

CTCP Đầu tư Nam Long - NLG

Khả quan

Nội tại vững chắc nhờ phân khúc sản phẩm hợp lý

Giá mục tiêu (12T)

VND39.850

Bất động sản | CẬP NHẬT

Consensus*: Mua:6 Giữ:3 Bán:1

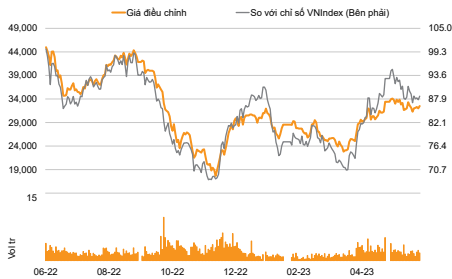
Giá mục tiêu / Consensus: 20,8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh dự báo LN ròng 2023-24 giảm 19,8%/39,0% so với dự phóng trước
- Điều chỉnh tăng giá mục tiêu 8,6% so với giá mục tiêu cũ

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND36.700
Giá thị trường	VND33.000
Cao nhất 52 tuần (VND)	44.350
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.650
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	80.402
Thị giá vốn (tỷ VND)	13.020
Free float	57%
Tỷ suất cổ tức	0,94%
P/E trượt (x)	25,6
P/B hiện tại (x)	1,44

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Xuân Quang	12,1%
Ibworth Pte. Ltd.	8,2%
CTCP Đầu tư Thái Bình	5,9%
Khác	73,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Trung Kiên

kien.trantrung@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng của NLG dù tăng 981% svck nhưng chỉ đạt 6,8 tỷ đồng trong Q1/23. Chúng tôi cho rằng điểm rơi LN của NLG sẽ vào nửa cuối năm 2023 nhờ đẩy mạnh bàn giao các sản phẩm và chuyển nhượng dự án.
- Chúng tôi điều chỉnh dự phóng LN ròng 2023/24 giảm 19,8%/39,0% so với dự phóng trước đó do những thay đổi trong hoạt động bàn giao BĐS.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 39.850 đồng/cp.

Bức tranh đối lập trong doanh thu và lợi nhuận ròng trong Q1/23

Trong Q1/23, NLG ghi nhận 235,1 tỷ đồng doanh thu (DT), giảm 60% svck từ bàn giao nhà tại dự án Southgate (24 căn Ehome, 17 căn Valora) và Akari (12 căn Flora), tuy nhiên LN ròng tăng 981% svck đạt 6,8 tỷ đồng nhờ đóng góp lớn từ lợi nhuận công ty liên kết thông qua bàn giao 413 căn tại dự án Mizuki Park, qua đó hoàn thành 1,1% dự phóng LN ròng năm 2023 của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điểm rơi LN của NLG sẽ vào nửa cuối 2023 nhờ bàn giao các sản phẩm thuộc dự án Southgate, Izumi, Mizuki và chuyển nhượng 25% cổ phần tại dự án Paragon Đại Phước trong nửa cuối năm 2023.

Thị trường BĐS vẫn còn nhiều thách thức nhưng khó khăn nhất đã qua

Chúng tôi nhận thấy ngành BĐS vẫn còn nhiều thách thức trong ngắn hạn do 1) rủi ro doanh nghiệp mất khả năng thanh toán vẫn ở mức cao, với giá trị đảo hạn trái phiếu đạt 66.000 tỷ đồng vào nửa cuối năm 2023, 2) mặt bằng lãi suất tuy giảm nhưng chưa đủ để hỗ trợ doanh nghiệp khiến DN khó tiếp cận vốn ưu đãi, 3) tâm lý thị trường vẫn còn lo ngại trong giai đoạn các nút thắt pháp lý chưa được giải quyết, dẫn đến nguồn cung mới vẫn ở mức thấp. Dù vậy chúng tôi tin rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua, thị trường đang có những tín hiệu tốt trong việc giải quyết các nút thắt trong nửa cuối năm 2023 và sẽ ấm dần lên từ năm 2024.

Điều chỉnh giảm dự phóng LN 2023-24 so với dự phóng cũ

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng DT nhưng giảm dự phóng LN ròng so với dự phóng cũ do điều chỉnh thời gian bàn giao các sản phẩm từ các dự án chính là Southgate, Mizuki và Izumi. DT tăng nhờ bàn giao nhiều sản phẩm hơn tuy nhiên LN ròng giảm vì các sản phẩm bàn giao phần lớn ở phân khúc trung cấp (Flora) có biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với phân khúc cao cấp (Valora). Chúng tôi điều chỉnh giảm LN ròng 2023/24 lần lượt là 19,8%/39,0% so với dự phóng trước, theo đó LN ròng 2023/24 đạt 607 tỷ đồng/896 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 9,2%/47,6% svck.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 39.850 đồng/cp

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 39.850 đồng/cp dựa trên phương pháp RNAV. NLG hiện đang giao dịch tại mức P/B 2023 là 1,0 lần, thấp hơn so với P/B trung bình 3 năm là 1,6 lần. NLG tiếp tục duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh vào cuối Q1/23 với tỷ lệ nợ ròng/VSCH ở mức 0,1 lần so với mức trung bình của các công ty có quy mô tương tự trong ngành là 0,6 lần. Tiềm năng tăng giá bao gồm việc pháp lý được khai thông và lãi suất giảm nhanh hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá: 1) tiến độ bàn giao, cấp phép xây dựng và 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	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.206	4.339	4.857	7.493
Tăng trưởng DT thuần	134,8%	(16,6%)	11,9%	54,3%
Biên lợi nhuận gộp	34,2%	45,7%	38,5%	43,5%
Biên EBITDA	32,9%	27,2%	23,5%	23,9%
LN ròng (tỷ)	1.071	556	607	896
Tăng trưởng LN ròng	28,3%	(48,1%)	9,2%	47,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	28,3%	(48,1%)	9,2%	47,6%
EPS cơ bản	2.796	1.453	1.586	2.341
EPS điều chỉnh	2.656	1.380	1.507	2.224
BVPS	23.316	23.474	24.659	26.622
ROAE	14,7%	6,2%	6,6%	9,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nội tại vững chắc nhờ phân khúc sản phẩm hợp lý

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 39.850 đồng/cp

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưu thích NLG do:

- 1) Nam Long sở hữu quỹ đất sạch với quy mô 681ha tính đến cuối Q1/23 và tiếp tục mở rộng quỹ đất ở các vị trí chiến lược để triển khai các dự án với đa dạng phân khúc tạo nguồn thu ổn định cho doanh nghiệp;
- 2) Sản phẩm đưa đến khách hàng tập trung ở phân khúc trung cấp gắn liền với nhu cầu thực ở, phù hợp với chiến lược kinh doanh trong giai đoạn thị trường suy yếu và tâm lý thận trọng của người mua nhà;
- 3) Chúng tôi dự phóng doanh số ký bán 2023 của NLG chỉ giảm nhẹ 11,8% svck đạt 8.970 tỷ đồng và tăng 10,5% svck đạt 9.910 tỷ đồng trong 2024 từ mở bán dự án Akari, Southgate, Mizuki, Izumi trong bối cảnh thị trường còn nhiều thách thức. Điều chỉnh dự phóng DT tăng trưởng lần lượt 11,9%/54,3% svck và LN ròng tăng trưởng 9,2%/47,6% svck giai đoạn 2023-24 nhờ bàn giao sản phẩm trung cấp từ dự án Southgate, Mizuki và Izumi.
- 4) Cơ cấu tài chính vững chắc với 1) dòng tiền ổn định từ các kỳ thanh toán của khách hàng, 2) hệ số Nợ/VCSH ở mức an toàn là 1,1 lần so với trung bình ngành là 1,5 lần và 3) tỷ trọng tiền và tương đương tiền cao ở mức 4.281 tỷ đồng, tương đương 15,7% tổng tài sản tính đến cuối Q1/23 so với đảo hạn nợ vay giai đoạn 2023-24 lần lượt là 2.000/1.500 tỷ đồng.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 39.850 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên mức 39.850 đồng/cp nhằm phản ánh:

- 1) Tiến độ của hai dự án trọng điểm Izumi City và Cần Thơ Nam Long II (điều chỉnh tăng định giá nhờ tiến độ pháp lý được cải thiện) của NLG đã có bước chuyển tích cực trong pháp lý;
- 2) Doanh số ký bán ổn định và chỉ giảm nhẹ trong giai đoạn 2023-24 do tập trung vào đẩy mạnh dòng sản phẩm Ehome của dự án Mizuki, Southgate VCD, Cần Thơ, Hải Phòng (dự kiến mở bán cuối năm 2023), dòng sản phẩm Flora của dự án Akari City và phần còn lại của dự án Mizuki;
- 3) Chúng tôi duy trì giả định WACC ở mức 14% (bằng với mức giả định lần cập nhật trước) nhằm phản ánh những khó khăn của ngành BĐS vẫn còn hiện hữu và tăng tính thận trọng trong phương pháp định giá dù cho chi phí sử dụng vốn đã giảm.

NLG hiện đang giao dịch tại mức P/B là 0,97 lần, thấp hơn 39% so với P/B trung bình 3 năm là 1,59 lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức P/B hấp dẫn cho doanh nghiệp có sức khỏe tài chính lành mạnh, phân khúc sản phẩm phù hợp với nhu cầu thị trường và có nhiều “cửa để dành” với năng lực hiện thực hóa đã được chứng minh. Tiềm năng tăng giá đến từ pháp lý được khai thông và thị trường giao dịch ấm lên nhanh hơn dự báo. Rủi ro giảm giá gồm 1) tiến độ bàn giao, cấp phép xây dựng và 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 doanh nghiệp trong cùng ngành

Công ty	Mã	Giá	Giá	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)			P/B (lần)		EPS 3 năm	ROE (%)		Nợ ròng/VCSH tại Q1/23 (%)	
		hiện tại	mục tiêu			Tr. USD	Trượt 12T	2023	2024	Hiện tại		2023	2024		Tăng trưởng kép
BDS nhà ở, nghỉ dưỡng															
Vinhomes	VHM VN	56.500	82.000	Khả quan	10.382	6,8	8,0	7,4	1,6	1,4	1,2	(0,4)	18,6	18,5	19,4
Novaland	NVL VN	14.850	KKN	KKN	1.222	41,0	N/A	N/A	0,8	0,8	0,8	11,2	(1,8)	(3,4)	128,9
Phát Đạt	PDR VN	17.000	KKN	KKN	482	12,8	N/A	N/A	1,4	N/A	N/A	38,7	N/A	N/A	39,3
Khang Điền	KDH VN	30.400	30.000	Trung lập	920	23,2	23,1	16,0	1,9	1,7	1,6	(6,9)	10,7	14,2	42,4
Nam Long	NLG VN	33.000	39.850	Khả quan	535	25,6	20,9	19,0	1,4	1,4	1,3	(16,1)	6,6	9,1	10,1
Đất Xanh	DXG VN	15.300	12.700	Trung lập	394	N/A	44,9	35,1	1,0	1,0	1,0	53,1	6,2	9,6	37,2
Trung Bình						21,9	24,2	19,4	1,4	1,3	1,2	13,3	8,1	9,6	46,2
Trung Vị						22,5	23,1	19,0	1,4	1,3	1,2	11,2	7,3	9,6	38,3

*Dữ liệu cập nhật tại ngày 04/07/2023.

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá cổ phiếu

Tên dự án	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Phương pháp	Chú thích
Southgate	2.532	DCF	
Waterpoint	3.192	So sánh	Tiếp tục duy trì chiết khấu 20% do chưa có sự cải thiện tiến độ pháp lý.
Mizuki Park	1.129	DCF	
Cần Thơ	779	DCF	Điều chỉnh tăng nhờ pháp lý được cải thiện, dự kiến mở bán vào cuối Q4/2023.
Akari	1.208	DCF	
Hải Phòng	563	DCF	
Izumi City	9.881	DCF	Điều chỉnh tăng nhờ pháp lý được cải thiện, dự kiến mở bán trở lại vào nửa cuối 2024.
Khác	593	BV	
Tổng Cộng:	19.877		
Tiền và tương đương tiền	4.281		
Tài sản khác	2.578		Gồm 2.104 tỷ đầu tư vào công ty liên kết và công ty liên doanh.
Trừ:			
Tổng nợ vay	5.605		
Nợ phải trả khác	60		
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.111		
RNAV	16.960		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ)	383		
Chiết khấu RNAV	10%		Giảm chiết khấu từ 15% xuống còn 10% nhờ pháp lý dự án trọng điểm Izumi, dự án Cần Thơ được cải thiện và thị trường đã qua giai đoạn khó khăn nhất.
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	39.850		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kết quả kinh doanh (KQKD) Q1/23: LN ròng ở mức thấp nhưng vẫn tăng mạnh do nền thấp của cùng kỳ năm trước

Hình 3: So sánh KQKD Q1/23 với Q1/22

	Q1/23	Q1/22	Thay đổi %	So với dự báo 2023	Chú thích
Doanh thu (tỷ đồng)	235,1	587,4	-60,0%	4,8%	
Bàn giao, chuyển nhượng BĐS	175,0	542,9	-67,8%		NLG ghi nhận bàn giao tại Ehome Southgate (24 căn, tương đương 27 tỷ đồng), Valora Southgate (17 căn, tương đương 107 tỷ đồng), Flora Akari (12 căn, tương đương 30 tỷ đồng).
Cung cấp dịch vụ, xây dựng	51,1	44,6	14,7%		
Doanh thu khác	9,0	5,1	76,5%		
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	159,7	250,1	-36,1%		
Biên lợi nhuận gộp	67,9%	42,6%	+25 điểm %		Nhờ bàn giao nhà thuộc phân khúc cao cấp với biên lợi nhuận gộp cao là Valora chiếm tỷ trọng lớn chiếm 107 tỷ trên 175 tỷ doanh thu.
Chi phí bán hàng	37,1	59,2	-37,3%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	141,3	134,5	5,1%		
Doanh thu tài chính	45,8	23,5	94,9%		
Chi phí tài chính	76,5	38,7	97,7%		Mặt bằng lãi suất tăng cao cùng nợ tăng trong kỳ gồm 940 tỷ nợ vay ngắn hạn và 1.447 tỷ nợ vay dài hạn khiến chi phí tài chính tăng cao.
Lợi nhuận từ công ty liên kết	78,3	0,0	-		Phần lớn đến từ bàn giao 413 căn nhà thuộc dự án Mizuki Park thuộc công ty liên kết.
Lợi nhuận hoạt động thuần	28,8	41,2	-30,1%		
Thu nhập khác	5,6	3,0	86,7%		
LN trước thuế	34,4	44,2	-22,2%		
LNST	16,2	32,7	-50,4%		
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6,8	0,6	980,2%	1,1%	Lợi nhuận Q1/23 thấp vì các dự án chủ yếu bàn giao vào cuối năm.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

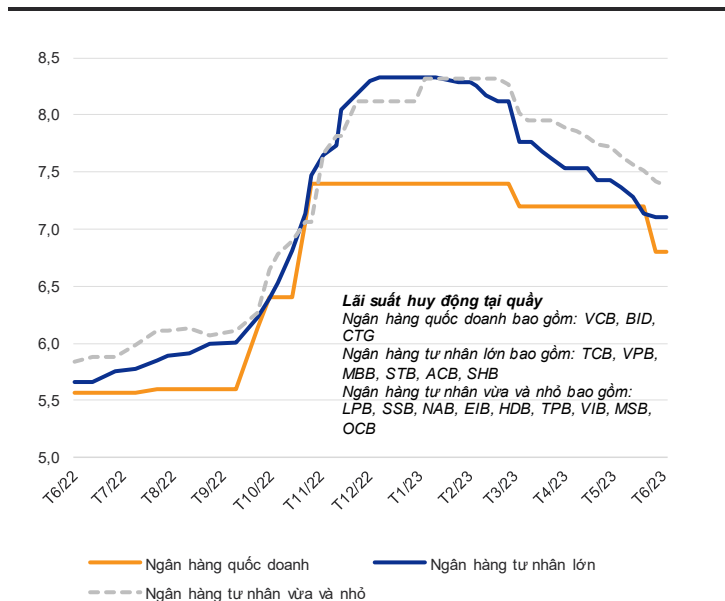
Triển vọng kinh doanh năm 2023-24: Nội lực đủ mạnh để vượt qua khó khăn

Thị trường BĐS dù còn nhiều thách thức nhưng giai đoạn khó khăn nhất đã qua

Chúng tôi nhận thấy ngành BĐS vẫn còn nhiều thách thức trong ngắn hạn khi: 1) rủi ro doanh nghiệp mất khả năng thanh toán vẫn ở mức cao, với giá trị đáo hạn trái phiếu đạt 66.000 tỷ đồng vào nửa cuối năm 2023; 2) mặt bằng lãi suất tuy giảm nhưng vẫn chưa đủ để hỗ trợ cả phía doanh nghiệp và người mua nhà; 3) đồng thời tâm lý thị trường còn lo ngại với các nút thắt pháp lý vẫn còn kéo dài dẫn đến nguồn cung mới vẫn bị thắt chặt. Dù vậy những khó khăn lớn nhất của thị trường đã đi qua và nửa cuối 2023 trở đi sẽ là lúc tháo gỡ những nút thắt tồn đọng trước khi mặt bằng lãi suất điều chỉnh giảm mang đến những bước chuyển tích cực cho toàn ngành.

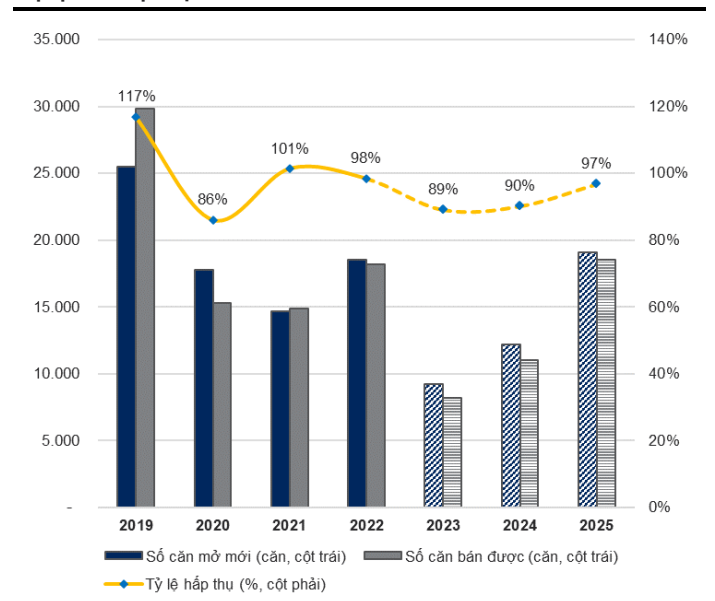
Mặt bằng lãi suất dù đang trong xu hướng điều chỉnh giảm nhưng vẫn đang duy trì ở nền cao và chưa thực sự hỗ trợ cho các DN phát triển bất động sản cũng như là người mua nhà. Vì vậy khả năng hấp thụ của thị trường vẫn ở mức thấp khi khối lượng giao dịch của thị trường chưa có sự cải thiện đặc biệt các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp mang nhiều tính đầu tư hơn. Ở chiều ngược lại phân khúc vừa túi tiền gắn liền với nhu cầu thực ở của người mua nhà vẫn chịu áp lực về nguồn cung.

Hình 5: Lãi suất huy động 12 tháng của các nhóm ngân hàng (%)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Dự báo số căn mở bán mới, số căn bán được và tỷ lệ hấp thụ tại khu vực Tp.HCM



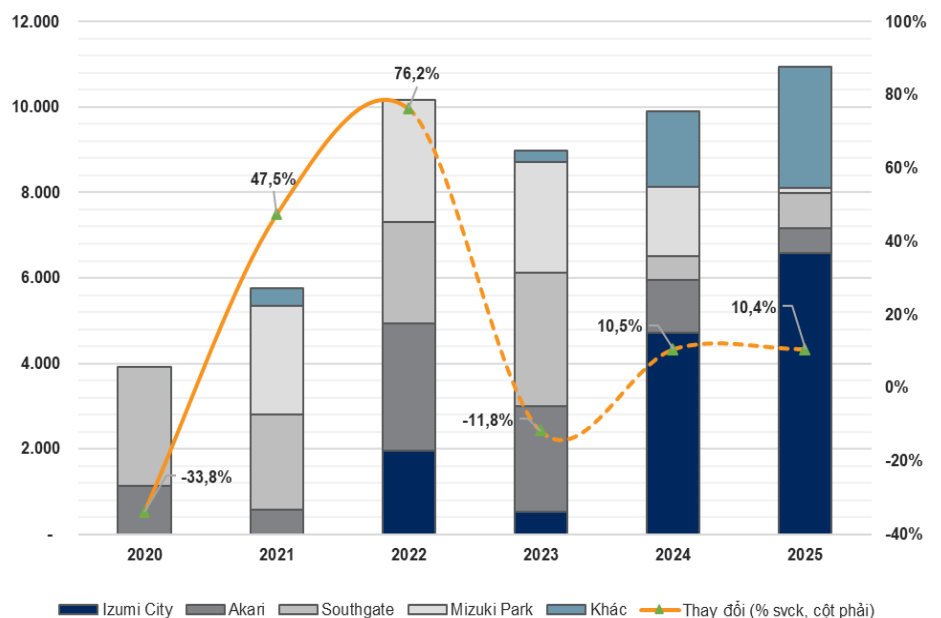
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Tình trạng cung cầu mất cân đối, đặc biệt ở phân khúc bình dân và phân khúc “vừa túi tiền” với sự thiếu hụt nguồn cung càng thể hiện rõ nét hơn. Hiện trạng này vẫn chưa được tháo gỡ khi các vấn đề pháp lý nhà đất vẫn còn chông chéo và trì hoãn kéo dài. Vì vậy những doanh nghiệp có quỹ đất sạch, sản phẩm hướng đến nhu cầu thực và có chính sách hỗ trợ khách hàng phù hợp sẽ là điểm sáng trong bối cảnh thị trường còn nhiều thách thức.

Chúng tôi đánh giá cao phân khúc sản phẩm của NLG

NLG hướng tới phát triển các sản phẩm phù hợp túi tiền thuộc phân khúc bình dân, có khả năng hấp thụ tốt nhờ nhu cầu ở thực so với các sản phẩm cao cấp và đất nền vùng ven mang nhiều mục đích đầu tư. Với tỷ lệ hấp thụ các đợt mở bán từ 2019-2022 đều đạt trên 90%, đồng thời với thực trạng nguồn cung mới của thị trường bị hạn chế do tình trạng pháp lý chậm trễ, thủ tục chông chéo và chưa có sự đồng nhất giữa các cơ quan ban ngành. Nhờ vậy NLG nổi lên giữa các DN BĐS cùng ngành nhờ sở hữu lượng lớn quỹ đất sạch cùng chiến lược kinh doanh linh hoạt phù hợp với bối cảnh thị trường với chính sách hỗ trợ người mua nhà phù hợp. Trong năm 2023, chiến lược được đưa ra tại ĐHĐCĐ 2023 cho thấy NLG sẽ ưu tiên tập trung nguồn vốn triển khai dự án gắn liền với nhu cầu thực ở của khách hàng gồm Akari City, Mizuki Park, Southgate, Cần Thơ.

Hình 7: Giá trị ký bán 2023-25 dự báo suy giảm do thu nhập và tình hình kinh tế suy yếu ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu nhà ở (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Với nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu nhà ở luôn thường trực trên thị trường, chúng tôi tin rằng NLG tiếp tục duy trì tỷ lệ hấp thụ cao trên 80% với các sản phẩm được ký bán mới trong năm 2023. Trong đó doanh số ký bán năm 2023 chủ yếu đến từ mở bán: dòng sản phẩm Ehome của dự án Mizuki Park, Southgate (Waterpoint – Vàm Cỏ Đông) và Cần Thơ, Hải Phòng (dự kiến mở bán cuối năm 2023); dòng sản phẩm Flora của dự án Akari City (mở bán block AK10) và phần còn lại của dự án Mizuki Park; đối với sản phẩm nhà thấp tầng Valora sẽ mở bán 256 sản phẩm của phân khu The Pearl của dự án Waterpoint (mở bán vào quý 3 – 4 năm 2023).

Bước sang giai đoạn 2024-25 tập trung mở bán các sản phẩm của dự án Izumi City (tập trung vào cuối 2024 trở đi) và phần còn lại của các dự án hiện hữu gồm: Akari City, Waterpoint, Mizuki Park và các dự án khác.

Hình 8: 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%	170,0								
Waterpoint Southgate	Bến Lức, Long An	Khu đô thị	60%	165,0								
Akari	Bình Tân, TP.HCM	Flora	50%	8,8								
Mizuki	Bình Chánh, TP.HCM	Valora	50%	26,2								
		Flora										
Waterpoint VCD	Bến Lức, Long An	Khu đô thị	92%	190,0								
Đại Phước	Đồng Nai	Khu đô thị	75%	45,0								
Hải Phòng	Thủy Nguyên, Hải Phòng	Ehomes	50%	21,0								
		Valora										
Nam Long 2	Cần Thơ	Ehomes	100%	43,0								
		Valora										

(* 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.

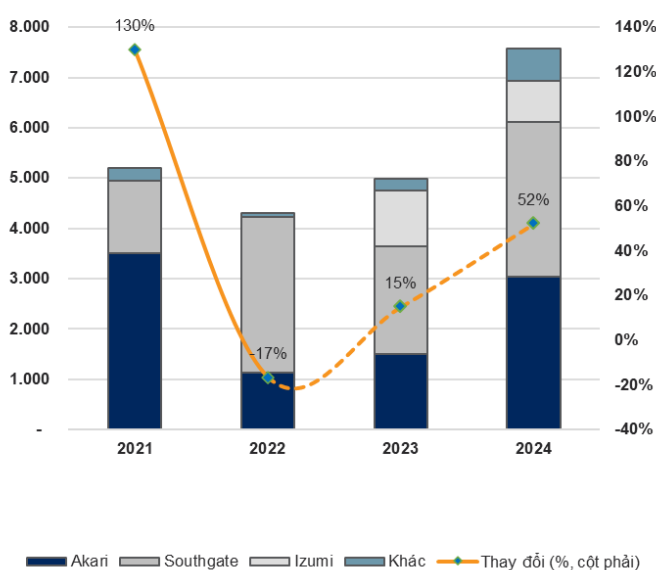
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhiều nguồn lợi nhuận hỗ trợ triển vọng kinh doanh năm 2023-24

Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của NLG đạt 4.857 tỷ đồng (+11,9% svck) nhờ đóng góp chính từ bàn giao các sản phẩm thuộc dự án Southgate, Akari và Izumi. Biên lợi nhuận gộp đạt 38,5% so với mức 45,7% ở năm 2022, phản ánh các dự án được bàn giao phần lớn ở khúc trung cấp (Flora) với biên lợi nhuận thấp hơn so với phân khúc cao cấp hơn (Valora) và khoảng hơn 230 tỷ đồng từ doanh thu hoạt động tài chính thông qua chuyển nhượng 25% dự án Paragon Đại Phước. Qua đó, chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2023 đạt 606 tỷ đồng (+9,2% svck).

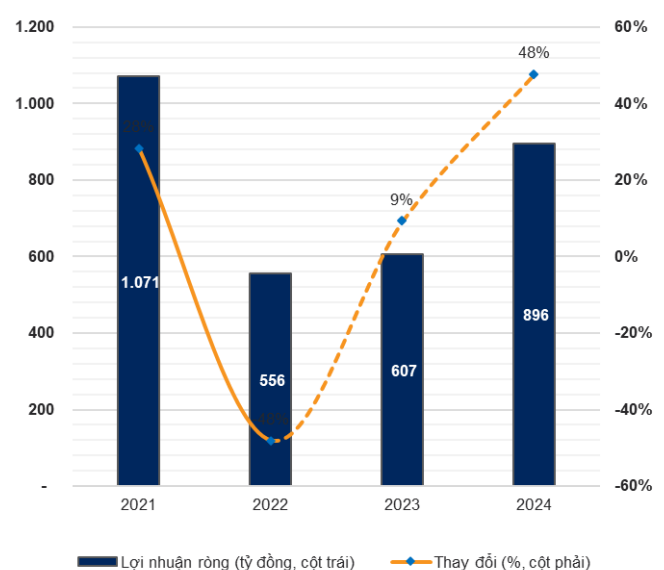
Đối với năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu của NLG đạt mức 7.493 tỷ đồng (+54,3% svck) từ đóng góp chính nhờ bàn giao sản phẩm thuộc dự án Southgate, Akari, Izumi và sản phẩm Ehome thuộc phân khúc bình dân của các dự án khác gồm dự án Cần Thơ và Hải Phòng với LN ròng 2024 ước tính đạt 896 tỷ đồng (+47,6% svck).

Hình 9: Dự báo doanh thu giai đoạn 2023 - 2024 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-24 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

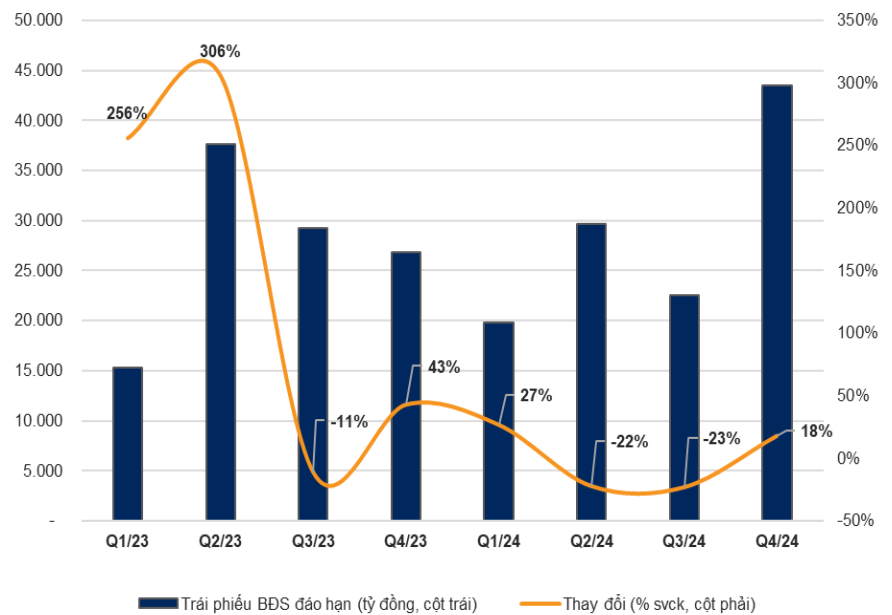
NLG tiếp tục duy trì vị thế tài chính lành mạnh

Áp lực đáo hạn trái phiếu gia tăng trong các quý còn lại của năm 2023, đỉnh điểm là nửa cuối năm 2023 với giá trị ước tính đạt 66.000 tỷ đồng đang cận kề. Điều này tác động lớn tới các doanh nghiệp BĐS khi mặt bằng lãi suất chưa được cải thiện đáng kể và khả năng tiếp cận nguồn vốn khó khăn dẫn đến thách thức lớn đến hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành.

NLG nổi bật vì duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh với rủi ro thanh khoản không đáng kể với tỷ lệ Nợ ròng/VCSH duy trì ở mức thấp chỉ ở mức 10% so với trung bình ngành là 57%-61%, cùng khoản tiền và tương đương tiền của NLG là 4.281 tỷ, chiếm 15,7% trên tổng tài sản. NLG có cơ cấu nguồn vốn an toàn với tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản là 21% so với trung bình ngành là 25%-27% điều này có được nhờ vào chiến lược hợp tác với đối tác nước ngoài cùng thực hiện các dự án lớn nhờ đó duy trì đòn bẩy tài chính ở mức thấp. Vì thế NLG có năng lực hơn để hỗ trợ khách hàng mua nhà và tránh được các áp lực thanh toán ngắn hạn, cùng với năng lực triển khai các dự án đúng tiến độ trên quỹ đất sạch qua đó nhận được nguồn tiền từ các sản phẩm bàn giao cho khách hàng.

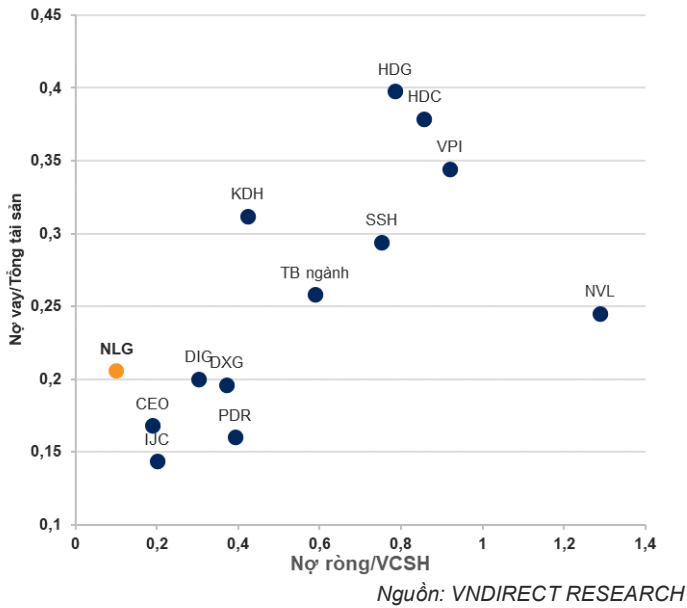
Vì vậy, dù giá trị lượng hàng tồn kho của NLG tăng mạnh qua các năm nhưng với giá trị doanh số ký bán mới cũng tăng theo giúp NLG không chịu áp lực về giải phóng hàng tồn kho. Do đó, chúng tôi tin rằng trong bối cảnh thị trường còn nhiều khó khăn nhưng với tiềm lực tài chính lành mạnh NLG sẽ vững vàng vượt qua trước khi chuyển mình để tăng trưởng mạnh mẽ trong bối cảnh thị trường dần thuận lợi hơn.

Hình 11: Áp lực đáo hạn trái phiếu tăng cao của các DN ngành BĐS (tỷ đồng)

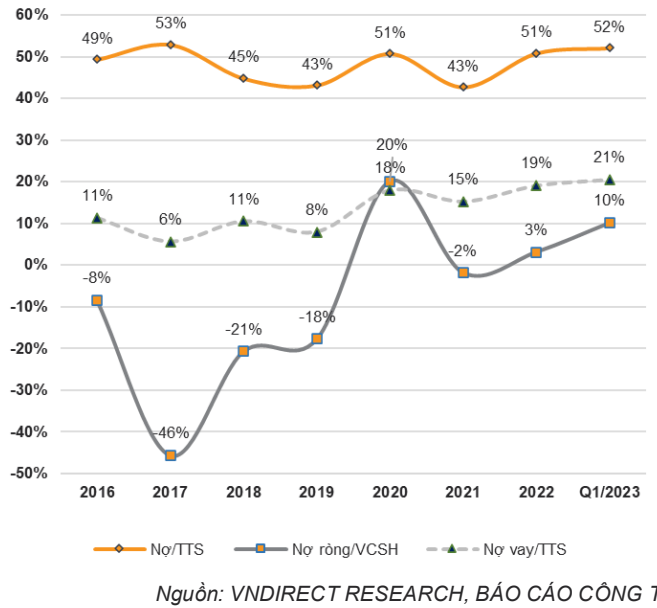


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ƯỚC TÍNH VNDIRECT

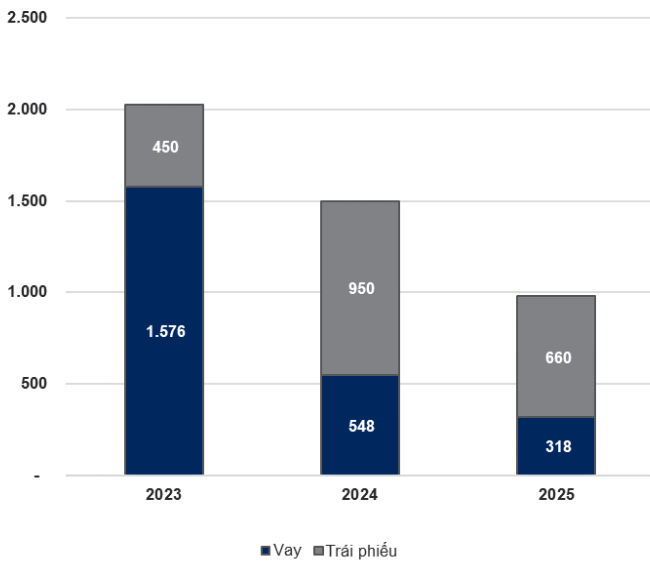
Hình 12: Cơ cấu tài chính lành mạnh của NLG so với các DN BĐS (lần)



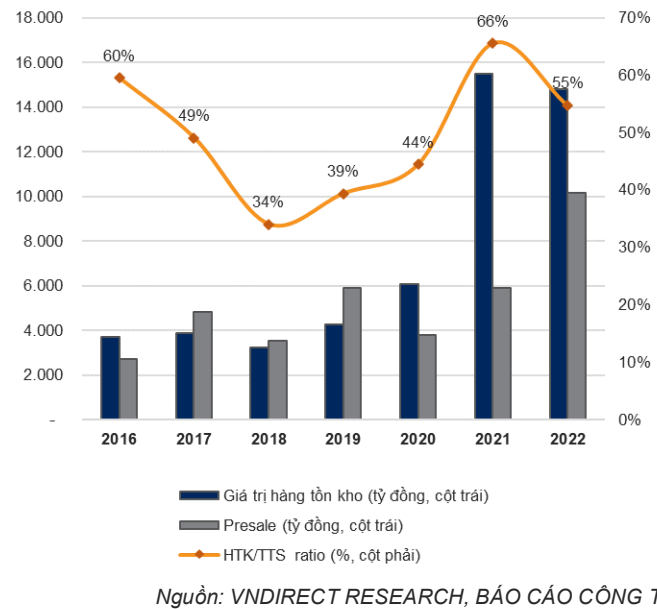
Hình 13: Hệ số đòn bẩy của NLG duy trì mức thấp so với cuối Q1/23



Hình 14: Nợ đáo hạn của NLG phân bổ giai đoạn 2023-25 (tỷ đồng)



Hình 15: Giá trị ký bán tăng đồng pha với giá trị hàng tồn kho



Các dự án chính NLG được triển khai giai đoạn 2023-2025

Hình 16: Phân khu Aquarina, Ehome Southgate GD 2 (đã cất nóc), Ehome Southgate GD (đang thi công móng)...



- Vị trí: Nằm ngay điểm đầu đường cao tốc Bến Lức – Long Thành nối thẳng sân bay quốc tế Long Thành. Thuận lợi kể 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

Hình 17: Dự án Mizuki: Phân khu MP9-10 đã được cất nóc và Flora Panorama đang thi công, kỳ vọng bàn giao đúng kế hoạch Q3/23



- Vị trí: Tọa lạc trên đại lộ Nguyễn Văn Linh, Bình Chánh, Tp.HCM rộng 120m gồm 10 làn xe nối 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

Hình 18: Dự án Akari City: Triển khai thi công giai đoạn 2 dự kiến bàn giao Q4/23



- Vị trí: Tọa lạc trên đại lộ Võ Văn Kiệt, Bình Tân, Tp.HCM, trục đường huyết mạch của thành phố nối 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 phát triển: Giai đoạn 1: Q4/21, giai đoạn 2: Q3/23, giai đoạn 3: Q3/24

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Dự án Izumi: Phân khu thấp tầng 1A1 (đã hoàn thành cốt nóc) bàn giao sản phẩm đã mở bán trong 2022, tạm dừng mở bán mới trong năm 2023 và sẽ mở bán trở lại ở nửa cuối 2024



- 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 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
- Thời gian bàn giao: 2023-26

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

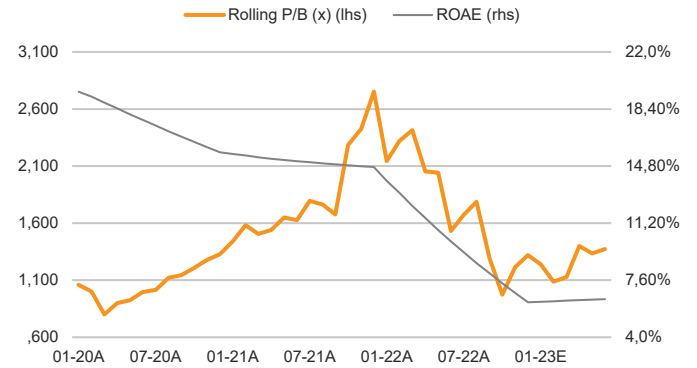
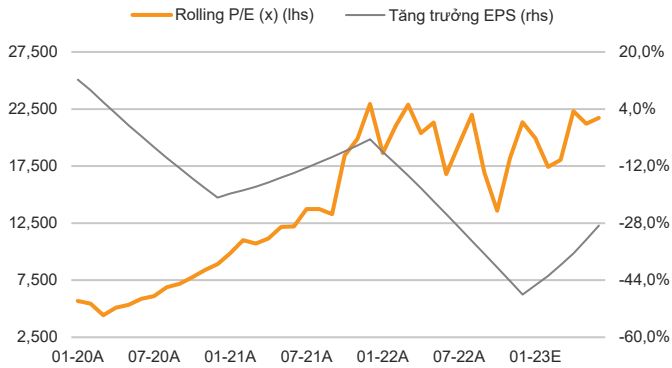
Điều chỉnh dự phóng 2023-25

Hình 20: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2023-25

	Mới			Cũ		Thay đổi		Chú thích
	2023	2024	2025	2023	2024	2023	2024	
Doanh thu thuần	4.857	7.493	11.766	3.036	9.028	60,0%	-17,0%	Chúng tôi điều chỉnh ghi nhận doanh thu bàn giao dự án Izumi City phân khu 1A1 vào năm 2023 do bàn giao sớm hơn dự kiến.
Lợi nhuận gộp	1.871	3.261	5.364	1.363	3.912	32,4%	-24,7%	
Biên lợi nhuận gộp	38,5%	43,5%	45,6%	44,9%	43,3%	-6,4% điểm %	+0,2% điểm %	Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận giảm 6,4% dự án được bàn giao 2023 chủ yếu ở phân khúc trung cấp có BLN thấp.
CPBH & QLDN	(1.328)	(1.763)	(2.799)	(753)	(1.672)	76,4%	5,5%	
LN hoạt động thuần	543	1.497	3.045	610	2.240	-11,1%	-33,2%	
Doanh thu tài chính	150	150	150	150	150	0,0%	0,0%	
Chi phí tài chính	(247)	(192)	(291)	(144)	(104)	71,5%	84,6%	
Thu nhập khác	20	20	20	10	10	100,0%	100,0%	
LN từ công ty liên kết	503	199	30	395	189	27,3%	5,3%	
LN sau thuế	914	1.444	2.205	931	2.111	-1,9%	-31,6%	
Lợi nhuận ròng	607	896	1.524	757	1.470	-19,8%	-39,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	4.339	4.857	7.493
Giá vốn hàng bán	(2.355)	(2.986)	(4.231)
Chi phí quản lý DN	(644)	(729)	(824)
Chi phí bán hàng	(511)	(599)	(940)
LN hoạt động thuần	829	544	1.497
EBITDA thuần	794	478	1.431
Chi phí khấu hao	36	66	67
LN HĐ trước thuế & lãi vay	829	544	1.497
Thu nhập lãi	386	150	150
Chi phí tài chính	(199)	(247)	(192)
Thu nhập ròng khác	29	10	10
TN từ các Cty LK & LD	25	503	199
LN trước thuế	1.070	960	1.664
Thuế	(204)	(45)	(221)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(309)	(307)	(547)
LN ròng	556	607	896
Thu nhập trên vốn	556	607	896
Cổ tức phổ thông	(115)	(115)	(115)
LN giữ lại	441	492	782

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	3.773	3.330	3.552
Đầu tư ngắn hạn	987	987	987
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.570	4.354	4.283
Hàng tồn kho	14.830	18.096	20.463
Các tài sản ngắn hạn khác	559	559	539
Tổng tài sản ngắn hạn	23.720	27.326	29.824
Tài sản cố định	179	159	138
Tổng đầu tư	2.136	2.136	2.136
Tài sản dài hạn khác	1.049	1.286	1.199
Tổng tài sản	27.085	30.907	33.297
Vay & nợ ngắn hạn	1.804	1.830	2.334
Phải trả người bán	981	996	1.411
Nợ ngắn hạn khác	6.065	9.544	10.412
Tổng nợ ngắn hạn	8.851	12.370	14.157
Vay & nợ dài hạn	3.375	2.925	2.475
Các khoản phải trả khác	1.543	1.536	1.290
Vốn điều lệ và	3.841	3.830	3.830
LN giữ lại	2.493	2.958	3.709
Vốn chủ sở hữu	8.990	9.444	10.195
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.325	4.632	5.179
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	27.085	30.907	33.297

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	1.070	960	1.664
Khấu hao	36	66	67
Thuế đã nộp	(211)	(45)	(221)
Các khoản điều chỉnh khác	(407)	(763)	(339)
Thay đổi VLĐ	(1.519)	(776)	(1.239)
LC tiền thuần HKKD	(1.031)	(559)	(67)
Đầu tư TSCĐ	(73)	(8)	(9)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	525	663	359
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	452	655	350
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	187	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	3.595	0	54
Dòng tiền từ HĐTC khác	(2.021)	(424)	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(521)	(115)	(115)
LC tiền thuần HĐTC	1.241	(539)	(61)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3.112	3.773	3.330
LC tiền thuần trong năm	662	(443)	222
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3.773	3.331	3.552

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	12,8%	12,5%	12,0%
Vòng quay TS	0,17	0,17	0,23
ROAA	2,2%	2,1%	2,8%
Đòn bẩy tài chính	2,83	3,15	3,27
ROAE	6,2%	6,6%	9,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	110,2	132,5	50,9
Số ngày nắm giữ HTK	2.298,6	2.212,0	1.770,0
Số ngày phải trả tiền bán	152,1	121,7	122,0
Vòng quay TSCĐ	31,26	28,69	50,40
ROIC	3,0%	3,2%	4,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,7	2,2	2,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	0,7	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,3	0,3
Vòng quay tiền	2.256,7	2.222,8	1.698,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(16,6%)	11,9%	54,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	6,2%	(34,5%)	175,5%
Tăng trưởng LN ròng	(48,1%)	9,2%	47,6%
Tăng trưởng EPS	(48,1%)	9,2%	47,6%

Nguồn: VNDIRECT 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.

Chu Đức Toàn – Trưởng phòng

Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Trần Trung Kiên – Chuyên viên Phân tích

Email: kien.trantrung@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>