

CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)

KHẢ QUAN

Trần Minh Đức
Chuyên viên

Báo cáo lần đầu Bất động sản

Giá hiện tại	20.600
Cổ tức tiền mặt	17.800
TL tăng	15,7%
Lợi suất cổ tức	1,7%
Tổng lợi nhuận	17,4%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	111,43 triệu
GTGD trung bình 30 ngày	0,03 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	44,0%
Room tối đa cho khối ngoại	49,0%
SL cổ phiếu lưu hành	134 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	134 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	20.600
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	16.600

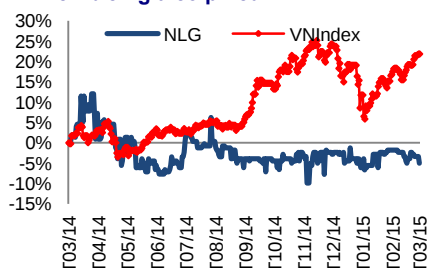
Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT & vợ	19,9%
HĐQT & những người liên quan	16,3%
ASPL	12,9%
IFC	7,3%
Goldman Sachs	7,2%
Khác	36,5%

Mô tả công ty

NLG có hơn 20 năm kinh nghiệm, là một trong những chủ đầu tư BĐS hàng đầu ở Việt Nam. Sở hữu quỹ đất 567ha, NLG tập trung vào phân khúc nhà giá bình dân với thương hiệu Ehome nổi tiếng. Ngoài việc có chiến lược và kế hoạch phát triển rõ ràng, NLG cũng đang đẩy mạnh thu hút của cổ đông nước ngoài uy tín như IFC, Goldman Sachs, ASPL, Mekong Capital...

Diễn biến giá cổ phiếu



Lựa chọn đúng đắn vào phân khúc căn hộ và nhà phố bình dân

- Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu dành cho CTCP Đầu tư Nam Long (NLG) với khuyến nghị **KHẢ QUAN** và giá mục tiêu 20.600 đồng (TL tăng 17,4%).
- Kể từ khi chúng tôi đưa ra báo cáo gần đây nhất, NLG đã cải thiện tình hình tài chính bằng cách huy động vốn từ các nguồn được đánh giá cao như International Finance Corp, một thành viên của Ngân hàng Thế giới, cho phép công ty đẩy nhanh tiến độ bán hàng tại các dự án chung cư cho người thu nhập thấp E-home và điều chỉnh cơ cấu công ty.
- Trong năm 2015, NLG sẽ tung ra hai dự án mới là Camellia Garden và Ehome 6. Các dự án mới này sẽ được phát triển dựa trên các ý tưởng nhà phố và Ehome đã thành công trước đây của công ty.
- Dự án Waterpoint Township của NLG tại tỉnh Long An, do đòi hỏi vốn lớn, cùng với thanh khoản thấp của cổ phiếu NLG vẫn là các rủi ro lớn nhất khi đầu tư vào NLG

Giả định bán căn hộ nhanh hơn và gia tăng giá bán trung bình (ASP) cho các dự án Ehome. Trong năm 2014, NLG đã bán được 1.432 căn hộ tại Ehome 3, 4, 5 - chiếm 80% tổng số căn hộ Ehome được đưa ra thị trường trong cả năm. Kể từ khi mở bán, 54% căn hộ tại Ehome 3, 47% Ehome 4 và 62% căn hộ Ehome 5 đã được bán. Con số này nhanh hơn so với dự kiến của chúng tôi. ASP của các dự án Ehome đã tăng 5%, khiến chúng tôi phải gia tăng tốc độ bán giả định cũng như ASP cho các căn hộ từ các dự án này.

Kế hoạch mở bán năm 2015. Đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ vào ngày 14/2 đã giúp cho NLG có thêm 22 triệu USD để xúc tiến đầu tư vào dự án Ehome 5, 6 và Camellia Garden. Sẽ có 2.223 căn hộ Ehome mới, 312 căn hộ Nam Long Home và 102 lô đất được mở bán, đưa tổng doanh số lên mức 2.853 tỷ đồng, với mức 1.730 đồng mà chúng tôi ước tính sẽ được ghi nhận vào doanh thu trong năm 2015.

Triển vọng năm 2015. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận ròng sau thuế (NPAT) và thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) sẽ lần lượt là 104%, 132% và 99%. Biên lợi nhuận sau thuế sẽ tăng trưởng ổn định do a) Chi phí bán hàng, tổng hợp và hành chính (SG&A) tính theo % doanh thu dự kiến sẽ giảm từ 23% còn 15% do quy mô nền kinh tế đang gia tăng; b) lợi nhuận cao hơn trực tiếp cho các cổ đông thay vì cổ đông thiểu số sau khi hợp nhất 3 công ty con. PER năm 2015 ước tính ở mức 10,8 lần dựa theo mức EPS pha loãng hoàn toàn 1.650 đồng.

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	602	867	1.773	2.231	2.707
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	21	95	221	298	492
Biên LN gộp (%)	38%	35%	30%	31%	35%
Biên LN từ HĐ (%)	14,2%	12,2%	15,8%	17,8%	23,6%
Biên LN ròng sau thuế (%)	3,5%	10,9%	12,5%	13,4%	18,2%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	222	831	1.650	2.227	3.676
Tăng trưởng EPS (%)	-29,3%	274,8%	98,6%	35,0%	65,0%
GTĐN / EBITDA	25,5	26,2	8,7	6,7	4,2
Giá CP / ĐTTĐ, theo giá thị trường	N/A	0,0	14,2	2,6	3,0
PE theo giá thị trường	98,3	26,2	10,8	8,0	4,8
PB theo giá thị trường	0,7	1,5	1,1	1,0	0,8
ROA	1,1%	2,8%	5,2%	5,9%	9,0%
ROE	2,2%	5,8%	10,8%	13,2%	18,7%
Nợ/CSH	48,6%	31,1%	44,1%	47,2%	31,2%

Lưu ý: LN ròng sau thuế = LN ròng sau thuế và sau lợi ích cổ đông thiểu số

Báo cáo Tài chính

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
KQLN					
Doanh thu thuần	602	867	1.773	2.231	2.707
- Giá vốn hàng bán	-370	-563	-1.235	-1.539	-1.769
Lợi nhuận gộp	231	304	538	692	938
- Chi phí bán hàng	-35	-71	-108	-133	-125
- Chi phí quản lý DN	-111	-127	-150	-162	-173
LN thuần HDKD	85	106	280	397	640
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-1	-4	0	0	0
- Lợi nhuận khác	1	48	25	0	0
EBIT	86	150	305	397	640
- Chi phí lãi vay	-30	-11	-16	-17	-18
Lợi nhuận trước thuế	56	139	289	379	622
- Thuế TNDN	-21	-36	-64	-76	-124
LNST	34	103	225	304	498
- Lợi ích CĐ thiểu số	-13	-8	-4	-5	-6
LN ròng	21	95	221	298	492
EBITDA	90	155	309	402	646
SL CP lưu hành (triệu)	96	134	134	134	134
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	96	134	134	134	134
EPS	222	831	1.650	2.227	3.676
EPS pha loãng hoàn toàn	222	831	1.650	2.227	3.676

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	30,3%	44,1%	104,5%	25,9%	21,3%
Tăng trưởng LN HDKD	12,7%	24,3%	164,2%	41,8%	61,2%
Tăng trưởng EBIT	-36,5%	75,2%	102,9%	30,3%	61,2%
Tăng trưởng EPS	-29,3%	274,8%	98,6%	35,0%	65,0%
Khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	38,5%	35,1%	30,3%	31,0%	34,6%
Biên LN từ HĐ %	14,2%	12,2%	15,8%	17,8%	23,6%
EBIT %	14,2%	17,3%	17,2%	17,8%	23,6%
EBITDA %	15,0%	17,9%	17,4%	18,0%	23,9%
Biên LN ròng %	3,5%	11,0%	12,5%	13,4%	18,2%
ROE %	2,2%	5,8%	10,8%	13,2%	18,7%
ROA %	1,1%	2,8%	5,2%	5,9%	9,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	2246,5	1611,8	869,3	881,4	772,1
Số ngày phải thu	117,8	63,6	51,5	72,2	73,4
Số ngày phải trả	95,0	62,2	33,3	33,7	29,6
TG luân chuyển tiền	2459,2	1737,6	954,1	987,4	875,1
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,3	2,2	2,1	2,4
CS thanh toán nhanh	0,3	0,5	0,5	0,4	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,3	0,1	0,1	0,4
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
Nợ/Vốn CSH	0,5	0,3	0,4	0,5	0,3
Khả năng thanh toán lãi vay	2,9	13,9	19,2	22,8	36,5

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Bảng CĐKT					
Tiền và tương đương	167	374	268	235	724
Đầu tư TC ngắn hạn	3	16	16	16	16
Các khoản phải thu	193	109	391	492	597
Hàng tồn kho	2.360	2.610	3.270	4.164	3.320
TS ngắn hạn	142	281	276	250	266
Tổng TS ngắn hạn	2.865	3.391	4.221	5.157	4.923
TS dài hạn (gộp)	122	127	133	140	147
- Khấu hao lũy kế	-19	-23	-28	-33	-39
TS dài hạn (ròng)	103	103	105	107	108
Đầu tư TC dài hạn	99	133	133	133	133
TS dài hạn khác	257	302	233	244	257
Tổng TS dài hạn	459	538	471	484	497
Tổng Tài sản	3.324	3.929	4.692	5.641	5.420
Phải trả ngắn hạn	92	100	125	159	127
Nợ ngắn hạn	511	164	440	511	548
Phải trả ngắn hạn khác	846	1.196	1.352	1.790	1.372
Nợ ngắn hạn	1.449	1.459	1.916	2.461	2.048
Vay và nợ dài hạn	259	455	520	640	354
Phải trả dài hạn khác	34	24	80	100	122
Tổng nợ dài hạn	293	479	600	740	476
Tổng nợ	1.742	1.938	2.516	3.201	2.523
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	142	423	423	423	423
Vốn cổ phần	955	1.340	1.340	1.340	1.340
Lợi nhuận giữ lại	193	171	352	610	1.062
Lợi ích CĐTS	292	57	62	67	72
Vốn chủ sở hữu	1.582	1.991	2.176	2.439	2.897
Tổng cộng nguồn vốn	3.324	3.929	4.692	5.641	5.420

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Lưu chuyển tiền tệ					
Tiền đầu năm	114	167	374	268	235
Lợi nhuận sau thuế	21	95	221	298	492
Khấu hao	12	12	5	5	6
Thay đổi vốn lưu động	-96	-63	128	14	15
Điều chỉnh khác	-48	52	-755	-495	272
Tiền từ hoạt động KD	-111	39	-401	-178	785
Chi mua sắm TSCĐ	-3	-10	-6	-7	-7
Đầu tư	0	0	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	6	-102	-6	-7	-7
Cổ tức đã trả	-4	-75	-40	-40	-40
Tăng (giảm) vốn	0	459	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	129	-151	341	191	-249
Tiền từ hoạt động TC	159	270	301	151	-289
Tổng lưu chuyển tiền tệ	53	207	-106	-33	489
Tiền cuối năm	167	374	268	235	724

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC

Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo)

2015	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của NLG	Dự báo của VCSC
Doanh thu						2.012	1.773
Lợi nhuận gộp						N/A	538
Biên lợi nhuận gộp (%)						N/A	30,3%
Doanh thu thuần HĐKD						N/A	280
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)						N/A	15,8%
LNST						239	221
Biên LNST (%)						11,9%	12,5%
2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	48	184	135	500	867		
Lợi nhuận gộp	10	53	49	192	304		
Biên lợi nhuận gộp (%)	21,6%	28,6%	36,2%	38,4%	35,1%		
Doanh thu thuần HĐKD	-20	13	13	101	106		
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)	-42,8%	6,9%	9,3%	20,2%	12,2%		
LNST	-22	5	0	112	95		
Biên LNST (%)	-45,6%	2,6%	0,2%	22,4%	11,0%		
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	20	84	249	403	602		
Lợi nhuận gộp	7	27	81	84	304		
Biên lợi nhuận gộp (%)	34,1%	31,8%	32,5%	20,8%	50,5%		
Doanh thu thuần HĐKD	-26	-16	49	49	85		
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)	-125,9%	-18,7%	19,6%	12,2%	14,2%		
LNST	-34	-28	26	54	21		
Biên LNST (%)	-166,1%	-33,5%	10,4%	13,5%	3,5%		
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	N/A	N/A	N/A	N/A	462		
Lợi nhuận gộp					202		
Biên lợi nhuận gộp (%)					43,7%		
Doanh thu thuần HĐKD					76		
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)					16,4%		
LNST					25		
Biên LNST (%)					5,4%		

Dự báo cho năm tài chính 2015

	2014	Dự báo 2015	YoY % (so với dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	866,9	1772,5	104%	
Bất động sản	828,2	1730,9	109%	
Dịch vụ khác	20,7	22,7	10%	Giả định tăng trưởng 10%
Cho thuê	18,0	18,9	5%	Giả định tăng trưởng 5%
Lợi nhuận gộp	304,2	537,9	77%	
Bất động sản	288,4	521,0	81%	
Dịch vụ khác	7,1	7,8	10%	Giả định tăng trưởng 10%
Cho thuê	8,7	9,1	5%	Giả định tăng trưởng 5%
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-70,8	-107,9	52%	
Chi phí quản lý	-127,4	-150,1	18%	
Lợi nhuận từ hoạt động	105,9	279,9	164%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	47,8	24,6	-48%	
Lợi nhuận trước thuế	150,1	304,5	103%	
Chi phí lãi vay	-10,8	-15,9	47%	
LN trước thuế	139,3	288,7	107%	
LN sau thuế	103,2	225,2	118%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	95,3	221,1	132%	
EBITDA	155,0	309,1	99%	
Biên LN gộp %	42,2%	30,3%	-28%	
Biên LN gộp từ BĐS %	34,8%	30,1%	-14%	Bán nhiều căn hộ dẫn đến Biên LN gộp giảm
Biên LN gộp từ dịch vụ khác %	34,3%	34,3%	0%	
Biên LN gộp từ cho thuê %	48,2%	48,2%	0%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	8,17%	6,09%	-25%	Chi phí bán và marketing giảm đối với dự án Ehome 3, 4, 5
Chi phí quản lý / doanh thu	14,70%	8,47%	-42%	Tiết kiệm chi phí nhờ quy mô lớn
Biên lợi nhuận từ hoạt động	12,22%	15,79%	29%	
Biên EBIT %	17,25%	17,18%	0%	
Biên EBITDA %	17,81%	17,44%	-2%	
Biên LNST %	10,93%	12,47%	14%	

Mục lục

Sơ lược về công ty	7
Phát triển quỹ đất từ đất trống thành các khu dân cư thành thị	8
Ehome - gặt hái thành quả từ việc thấu hiểu nhu cầu của người tiêu dùng	10
Thành công ngay cả trong giai đoạn thị trường ảm đạm với căn hộ giá bình dân Ehome ...	10
Tận dụng địa điểm và chất lượng bổ sung nhằm mang lại lợi nhuận cao hơn với sản phẩm Ehome “Plus”	12
Nam Long Home - Đón đầu xu hướng xây nhà phố	14
Khách hàng mua nhà tỏ ra ưa chuộng nhà phố tại các khu vực ngoại thành	14
Dự án Camellia Garden - Câu trả lời của Nam Long đối với xu hướng mới.....	15
Nỗ lực để khởi công các dự án nhà phố chính	15
Waterpoint, Long An - Vẫn là lo ngại lớn	15
Các dự án nhà phố khác.....	17
Chất lượng quản lý doanh nghiệp cải thiện nhờ hợp nhất các công ty con.....	18
Định giá và dự báo	19
Các dự án sử dụng phương pháp dòng tiền chiết khấu	19
Các dự án định giá theo phương pháp giá trị thị trường	20
Các dự án định giá theo phương pháp giá trị sổ sách	20
Định giá	22

Hình & Bảng

Hình 1: Các chỉ số chính.....	7
Hình 2: Địa điểm các quỹ đất của NLG	8
Bảng 3: Tổng hợp dự án của NLG	9
Hình 4: Địa điểm dự án của NLG tại TP HCM, Long An và Bình Dương	10
Hình 5: Ehome 3	11
Hình 6: Ehome 4	11
Hình 7: Giải ngân lũy kế gói 30.000 tỷ	12
Hình 8: Mức đóng góp các căn hộ giá bình dân trong số tổng các căn hộ bán ra	12
Bảng 9: So sánh Ehome và Ehome plus	12
Hình 10: Ehome 6 - Flora, ảnh chụp tháng 11/2014	13
Hình 11: Nhà phố bình dân tại dự án Ehome, ảnh chụp tháng 12/2014	14
Hình 12: Vị trí dự án Camellia Garden, ảnh chụp tháng 02/2015	15
Hình 13: Phối cảnh dự án Waterpoint	16
Hình 14: Khu dân cư An Thạnh, ảnh chụp 01/2015	16
Hình 15: Các dự án của NLG tại TP Cần Thơ	17
Hình 16: Dự án Nam Long - Hưng Thạnh	17
Bảng 17: Kế hoạch hoán đổi cổ phiếu của NLG đã được thông qua	18
Hình 18: Cơ cấu cổ đông của NLG sau khi hoán đổi cổ phiếu	18
Bảng 19: Tóm tắt giả định Ehome 5 và 6 (triệu đồng/m ² diện tích thông thủy)	19
Bảng 20: Giả định tiến độ bán hàng	19
Bảng 21: Các dự án định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền	20
Bảng 22: Các dự án được định giá theo phương pháp giá trị thị trường	20
Bảng 23: Các dự án chính được định giá theo phương pháp giá trị sổ sách	20
Hình 24: Lịch trình phát triển các dự án của NLG	21
Hình 25: Cơ cấu doanh thu của NLG	21
Hình 26: Cơ cấu LNST của NLG	21
Bảng 27: Tóm tắt định giá	22

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh

Doanh thu

Lợi nhuận ròng

Bất động sản

867 tỷ đồng - 40,5 triệu USD (2014)

95 tỷ đồng - 4,4 triệu USD (2014)

Yếu tố doanh thu chính

Yếu tố chi phí chính

Yếu tố rủi ro chính

Các khách hàng chính

Doanh số bán căn hộ

Chi phí mua đất, Chi phí xây dựng

Dự án Long An, cổ phiếu thiếu thanh khoản

Khách hàng mua nhà cá nhân

Lãnh đạo

Địa chỉ

Website

Email

Điện thoại

Ông Nguyễn Xuân Quang (Chủ tịch HĐQT), Ông Brian Quan Pham (CEO)

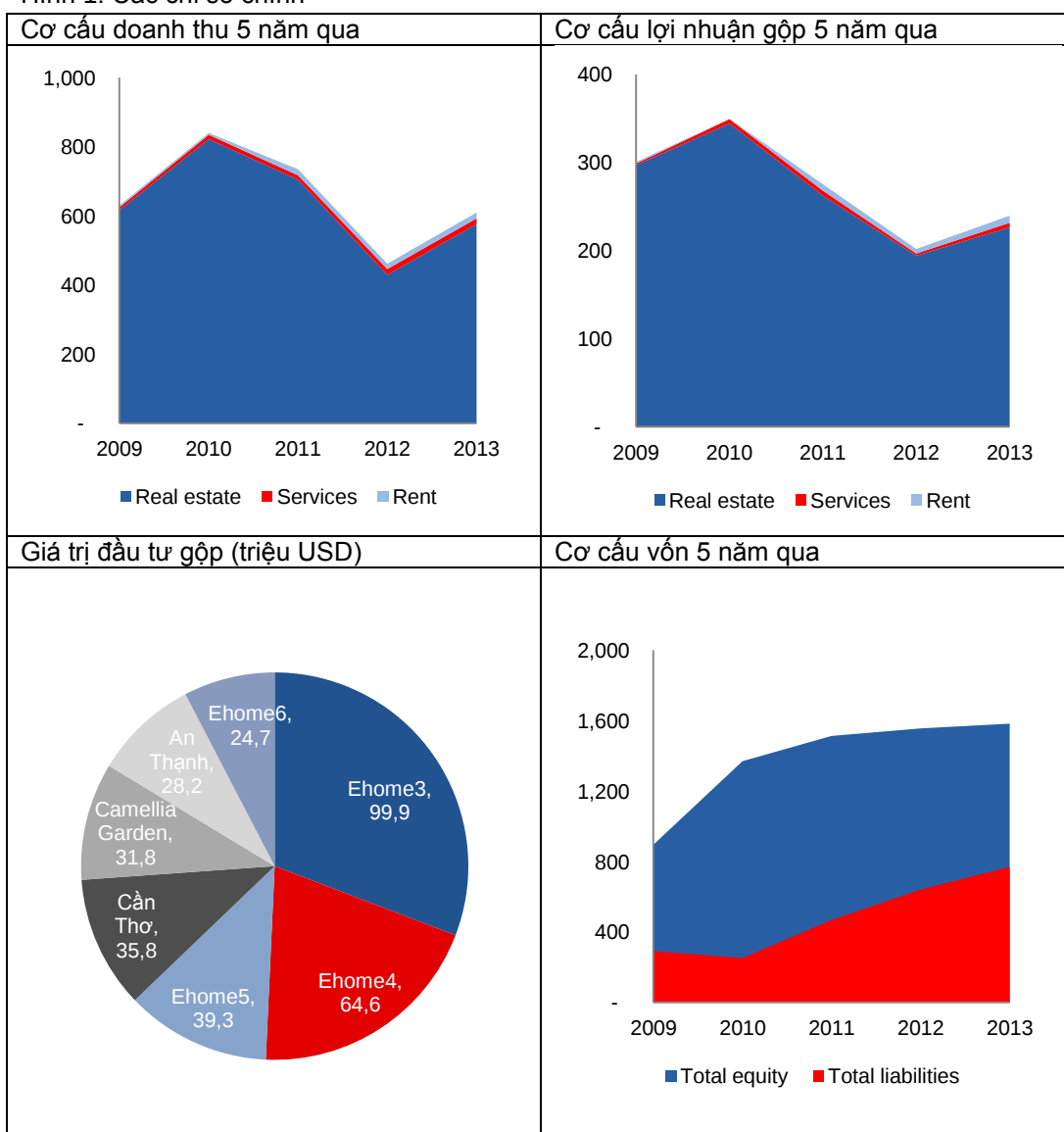
Số 6 Nguyễn Khắc Viện, Phường Tân Phú, Quận 7, TP HCM

www.namlongvn.com

info@namlongvn.com

(08) 5416 1718

Hình 1: Các chỉ số chính

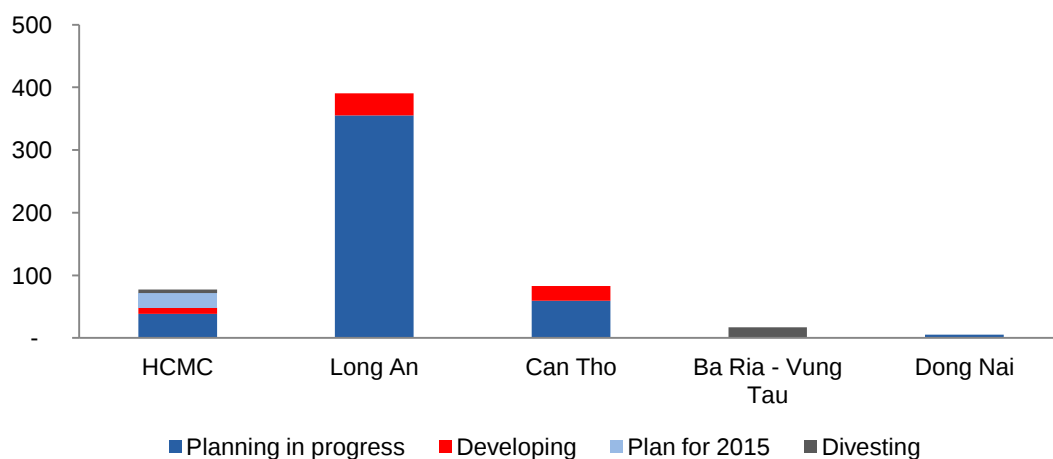
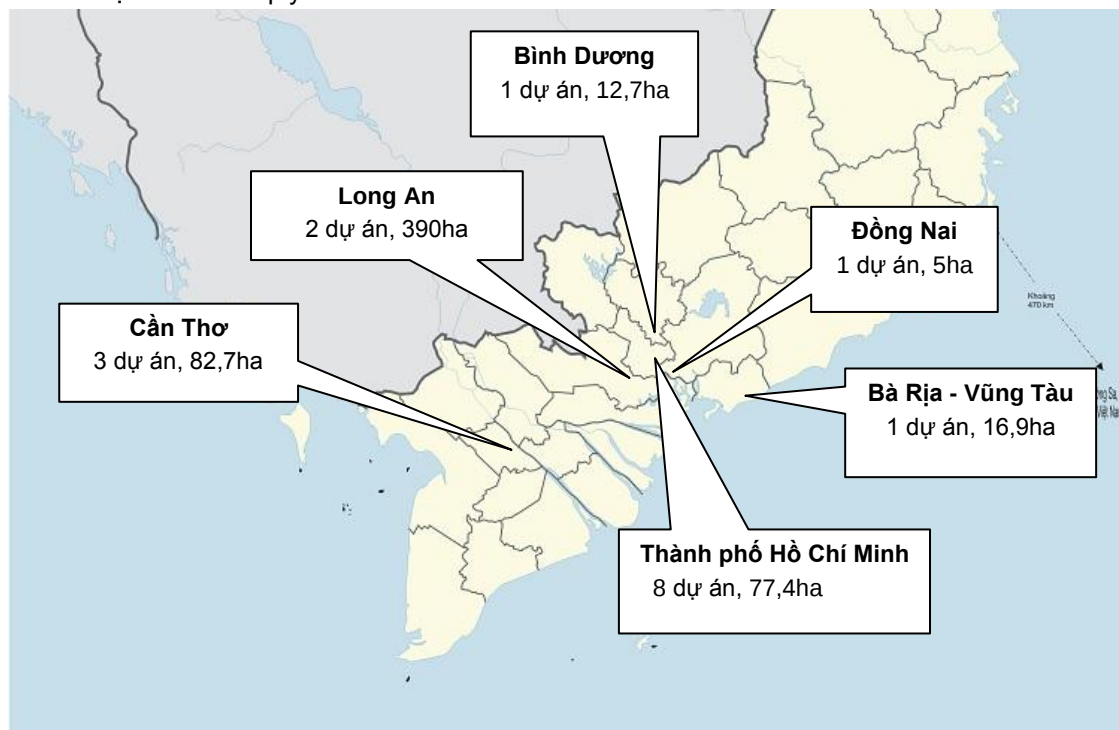


Nguồn: Ước tính của VCSC

Phát triển quỹ đất từ đất trồng thành các khu dân cư thành thị

NLG có quỹ đất tổng cộng là 585ha tại 6 tỉnh thành phía Nam, tập trung ở TP HCM và các vùng phụ cận. TP HCM là nơi tập trung nhiều nhất các dự án của NLG với 9 dự án nằm trên diện tích 77,4ha. Tuy nhiên, Long An lại là nơi NLG có quỹ đất lớn nhất với 390ha, chiếm 67% tổng quỹ đất và 51% giá trị tồn kho năm 2014. NLG cũng đang thoái vốn phần sở hữu 60% từ dự án resort ở Bà Rịa - Vũng Tàu (đã thoái vốn thành công 36% trong năm 2014), vì vậy NLG sẽ chỉ còn hoạt động tại 5 tỉnh thành vào cuối năm 2015.

Hình 2: Địa điểm các quỹ đất của NLG



Nguồn: VCSC

Bảng 3: Tổng hợp dự án của NLG

Dự án	Địa điểm	Quỹ đất	% sở hữu	Loại sản phẩm	Giải tỏa mặt bằng	Tình trạng
Ehome 3	Quận Bình Tân	63.891	100%	Căn hộ	100%	Đã bán 54%
Ehome 5	Quận 7	20.158	100%	Căn hộ	100%	Đã bán 62%
Ehome 6	Quận 9	11.628	100%	Căn hộ	100%	Đã thanh toán phí sử dụng đất, mở bán Q1/2015
Ehome 7	Quận 9	9.557	100%	Căn hộ	100%	Đã thanh toán phí sử dụng đất, đang lên kế hoạch
Aquamarine Residence	Quận Bình Chánh	374.123	72%	Hỗn hợp	100%	Chưa thanh toán phí sử dụng đất
Phú Hữu	Quận 9	178.287	76%	Căn hộ, Nhà phố	82%	Chưa thanh toán phí sử dụng đất, đã phê duyệt thiết kế 1/500
Camellia Garden	Quận Bình Chánh	59.691	45%	Nhà phố	100%	Chưa thanh toán phí sử dụng đất, mở bán trong năm 2015
Phước Long B mở rộng	Quận 9	56.212	45%	N/A	100%	Đang thoái vốn
Ehome 4	Bình Dương	126.825	100%	Căn hộ, Nhà phố	100%	Đã bán 47%
An Thạnh, Long An	Long An	355.401	100%	Hỗn hợp	100%	Đã thanh toán phí sử dụng đất
Waterpoint	Long An	3.550.000	89%	Hỗn hợp	98%	Đã thanh toán 66% phí sử dụng đất
Hồ Tràm	Bà Rịa - Vũng Tàu	168.892	24%	Resort	100%	Hoàn tất thoái vốn trong năm 2015
Nam Long - Hưng Thạnh	Cần Thơ	234.725	100%	Hỗn hợp	100%	Đã thanh toán phí sử dụng đất
Nam Long - Hồng Phát	Cần Thơ	154.215	75%	Hỗn hợp	82%	Đã thanh toán phí sử dụng đất
Cần Thơ 43	Cần Thơ	438.050	100%	Hỗn hợp	60%	Chưa thanh toán phí sử dụng đất, đã phê duyệt thiết kế 1/500
Nhơn Trạch	Đồng Nai	50.000	N/A	N/A	N/A	N/A

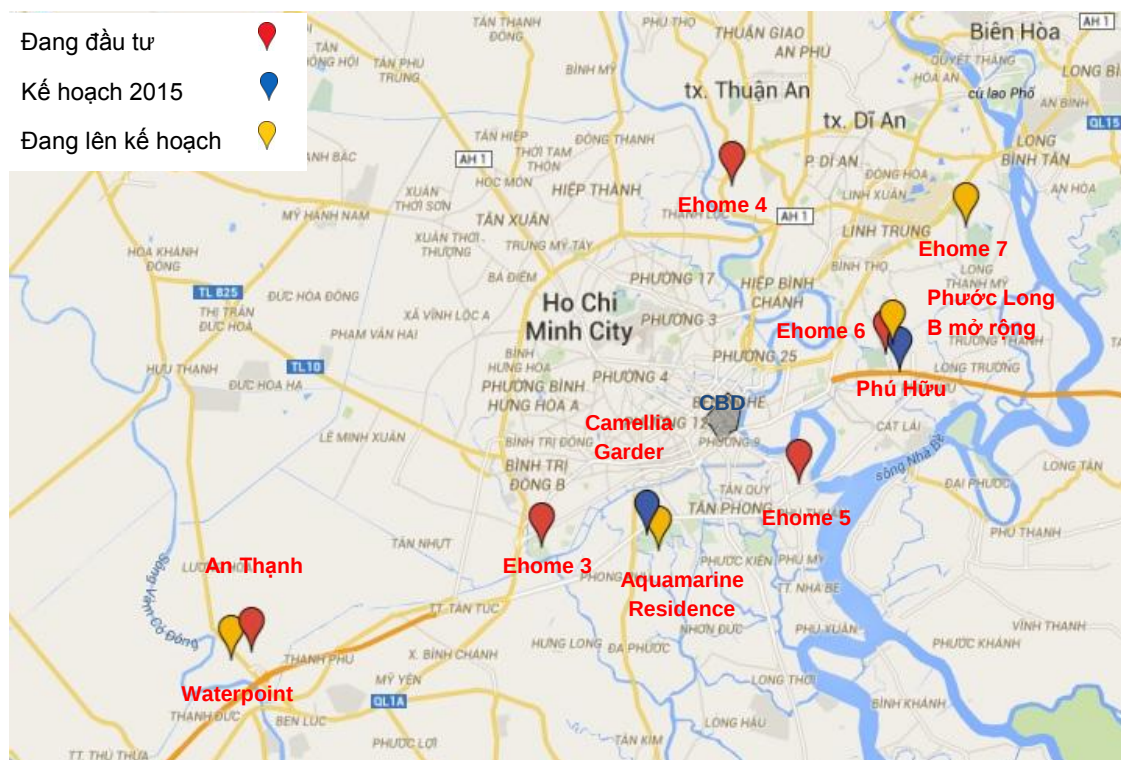
Nguồn: NLG, VCSC

NLG mua lại phần lớn quỹ đất từ 8 năm trước, kể từ giai đoạn đô thị hóa nhanh chóng khắp TP HCM và các thành phố khác - thời điểm những khu đất này vẫn còn đang được quy hoạch là đất nông nghiệp. Kể từ đó, giá trị đất đã tăng từ 2 đến 3 lần dựa theo bảng giá đất thành phố.

Trong phạm vi TP HCM, NLG hiện đang có các dự án trải dài trong bán kính 5-15km tính từ khu trung tâm. Ba dự án Ehome 3, 5, 6 hiện đang trong quá trình đầu tư. Dự án Phú Hữu và Camellia Garden sẽ bắt đầu xây dựng trong năm nay, trong khi dự án Aquamarine, mở rộng

Phước Long B và Ehome 7 có thể sẽ khởi công trong giai đoạn 2016-2017. Với tốc độ đầu tư hiện tại, 77,4ha quỹ đất sẽ đảm bảo cho việc đầu tư của NLG đến năm 2020.

Hình 4: Địa điểm dự án của NLG tại TP HCM, Long An và Bình Dương



Nguồn: VCSC

Ehome - gặt hái thành quả từ việc thấu hiểu nhu cầu của người tiêu dùng

Thành công ngay cả trong giai đoạn thị trường ảm đạm với căn hộ giá bình dân Ehome

Trong thời kỳ suy yếu của thị trường giai đoạn 2011-2013, rất nhiều người đã không còn mua BĐS như là một hình thức đầu tư, tạo ra một khoảng cách lớn giữa cung và cầu. Trong bối cảnh này, các sản phẩm phục vụ cho nhu cầu thực hơn là đầu cơ đã là “nguồn sống” cho rất nhiều công ty BĐS. Các căn hộ có khoảng cách khá xa khu trung vực trung tâm với giá hơn 100.000 USD, với diện tích lớn và giá bán trên mỗi mét vuông cao trở nên khó bán. Do đó, các căn hộ giá bình dân tọa lạc tại các vị trí tương tự với mức giá khoảng 50.000 USD, mức giá chấp nhận được đối số đông những người mua nhà tiềm năng trở nên thu hút hơn. Xây dựng các căn hộ giá bình dân trở thành xu hướng đối với các chủ đầu tư.

Tiếp nối sự thành công của chuỗi dự án Ehome, NLG tiếp tục triển khai dự án Ehome 3 và 4 trong năm 2013, với vai trò là người tiên phong của xu hướng này. Mỗi căn hộ đều có diện tích nhỏ hơn căn hộ thông thường 35-50% với giá bán trung bình thấp hơn 45.000 USD, trong khi cung cấp sản phẩm chất lượng cho tầng lớp trung lưu đang ngày một gia tăng.

Hình 5: Ehome 3



Nguồn: VCSC thời điểm tháng 12/2014

Hình 6: Ehome 4

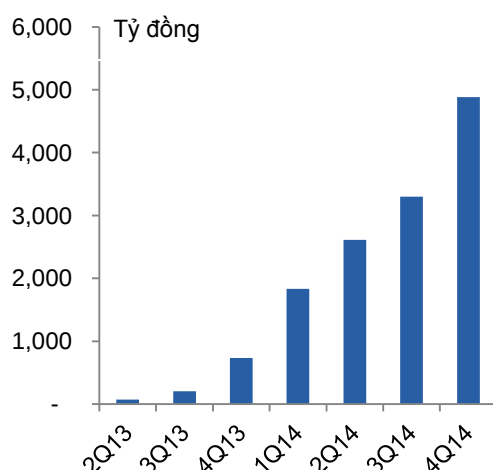


Nguồn: VCSC thời điểm tháng 12/2014

Gói vay ưu đãi 30.000 tỷ đồng cho các căn hộ giá bình dân được đưa ra đúng lúc trong năm 2013. Vào cuối năm 2014, các ngân hàng đã giải ngân 16,3%, tương đương 228 triệu USD gói vay ưu đãi cho các khách hàng mua nhà và chủ đầu tư đạt chuẩn. Tốc độ giải ngân trung bình hàng tháng trong năm 2014 là 16 triệu USD, gấp 3,3 lần tốc độ năm 2013. Mặc dù tốc độ giải ngân gói vay ưu đãi này vẫn thua xa kỳ vọng, nhưng cũng đã phần nào tạo ra hiệu ứng tích cực cho việc bán căn hộ Ehome 3 & 4.

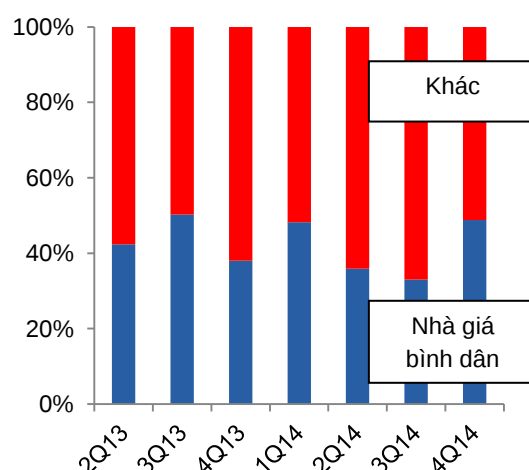
NLG là một trong số những chủ đầu tư đầu tiên tận dụng gói vay ưu đãi này bằng cách phổ biến đến những khách hàng tiềm năng. Theo đó, Ehome 3 & 4 đã đóng góp hơn 50% doanh thu của NLG trong năm 2013. Tỷ lệ này đã tăng đạt 73% trong năm 2014, với 72% lượng nhà từ Ehome 3 và 30% của Ehome 4 đã được mua thông qua gói vay ưu đãi này.

Hình 7: Giải ngân lũy kế gói 30.000 tỷ



Nguồn: VCSC

Hình 8: Mức đóng góp các căn hộ giá bình dân trong số tổng các căn hộ bán ra



Nguồn: VCSC, CBRE

Tận dụng địa điểm và chất lượng bổ sung nhằm mang lại lợi nhuận cao hơn với sản phẩm Ehome “Plus”

Song song với việc xây dựng căn hộ Ehome giá cả phải chăng với khoảng cách tương đối xa đến trung tâm thành phố, NLG cũng đã tận dụng những địa điểm tốt hơn ở Quận 7 và 9 để phát triển dòng sản phẩm cao cấp hơn với tên gọi Ehome “plus”. Dòng sản phẩm Ehome mới này có cùng diện tích nhưng có không gian công cộng lớn hơn, cũng như mức giá cao hơn 10-40% so với dòng Ehome giá bình dân. Đây là một bước đi hợp lý của NLG vì tỷ lệ NPAT cho dòng Ehome “plus” là cao hơn. Mặc dù sẽ có nhiều căn hộ trong dòng sản phẩm này sẽ không đáp ứng được điều kiện cho gói vay ưu đãi 30.000 tỷ đồng, NLG kỳ vọng vị thế cũng như chất lượng tốt hơn sẽ thu hút người mua nhà có thu nhập cao.

Bảng 9: So sánh Ehome và Ehome plus

	Khoảng cách tới trung tâm/tuyến xe Metro	Giá bán trung bình (USD)	DT trung bình (m ²)	Tối ưu DT xây dựng	Tỷ lệ NPAT
Ehome	> 10 km	< 45.000	45 - 65	80%	12%
Ehome plus	< 10 km	> 50.000	45 - 65	75%	15%

Nguồn: VCSC

Ehome 5 là dự án đầu tiên trong dòng sản phẩm này, và dự án này đang có doanh số tốt. Tọa lạc tại khu vực ven sông của dự án Tân Thuận Đông cũ tại Quận 7 và các trung tâm thành phố 5km, Ehome 5 mang lại một góc nhìn mở hướng ra cầu Phú Mỹ với giá bán trung bình 64.000 USD/căn hộ. Đây dường như là một mức giá hợp lý với hơn 214 căn hộ của Block B đã được bán kể từ thời điểm mở bán cuối năm 2014. Một cộng đồng mới đã được hình thành tại Block B sau khi hoàn thành vào cuối năm 2014. Block A với 364 căn hộ đang trong quá trình xây dựng, 40% số căn hộ này đã được bán kể từ thời điểm mở bán tháng 9/2014.

Hình 10: Dự án Ehome 5 - Bridgerview, ảnh chụp tháng 02/2015



Nguồn: VCSC, NLG

Dự án Ehome 6, dự án thứ hai thuộc chuỗi dự án này, hiện đang được thi công và sẽ mở bán trong Quý 1/2015. Dự án này nằm tại phần đất trước đây dành cho dự án Phước Long B tại Quận 9. Vì cách trung tâm thành phố 10km, Ehome 6 có giá khá thấp, 50.000USD/căn. Ban lãnh đạo cho biết có thể sẽ hợp tác với một công ty nước ngoài để phát triển Ehome 6 và Ehome 7. Nếu việc thỏa thuận thành công, chúng tôi cho rằng việc hợp tác sẽ rất có lợi cho Nam Long vì sẽ giải phóng lượng tiền mặt để công ty có thể đẩy mạnh việc phát triển các dự án khác.

Hình 10: Ehome 6 - Flora, ảnh chụp tháng 11/2014



Nguồn: NLG, VCSC

Nam Long Home - Đón đầu xu hướng xây nhà phố

Khách hàng mua nhà tỏ ra ưa chuộng nhà phố tại các khu vực ngoại thành

Tại ĐHCĐ, NLG cho biết công ty đang phát triển sản phẩm Nam Long Home bao gồm nhà phố (45.000-50.000USD/căn) và biệt thự (150.000-200.000USD/căn). Trước đây, NLG đã thành công với các sản phẩm biệt thự mang thương hiệu Nam Long Home phát triển tại khu dân cư Tân Thuận Đông tại Quận 7 và Thảo Nguyên Villa tại Quận 9. Các sản phẩm đầu tiên của NLG trong phân khúc nhà phố bình dân (40.000-50.000USD/căn) tại dự án Bắc Sài Gòn (TP Bình Dương) cũng đạt được kết quả đầy hứa hẹn, vì 276 căn mở bán trong năm 2013 đã được bán hết.

Ngoài những thành công trước đây, chúng tôi đánh giá cao ý tưởng sản phẩm Nam Long Home còn vì:

- Người Việt nam có tâm lý ưa chuộng sở hữu nhà và đất.
- Nguồn cung căn hộ bình dân đang có xu hướng tăng vì có thêm nhiều chủ đầu tư tham gia phân khúc có nhu cầu cao này. Trong khi đó, thị trường chỉ có một vài dự án nhà phố bình dân. Chúng tôi nhận thấy một chủ đầu tư khác được niêm yết trên sàn GDCK là KDH hiện đang thành công với các dự án nhà phố trung cấp (100.000USD/căn) tại Quận 9.
- Việc phát triển nhà thấp tầng đòi hỏi chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và thời gian bàn giao ngắn hơn. Với khả năng của mình, NLG cần khoảng bốn tháng để hoàn tất một căn nhà phố, trong khi cần 13 tháng để hoàn tất một tòa căn hộ.

Hình 11: Nhà phố bình dân tại dự án Ehome, ảnh chụp tháng 12/2014

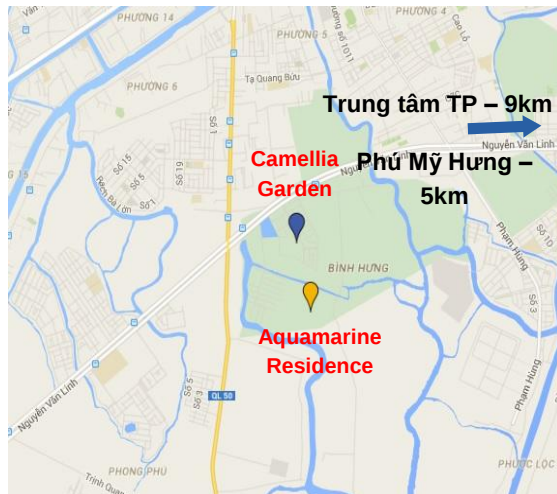


Nguồn: VCSC

Dự án Camellia Garden - Câu trả lời của Nam Long đối với xu hướng mới

Dự án Camellia Garden đánh dấu sự trở lại của Nam Long ở phân khúc nhà phố/biệt thự. Dự án rộng 6ha, bao gồm 312 căn nhà, nằm tại đường Nguyễn Văn Linh, cách khu Phú Mỹ Hưng 5km và cách trung tâm thành phố 9km. Dự án sẽ được khởi công trong Quý 2/2015 và đến cuối năm sẽ hoàn tất các căn đầu tiên. Sản phẩm Nam Long Home trung bình rộng 140m², giá khoảng 100.000USD, tương tự sản phẩm nhà phố của KDH.

Hình 12: Vị trí dự án Camellia Garden, ảnh chụp tháng 02/2015



Nguồn: VCSC

Nỗ lực để khởi công các dự án nhà phố chính

Waterpoint, Long An - Vẫn là lo ngại lớn

Dự án Waterpoint vẫn là một mối lo ngại do ảnh hưởng đến giá trị tài sản ròng nói chung trong khi công ty không đủ vốn để phát triển dự án, theo ước tính lên đến 500 triệu USD. NLG đang tìm kiếm đối tác để hợp tác phát triển nhưng khó khăn kéo dài trên thị trường BĐS đã làm giảm tính khả thi của án này.

Nhu cầu BĐS cao cấp tại Long An hiện không cao, do đó thu hút khách hàng mua nhà từ TP. HCM đóng vai trò cốt yếu. So với những dự án tại TP. HCM, Waterpoint chịu nhiều bất lợi. Dự án cách trung tâm TP. HCM 30km, tương đương 45 phút di chuyển bằng ô-tô qua đường cao tốc TP. HCM – Trung Lương. Di chuyển bằng xe máy thậm chí cần đến 1-1,5 giờ, tùy theo tình hình giao thông. Việc phát triển nhanh chóng các dự án quy mô lớn như Vinhomes Central Park và Thủ Thiêm sẽ thu hút phần lớn khách hàng mua nhà tại TP. HCM, đẩy lùi thời điểm khởi công dự án Waterpoint.

Hình 13: Phối cảnh dự án Waterpoint



Nguồn: NLG

Khu dân cư An Thạnh, đang được Nam Long phát triển cạnh Waterpoint, phản ánh rõ nét nhất triển vọng thị trường BĐS tại tỉnh Long An hiện nay. Ngoài đất nền tái định cư cho các hộ dân đã bán đất cho dự án Waterpoint, tiến độ bán đất thương mại và nhà phố rất chậm. 20 nhà phố xây dựng trong năm 2014 vẫn chưa bán được, trong khi chợ trung tâm hoạt động thưa thớt. Công ty sẽ mở bán 100 lô đất nền, giá 4-5 triệu đồng/m² trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng tiến độ bán hàng của các lô đất này sẽ chậm.

Hình 14: Khu dân cư An Thạnh, ảnh chụp 01/2015



Nguồn: NLG, VCSC

Các dự án nhà phố khác

Thị trường trầm lắng cũng ảnh hưởng đến các dự án của NLG tại Cần Thơ. Tiến độ bán hàng dự án Nam Long – Hưng Thạnh đã chững lại dù vị trí thuận lợi, chỉ cách trung tâm thành phố 2km. Hai dự án khác, Nam Long – Hồng Phát và Cần Thơ 43 có thể sẽ cần nhiều thời gian hơn nữa để khởi công do điều kiện thị trường.

Hình 15: Các dự án của NLG tại TP Cần Thơ



Nguồn: VCSC

Hình 16: Dự án Nam Long - Hưng Thạnh



Nguồn: NLG

Chất lượng quản lý doanh nghiệp cải thiện nhờ hợp nhất các công ty con

Chất lượng quản lý doanh nghiệp cải thiện được thể hiện qua việc NLG hợp nhất ba trong số các công ty con quan trọng nhất. Động thái này sẽ mang lại giá trị cho NLG nhờ hòa hợp tốt hơn quyền lợi của các công ty con và của chính NLG. Bên cạnh đó, hoạt động sẽ hiệu quả hơn khi công ty hoàn tất tái cơ cấu tổ chức sau khi mua lại một số công ty, vì tình trạng quản lý chông chéo giữa công ty mẹ và các công ty con sẽ được giảm bớt.

Phát hành 15 triệu cổ phiếu để mua lại toàn bộ ba công ty con chính

Theo kế hoạch đã được HĐQT thông qua, NLG sẽ phát hành 15 triệu cổ phiếu (tương đương 12% số cổ phiếu lưu hành hiện nay) để mua lại cổ phần còn lại của ba công ty con chính là:

- Nam Long ACC: Phát triển Ehome 1, 2, 3 và 4 với tỷ lệ cổ phần của NLG trước khi mua lại toàn bộ là 56,1%.
- Nam Khang: Chịu trách nhiệm xây dựng với tỷ lệ cổ phần của NLG trước khi mua lại toàn bộ là 55,4%.
- Nam Long DC: Sở hữu và quản lý cao ốc văn phòng Capital Tower, với tỷ lệ cổ phần của NLG trước khi mua lại toàn bộ là 51%.

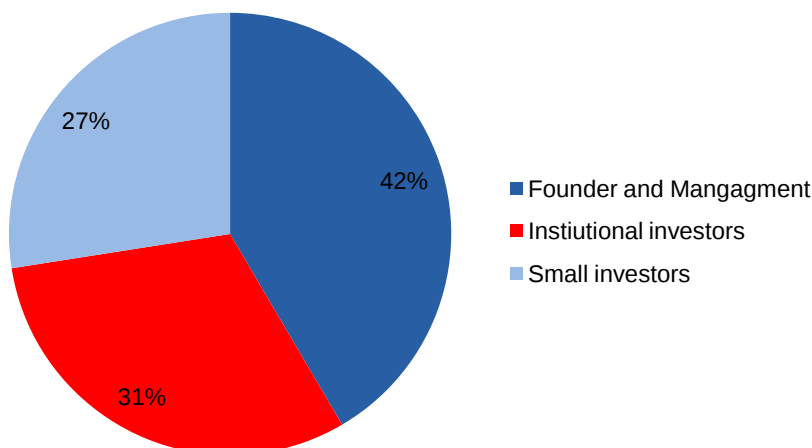
Bảng 17: Kế hoạch hoán đổi cổ phiếu của NLG đã được thông qua

Công ty con	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Cổ phần thiểu số	SL cổ phiếu NLG phát hành để hoán đổi
Nam Long ADC	288	44%	7.721.657
Nam Khang	116	45%	5.177.600
Nam Long DC	71	45%	2.122.773
TỔNG CỘNG			15.022.030

Nguồn: NLG

Hiện công ty đã phát hành thành công 13 triệu cổ phiếu để mua lại gần như toàn bộ ba công ty con này. Với 121 triệu cổ phiếu lưu hành trước khi hoán đổi, cơ cấu cổ đông của công ty gần như không đổi. Room cho khối ngoại được mở rộng khoảng 6,4 triệu cổ phiếu.

Hình 18: Cơ cấu cổ đông của NLG sau khi hoán đổi cổ phiếu



Nguồn: NLG

Định giá và dự báo

Các dự án sử dụng phương pháp dòng tiền chiết khấu

Tăng giá định giá bán trung bình cho Ehome 5 và 6

Ban đầu, các dự án Ehome 5 và 6 dự kiến sẽ cùng phân khúc với Ehome 3 với giá bán trung bình 15 triệu đồng/m². Tuy nhiên, theo kế hoạch gần đây của NLG, Ehome 5 và 6 thuộc phân khúc Ehome plus có chất lượng cao hơn nên công ty đưa ra giá bán trung bình khoảng 22 triệu đồng/m² đối với Ehome 5 và 18-20 triệu đồng/m² đối với Ehome 6.

Bảng 19: Tóm tắt giá định Ehome 5 và 6 (triệu đồng/m² diện tích thông thủy)

	Giá bán trung bình	Chi phí xây dựng
Ehome 5	22	15,4
Ehome 6	18,5	12,8

Nguồn: Ước tính của VCSC

Giá định tiến độ bán hàng tại các dự án Ehome 5 và 6

Đợt phát hành riêng lẻ trong tháng 02/2014 đã mang lại cho NLG 22 triệu USD để phát triển các dự án Ehome 5 và 6, đồng thời mở bán dự án Camellia Garden. Theo ước tính của chúng tôi, khoản tiền này tương đương 34% tổng vốn đầu tư ban đầu là 1.359 tỷ đồng cho ba dự án trên. Số tiền trên cao hơn vốn chủ sở hữu cần thiết để phát triển dự án của NLG vì cơ cấu vốn phát triển của công ty thường bao gồm 20% vốn chủ sở hữu, 20% vay nợ, và 60% tiền thanh toán của khách hàng. Bên cạnh đó, tiến độ bán hàng trong thời gian qua đầy tích cực, cho thấy giá định tiến độ bán hàng sẽ nhanh là hợp lý.

Bảng 20: Giá định tiến độ bán hàng

	Đến năm 2014	2015	2016	2017	Từ 2018 trở đi
Ehome 3	54%	27%	19%		
Ehome 4	47%	18%	21%	14%	
Ehome 5	62%	38%			
Ehome 6		56%	44%		
Camellia Garden		33%	67%		
Anh Thạnh	40%	12%	12%	12%	24%
Nam Long – Hưng Thạnh	46%	6%	12%	28%	8%

Nguồn: Ước tính của VCSC

Chúng tôi đánh giá cao việc NLG đẩy mạnh tiến độ thi công vì phân khúc căn hộ bình dân vẫn đang trong tình trạng thiếu nguồn cung trầm trọng. Ngày càng có nhiều chủ đầu tư chuyển sang phân khúc này vì vậy việc hoàn thành dự án sớm sẽ giúp NLG có lợi thế về thời gian.

Bảng 21: Các dự án định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Dự án	Giá trị phát triển gộp (tỷ đồng)	Chi phí phát triển gộp (tỷ đồng)	Giá bán trung bình/SP (triệu đồng)			Diện tích trung bình/SP (m2)		
			Căn hộ	Nhà phố	Đất nền	Căn hộ	Nhà phố	Đất nền
Ehome 3	2.138	1.831	970			62		
Ehome 4	1.382	1.209	588	1.139	375	47	101	75
Ehome 5	840	725	1.461			63		
Ehome 6	529	460	1.050			56		
Camellia Garden	679	579		2.178		142		
An Thanh	604	583	563	2.617	480		262	120
Hung Thanh	765	619		2.760	350	54	345	100

Nguồn: Ước tính của VCSC

Các dự án định giá theo phương pháp giá trị thị trường

Chúng tôi quyết định áp dụng phương pháp định giá giá trị thị trường đối với hai dự án Phú Hữu và EHome 7 vì các lý do sau:

- NLG đã mua lại đất cho các dự án này cách đây một thời gian dài với chi phí thấp, và chúng tôi cho rằng giá trị các phần đất này hiện nay đã tăng.
- Tiến độ bán hàng tại các dự án hiện nay của NLG hiện rất tích cực, cho thấy giá trị các phần đất trên cần được điều chỉnh tăng.
- Tình hình các dự án cho thấy phương pháp giá trị thị trường là phù hợp.

Bảng 22: Các dự án được định giá theo phương pháp giá trị thị trường

	Diện tích đất (m2)	TL sở hữu của NLG	Đền bù	Phí sử dụng đất	Giá ước tính (triệu đồng/m2)	CK thanh khoản	GT TT (tỷ đồng)
Ehome 7	9.557	100%	100%	Đã thanh toán	7	45%	36,7
Phú Hữu	178.287	76%	82%	Chưa thanh toán	4,5	45%	275

Nguồn: Ước tính của VCSC

Các dự án định giá theo phương pháp giá trị sổ sách

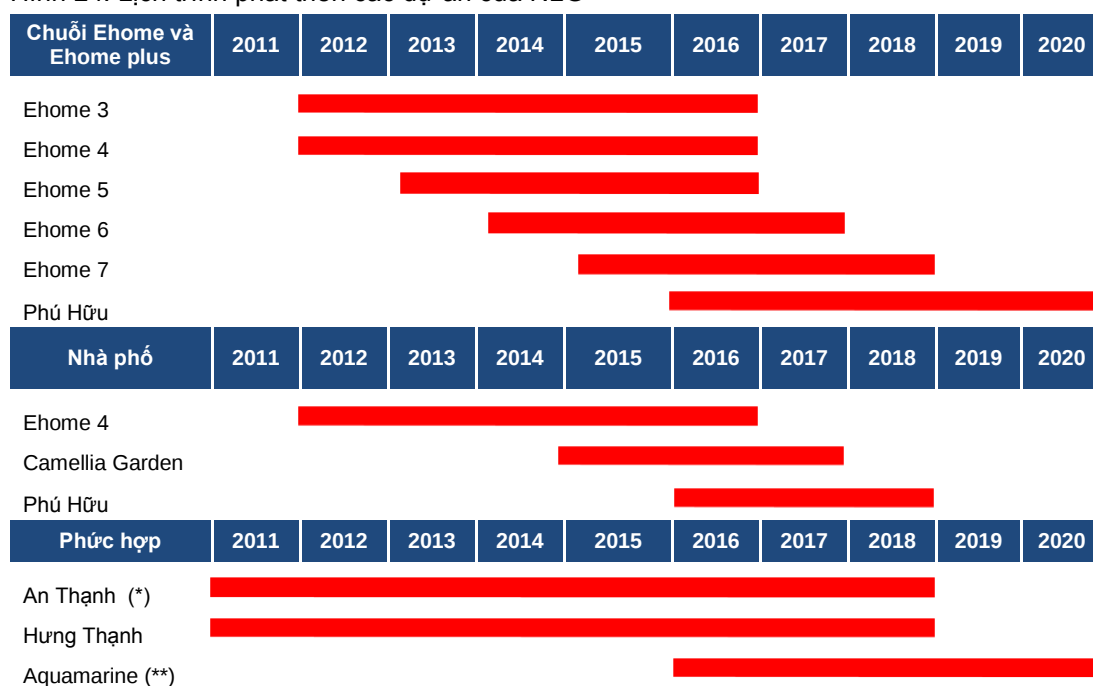
Chúng tôi quyết định sử dụng giá trị tồn kho BĐS chưa bán trong năm 2014 khi áp dụng phương pháp giá trị sổ sách. Trong trường hợp nhiều dự án được gộp thành một khoản mục, chúng tôi yêu cầu công ty cung cấp lượng tồn kho BĐS tại từng dự án. Giá trị tài sản ròng của một dự án được tính bằng cách lấy lượng BĐS tồn kho trừ đi lãi vốn hóa và chiết khấu thanh khoản trên cơ sở định giá của chúng tôi. Trong trường hợp Waterpoint, do dự án này có quy mô rất lớn và khó có thể khởi công trong thời gian tới, chúng tôi chiết khấu 30% giá trị tồn kho BĐS đã trừ lãi vốn hóa của dự án là 1.235 tỷ đồng.

Bảng 23: Các dự án chính được định giá theo phương pháp giá trị sổ sách

Dự án	Diện tích đất (m2)	TL sở hữu của NLG	GTTK BĐS (tỷ đồng)	Lãi vốn hóa (tỷ đồng)	CK thanh khoản	GTSS (tỷ đồng)
Waterpoint	3.550.000	89%	1.265	30	30%	865
Aquamarine Residence	374.123	72%	289		5%	275
Nam Long - Hồng Phát	154.215	75%	92		10%	83
Cần Thơ 43	438.050	100%	33		10%	30

Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 24: Lịch trình phát triển các dự án của NLG

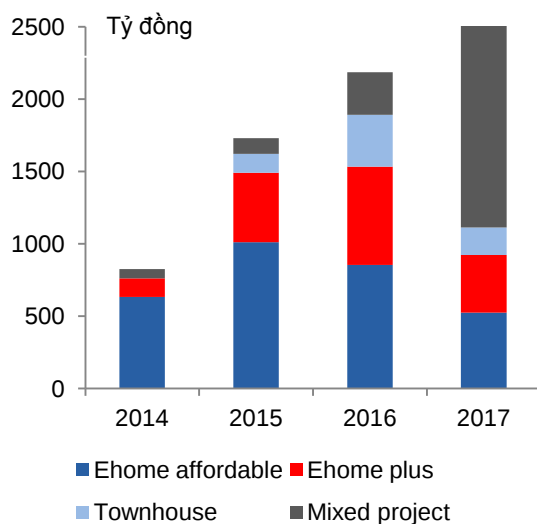


Nguồn: NLG, VCSC

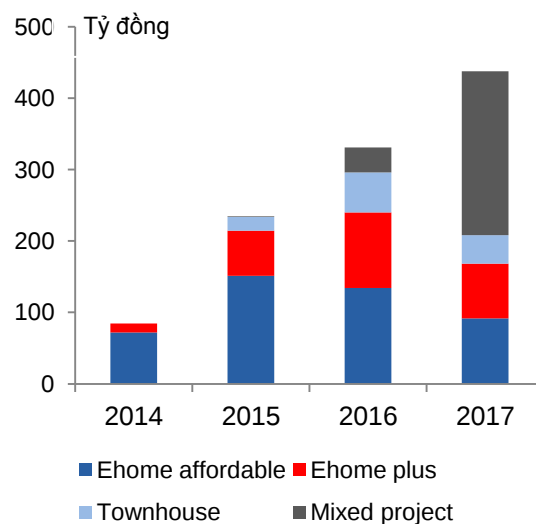
(*)An Thạnh được phát triển từ trước năm 2011

(**)Chúng tôi ước tính thời gian phát triển Aquamarine sẽ kéo dài đến năm 2022 do quy mô lớn

Hình 25: Cơ cấu doanh thu của NLG



Hình 26: Cơ cấu LNST của NLG



Nguồn: Ước tính của VCSC

Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị tài sản ròng để định giá cổ phiếu NLG. Giá trị mỗi dự án được tính toán bằng một phương pháp cụ thể tùy theo tình hình dự án. Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền đối với các dự án đang thi công và các dự án mà chúng tôi có lý do để tin rằng sẽ được khởi công trong 6 tháng tới. Trong khi đó, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu giá trị thị trường hoặc giá trị sổ sách đối với các dự án chưa khởi công vẫn đang trong giai đoạn lên kế hoạch. Chúng tôi sử dụng báo cáo tài chính năm 2014 gần đây nhất. Một số giả định như sau:

- Lãi suất phi rủi ro là 5,5% dựa trên lợi suất trái phiếu Kho bạc kỳ hạn 5 năm.
- Hệ số beta của công ty là 1,11 tính theo phương pháp so sánh gồm chín công ty BĐS quy mô tương tự tại TP. HCM.
- D_e trước thuế là 12%.
- Tỷ lệ nợ/CSH trung bình là 20/80.
- Giá trị tài sản ròng/cổ phiếu bị khấu trừ 5% do cổ phiếu NLG thường có giá trị giao dịch thấp.

Bảng 27: Tóm tắt định giá

#	Dự án	TL SH	Diện tích đất (m ²)	Phương pháp	GT tài sản ròng
1	Waterpoint	89%	3,550,000	BV	864,8
2	Ehome 3	100%	63,891	DCF	282,0
3	Phú Hữu	76%	178,287	MV	275,0
4	Aquamarine Residence	72%	374,123	BV	274,7
5	Ehome 4	100%	126,825	DCF	251,9
6	An Thạnh - Long An	100%	355,401	DCF	240,0
7	Ehome 5	100%	20,158	DCF	223,2
8	Nam Long - Hưng Thạnh	100%	234,725	DCF	183,2
9	Capital Tower	100%	1,000	DCF	159,8
10	Camellia Garden	45%	59,691	DCF	122,4
11	Ehome 6	100%	11,628	DCF	121,1
12	Nam Long - Hồng Phát	75%	154,215	BV	92,1
13	Hồ Tràm	24%	168,892	DCF	33,2
14	Ehome 7	100%	9,557	MV	24,6
15	Nhơn Trạch	N/A	50,000	BV	11,3
16	Khác	N/A	N/A	BV	10,8
Tổng giá trị tài sản ròng các dự án					3.179
Tài sản lưu động					374
Trừ: nợ					(618,5)
Cổ tức bằng tiền mặt					(36,3)
Tổng giá trị tài sản ròng					2.898
Cổ phiếu lưu hành					133.969.279
Giá trị tài sản ròng/CP					21.632
Chiết khấu do cổ phiếu có thanh khoản thấp					-5%
Giá mục tiêu					20.600
Giá cổ phiếu hiện tại					17.800
TL tăng					15,7%

Nguồn: Ước tính của VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trần Minh Đức, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.