bình dân tại các dự án Akari, Mizuki và Ehome Southgate.

Hình 10: Chúng tôi cho rằng doanh số ký bán 2022-24 sẽ giảm mạnh do nhu cầu nhà ở suy yếu và việc ra mắt dự án mới tiếp tục bị chậm trễ (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Kế hoạch phát triển dự án của NLG

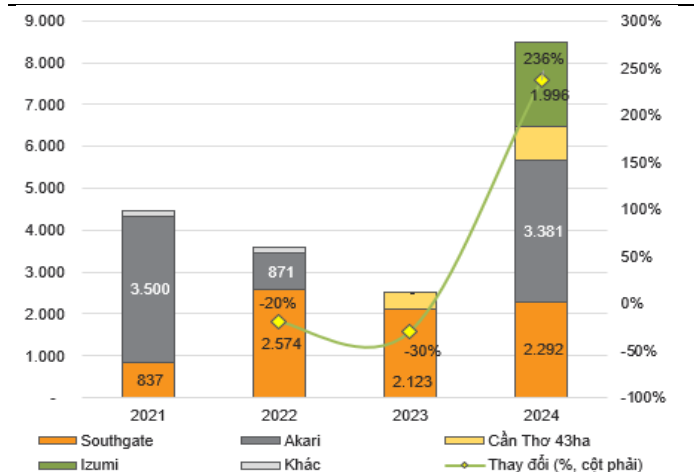
Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu của NLG	Diện tích đất (ha)	Kế hoạch phát triển*							
					2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 trở đi	
Izumi City	Đồng Nai	Valora	65,1%	170,0								
Southgate	Bến Lức, Long An	Khu đô thị	50%	165,0								
Akari	Bình Tân, TP HCM	Flora	50%	8,8								
Mizuki	Bình Chánh, TP HCM	Valora Flora	50%	26,2								
Waterpoint	Bến Lức, Long An	Khu đô thị	100%	190,0								
Đại Phước	Đồng Nai	Khu đô thị	100%	45,0								
Hải Phòng	Thuỷ Nguyên, Hải Phòng	Ehomes Valora	50%	21,0								
Nam Long 2	Cần Thơ	Đất nền	100%	43,0								

(* Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xám. Kế hoạch phát triển chi tiết không được thông báo bởi công ty.
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tuy nhiên, LN ròng 2023 có thể phục hồi nhờ bàn giao dự án BCC

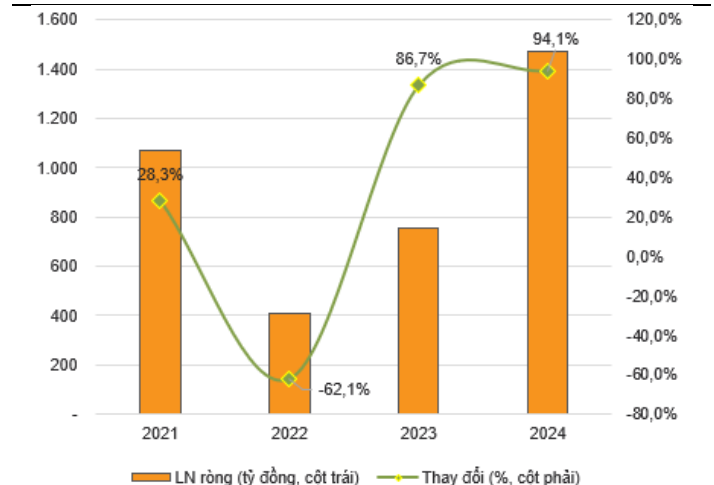
Chúng tôi dự báo DT năm 2023 của NLG giảm 21,7% svck xuống 3.306 tỷ đồng, vẫn phụ thuộc vào các dự án hiện tại là Southgate. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính LN ròng năm 2023 sẽ tăng 87% svck lên 757 tỷ đồng nhờ bàn giao dự án BCC Mizuki và mức nền thấp trong năm 2022, mức thấp nhất trong 5 năm.

Hình 12: Chúng tôi dự báo doanh thu BĐS 2023 vẫn phụ thuộc vào các dự án hiện hữu Southgate...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: ...nhưng LN ròng năm 2023 tăng trở lại nhờ bàn giao dự án BCC (Mizuki)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các dự án chính của NLG được triển khai trong giai đoạn 2022-24

Hình 14: Dự án Mizuki: MP6-7-8, MP9-10 và Flora Panorama đang được thi công, kỳ vọng bàn giao từ cuối Q4/22



- Vị trí: Tọa lạc trên đại lộ Nguyễn Văn Linh, Bình Chánh, TP.HCM rộng 120m gồm 10 làn xe nổi thẳng quận 7, quận 2
- Tổng diện tích: 26ha
- Mật độ xây dựng: 29%
- Số sản phẩm:
Giai đoạn 1: 1.500 căn
Giai đoạn 2: 1.601 căn
Giai đoạn 3: 1.830 căn
- Sản phẩm chính: Căn hộ / Biệt thự / Nhà phố thương mại
- Thời gian bàn giao: giai đoạn 1: Q4/19, Giai đoạn 2: cuối Q4/22, Giai đoạn 3: Q3/23.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Dự án Akari City: 87% giai đoạn 1 đã được bàn giao từ cuối 2021. Giai đoạn 2 động thổ vào Q1/22, dự kiến bàn giao trong 2024



- Vị trí: Tọa lạc trên đại lộ Võ Văn Kiệt, Bình Tân, TP.HCM, trục đường huyết mạch của thành phố nổi phía Đông và Tây Sài Gòn
- Chủ đầu tư và đối tác: Nam Long, NNR & Hankyu Hanshin
- Tổng diện tích: 8,5ha
- Mật độ xây dựng: 33%
- Số sản phẩm: 6 tòa cung cấp 5.005 căn hộ
Giai đoạn 1: 1.803 căn
Giai đoạn 2: 1.690 căn
Giai đoạn 3: 1.512 căn
- Sản phẩm chính: Căn hộ
- Thời gian bàn giao: Giai đoạn 1: Q4/21, Giai đoạn 2: Q3/24, Giai đoạn 3: Q3/25.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: Dự án Southgate: bàn giao hai toà căn hộ Ehome Southgate trong 2022



- Vị trí: Nằm ngay đầu đường cao tốc Bến Lức - Long Thành nổi thẳng sân bay quốc tế Long Thành. Thuận lợi kết nối với đường vành đai 3 sắp tới nối TP.HCM, Long An, Đồng Nai và Bình Dương
- Chủ đầu tư và đối tác: Nam Long, NNR, TBS, Tân Hiệp
- Tổng diện tích: 165ha
- Mật độ xây dựng: 23%
- Số sản phẩm: 3.606 căn
- Sản phẩm chính: Biệt thự / Nhà phố / Nhà phố thương mại / Ehome.
- Thời gian phát triển: 2019-2025.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình ảnh 17: Dự án Izumi City



- Vị trí: Tọa lạc tại xã Long Hưng, Biên Hòa, Đồng Nai
Dự án sẽ hưởng lợi từ sự phát triển cơ sở hạ tầng trong khu vực, bao gồm mở rộng đường kết nối với tuyến cao tốc Long Thành – TP.HCM. Sau khi hoàn thành, dự kiến thời gian di chuyển từ dự án đến TP.HCM giảm từ 1-1,5 giờ xuống còn dưới 45 phút.
- Chủ đầu tư và đối tác: Nam Long & Hankyu Hanshin
- Tổng diện tích: 170ha
- Mật độ xây dựng: 35,6%
- Số sản phẩm: 6 giai đoạn gồm 2.922 căn
- Sản phẩm chính: Biệt thự / Nhà phố / Nhà phố thương mại
- Thời gian bàn giao: 2024-26.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

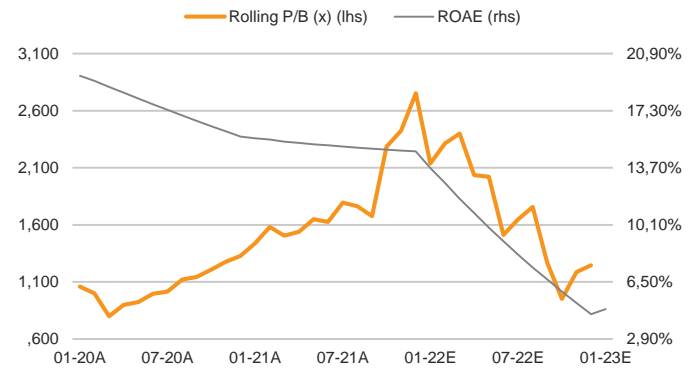
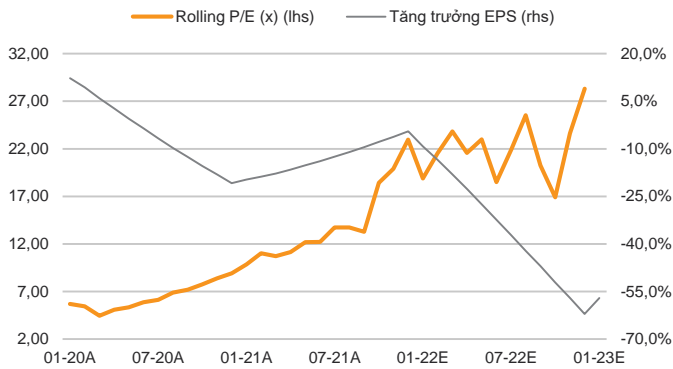
Điều chỉnh dự phóng 2022-24

Hình 18: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2022-24

	Mới			Cũ			Thay đổi			Chú thích
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Doanh thu thuần	3.877	3.036	9.028	7.218	8.896	15.999	-46,3%	-65,9%	-43,6%	Chúng tôi dự phóng hoãn ghi nhận doanh thu dự án Izumi City sang 2024 do thủ tục pháp lý chậm hơn kỳ vọng và nhu cầu mua nhà suy yếu.
Lợi nhuận gộp	1.679	1.363	3.912	2.944	3.797	6.402	-43,0%	-64,1%	-38,9%	
Biên lợi nhuận gộp	43,3%	44,9%	43,3%	40,8%	42,7%	40,0%	2,5 điểm %	2,2 điểm %	3,3 điểm %	
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	(1.090)	(753)	(1.672)	(1.335)	(1.440)	(2.262)	-18,4%	-47,7%	-26,1%	
LN hoạt động thuần	588	610	2.240	1.609	2.357	4.140	-63,4%	-74,1%	-45,9%	
Doanh thu tài chính	288	150	150	450	150	150	-36,0%	0,0%	0,0%	
Chi phí tài chính	(167)	(144)	(104)	(144)	(144)	(89)	15,8%	0,2%	16,3%	
Thu nhập khác	16	10	10	16	10	10	0,0%	0,0%	0,0%	
LN từ công ty liên kết	30	395	189	(14)	537	550	-318,8%	-26,4%	-65,6%	Chúng tôi dự phóng hoãn ghi nhận doanh thu Paragon Đại Phước trong 2023-24 do lo ngại khả năng được phê duyệt phát triển dự án trong thời gian tới.
LN sau thuế	616	921	2.111	1.596	2.515	4.068	-61,4%	-63,4%	-48,1%	
Lợi nhuận ròng	406	757	1.470	1.259	1.908	2.672	-67,8%	-60,3%	-45,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	3.877	3.036	9.028
Giá vốn hàng bán	(2.198)	(1.673)	(5.115)
Chi phí quản lý DN	(605)	(425)	(993)
Chi phí bán hàng	(485)	(328)	(679)
LN hoạt động thuần	588	610	2.240
EBITDA thuần	531	552	2.181
Chi phí khấu hao	58	58	59
LN HĐ trước thuế & lãi vay	588	610	2.240
Thu nhập lãi	288	150	150
Chi phí tài chính	(167)	(144)	(104)
Thu nhập ròng khác	16	10	10
TN từ các Cty LK & LD	30	395	189
LN trước thuế	755	1.021	2.486
Thuế	(139)	(100)	(374)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(211)	(164)	(641)
LN ròng	406	757	1.470
Thu nhập trên vốn	406	757	1.470
Cổ tức phổ thông	(115)	(115)	(115)
LN giữ lại	291	643	1.355

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	3.411	4.998	4.686
Đầu tư ngắn hạn	744	744	744
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.565	1.431	2.255
Hàng tồn kho	17.453	19.272	20.996
Các tài sản ngắn hạn khác	277	329	329
Tổng tài sản ngắn hạn	23.450	26.774	29.010
Tài sản cố định	87	76	65
Tổng đầu tư	933	933	933
Tài sản dài hạn khác	973	1.207	1.216
Tổng tài sản	25.444	28.990	31.225
Vay & nợ ngắn hạn	529	403	1.231
Phải trả người bán	375	286	873
Nợ ngắn hạn khác	6.015	9.542	9.656
Tổng nợ ngắn hạn	6.919	10.230	11.761
Vay & nợ dài hạn	2.815	2.365	1.365
Các khoản phải trả khác	1.679	1.578	1.323
Vốn điều lệ và	3.830	3.830	3.830
LN giữ lại	2.736	3.358	4.676
Vốn chủ sở hữu	9.221	9.844	11.163
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.809	4.973	5.614
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	25.444	28.990	31.225

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
LN trước thuế	755	1.021	2.486
Khấu hao	58	58	59
Thuế đã nộp	(139)	(100)	(374)
Các khoản điều chỉnh khác	(511)	(548)	(331)
Thay đổi VLB	248	1.299	(2.207)
LC tiền thuần HĐKD	412	1.730	(368)
Đầu tư TSCĐ	(6)	(7)	(7)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	273	555	349
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	267	548	342
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	0	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	(263)	(577)	(171)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(115)	(115)	(115)
LC tiền thuần HĐTC	(378)	(691)	(286)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3.112	3.411	4.998
LC tiền thuần trong năm	300	1.587	(312)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3.412	4.998	4.686

Các chỉ số cơ bản

	12-22E	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	10,5%	25,0%	16,3%
Vòng quay TS	0,16	0,11	0,30
ROAA	1,7%	2,8%	4,9%
Đòn bẩy tài chính	2,70	2,86	2,87
ROAE	4,5%	7,9%	14,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	50,7	58,3	31,7
Số ngày nắm giữ HTK	2.897,6	4.204,5	1.502,3
Số ngày phải trả tiền bán	62,3	62,3	62,5
Vòng quay TSCĐ	41,80	37,05	127,60
ROIC	2,3%	4,3%	7,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,4	2,6	2,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,7	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,6	0,5
Vòng quay tiền	2.886,0	4.200,5	1.471,5
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(25,5%)	(21,7%)	197,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(24,7%)	3,6%	267,3%
Tăng trưởng LN ròng	(62,1%)	86,7%	94,1%
Tăng trưởng EPS	(62,1%)	86,7%	94,1%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>