

Ngành:	BDS		2017	2018F**	2019F**	2020F**
Ngày báo cáo:	23/08/2018	Tăng trưởng DT	24,8%	31,6%	-29,1%	-57,7%
Giá hiện tại:	30.000VND	Tăng trưởng EPS***	54,9%	38,5%	-5,9%	20,0%
Giá mục tiêu:	43.000VND	Biên LN gộp	41,0%	35,8%	45,9%	74,7%
Giá mục tiêu trước đây:	38.000VND	Biên LN ròng	16,9%	20,5%	35,4%	100,6%
TL tăng:	+43,3%	EV/EBITDA	5,5x	4,5x	4,7x	5,7x
Lợi suất cổ tức:	1,2%	P/B*	1,7x	1,4x	1,2x	1,0x
Tổng mức sinh lời:	+44,5%	P/E*	10,8x	7,8x	8,3x	6,9x



GT vốn hóa:	263,5tr USD		NLG	Peers	VNI
Room KN:	0,0tr USD	P/E (trượt)	12,5x	14,6x	17,8x
GTGD/ngày (30n):	0,5tr USD	P/B (hiện tại)	1,7x	2,0x	2,8x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	-26,2%	4,9%	NA
SL cổ phiếu lưu hành	200,4 tr	ROE	13,9%	14,7%	15,1%
Pha loãng hoàn toàn:	267,5 tr	ROA	8,2%	5,7%	2,4%
PEG 3 năm	0,4				

Tổng quan công ty

NLG là chủ đầu tư BĐS với 26 năm kinh nghiệm. Sau khi xây dựng vị thế vững chắc là chủ đầu tư BĐS phân khúc vừa túi tiền hàng đầu ở TPHCM, NLG đã đang chuyển hướng sang căn hộ trung cấp và nhà phố/biệt thự với 30.000 sản phẩm bán ra trong vòng 10 năm tới tại TP. HCM, Cần Thơ và Long An.

(*) Điều chỉnh cho 40 triệu cổ phiếu phát hành công khai và 26 triệu cổ phiếu chuyển đổi của Keppel
 (**) Giá định dự án Mizuki Park, Akari City, và Waterpoint GD1 không được hợp nhất
 (***) LNST sau lợi ích CĐTS 2018F và 2019F tăng lần lượt 59% YoY và 22% YoY

Nguyễn Tuấn Anh
Chuyên viên Cao cấp

Mở bán Waterpoint, chuyển mình đón vận hội mới

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA dành cho CTCP Đầu tư Nam Long (NLG) và nâng giá mục tiêu thêm 13% lên 43.000VND/cổ phiếu (tổng mức sinh lời 44,5%) chủ yếu nhờ định giá cao hơn của dự án Waterpoint.
- Chúng tôi dự báo việc ghi nhận bán cổ phần sắp tới tại các dự án Akari City và Waterpoint sẽ thúc đẩy KQLN 6 tháng cuối năm, qua đó giúp LNST sau lợi ích CĐTS 2018 tăng 59% so với năm 2017 lên 853 tỷ đồng.
- Do giá trị bán cổ phần của giai đoạn một dự án Waterpoint đạt được cao hơn kỳ vọng nên chúng tôi tăng dự phóng tăng trưởng kép hàng năm 2017-2020 của LNST sau lợi ích CĐTS cho NLG lên 33% so với 25% trước đây.
- Trên cơ sở sau đợt chào bán cổ phiếu và chuyển đổi cổ phiếu, định giá của NLG vẫn rất hấp dẫn với P/B 2018 là 1,4 lần, P/E 7,8 lần và PEG 3 năm là 0,4.
- Yếu tố hỗ trợ: Công bố thông tin chi tiết liên quan đến kế hoạch mở rộng quỹ đất với 10-50ha đất.
- Rủi ro: Cạnh tranh ngày càng gay gắt ở phân khúc căn hộ trung cấp và nhà phố tại TP. HCM sau khi Vincity gia nhập thị trường trong thời gian tới.

Ghi nhận bán cổ phần tại dự án Waterpoint và Akari City sẽ tăng tốc lợi nhuận H2 2018. Giá trị chuyển nhượng quỹ đất Akari City cho liên doanh thấp hơn ước tính của chúng tôi nhưng phần lớn sẽ được bù đắp bởi đóng góp của việc bán được giai đoạn 1 của dự án Waterpoint. Chúng tôi ước tính khoảng 280 tỷ đồng và 100 tỷ đồng LNST cho Waterpoint và Akari City sẽ được ghi nhận trong 6 tháng cuối năm 2018, tương ứng với 45% dự báo LNST sau CĐTS là 853 tỷ đồng, đạt mức tăng trưởng 59% so với cùng kỳ (YoY) và cao hơn mức dự phóng cũ 20%.

Các giao dịch bán cổ phần quỹ đất tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận trong ba năm tới. Chúng tôi ước tính khoản LNST 900 tỷ đồng còn lại từ các giao dịch bán cổ phần Mizuki Park, Akari City và Waterpoint sẽ tiếp tục ghi nhận trong giai đoạn 2019 – 2020 (tương ứng với 39% dự phóng tổng lợi nhuận cùng kỳ) khi NLG bàn giao các dự án tới người mua nhà, phù hợp với chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS).

Triển khai thành công dự án Waterpoint đảm bảo đủ sản phẩm cho các đợt mở bán trong dài hạn. Theo công ty, giai đoạn một sẽ bao gồm hơn 3.000 sản phẩm nhà phố và biệt thự sẽ được mở bán theo từng phân kỳ từ Q1 2019 tới 2023, sau đó là giai đoạn hai với 13.000 sản phẩm căn hộ. Triển vọng gần đây này đã giảm bớt phần nào quan ngại trước đây của chúng tôi về khả năng thiếu hụt hàng bán cho NLG từ năm 2020 trở đi khi các dự án Akari City and Mizuki Park tung hết sản phẩm.

Tốc độ mở bán chậm hơn cho Akari City và Mizuki Park ảnh hưởng tới định giá không đáng kể. Theo công ty, do thủ tục pháp lý mở bán kéo dài hơn so với dự kiến, NLG sẽ chỉ mở bán khoảng 600 căn hộ Akari City trong quý 4/2018 thay vì 1.000 sản phẩm như kế hoạch ban đầu và sẽ không có đợt mở bán mới nào cho dự án Mizuki Park trong 6 tháng cuối năm 2018 mặc dù tỷ lệ hấp thụ của dự án rất tích cực (đạt 95% trong tổng số 1.433 sản phẩm mở bán tại thời điểm Q2 2018). Do đó,

chúng tôi đã điều chỉnh dự phóng tổng giá trị hợp đồng ký mới của NLG cho năm 2018 xuống 5,1 nghìn tỷ, đạt tăng trưởng 6% YoY và cho năm 2019 xuống 6,0 nghìn tỷ, đạt tăng trưởng 18% YoY. Tuy nhiên, mức định giá thấp hơn cho hai dự án trên đã được bù đắp bởi việc đánh giá lại giá trị quỹ đất Waterpoint.

Đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng trong quý 3 2018 tạm hoãn do sự phục hồi chậm của tâm lý thị trường. Mặc dù vậy, chúng tôi không thấy ảnh hưởng nào đáng kể trong kế hoạch mở rộng quỹ đất của NLG do lượng tiền mặt hiện tại rất dồi dào của NLG đạt 2.500 tỷ (tương ứng với 30% Tổng Tài Sản của công ty, tính tới Q2 2018).

Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F*	2019F*
Doanh thu thuần	3.161	4.159	2.949
Giá vốn hàng bán	(1.866)	(2.670)	(1.595)
Lợi nhuận gộp	1.295	1.489	1.354
Chi phí bán hàng	(219)	(231)	(182)
Chi phí quản lí DN	(195)	(182)	(143)
LN thuần HĐKD	881	1.076	1.028
Doanh thu tài chính	95	101	59
Chi phí tài chính	(29)	(21)	(21)
Lợi nhuận từ công ty LDLK	(3)	80	302
Lợi nhuận/(chi phí) khác	6	6	6
LNTT	950	1.243	1.375
Thuế TNDN	(194)	(248)	(275)
LNST trước CĐTS	756	995	1.100
Lợi ích CĐ thiểu số	(221)	(142)	(56)
LN ròng trừ CĐTS , báo cáo	535	853	1.044
EPS cơ bản điều chỉnh, VND *	2.780	3.852	3.626
EPS pha loãng hoàn toàn, VND *	2.551	3.852	3.626

TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	24,8%	31,6%	-29,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	83,6%	22,1%	-4,4%
Tăng trưởng LNTT	96,2%	30,8%	10,6%
Tăng trưởng EPS	54,9%	38,5%	-5,9%

Khả năng sinh lời	2017A	2018F	2019F
Biên LN gộp %	41,0%	35,8%	45,9%
Biên LN từ HĐ %	27,9%	25,9%	34,9%
Biên LN ròng trừ CĐTS	16,9%	20,5%	35,4%
ROE %	19,8%	19,4%	16,4%
ROA %	10,7%	10,2%	9,7%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017A	2018F	2019F
Số ngày tồn kho	741	431	623
Số ngày phải thu	97	88	176
Số ngày phải trả	48	49	77
TG luân chuyển tiền	790	470	722

Thanh khoản	2017A	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	2,2	2,6	3,3
CS thanh toán nhanh	0,9	1,8	2,0
CS thanh toán tiền mặt	0,7	1,4	1,4
Nợ/Tài sản	11,6%	9,7%	5,9%
Nợ/Vốn sử dụng	24,8%	31,6%	-29,1%
Nợ/Vốn CSH	83,6%	22,1%	-4,4%
Khả năng thanh toán lãi vay	96,2%	30,8%	10,6%

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F*	2019F*
Tiền và tương đương	2.082	4.674	3.518
Các khoản phải thu	578	1.421	1.421
Hàng tồn kho	3.884	2.422	3.021
TS ngắn hạn khác	153	166	135
Tổng TS ngắn hạn	6.696	8.684	8.096
TS dài hạn (ròng)	56	64	73
Đầu tư TC dài hạn	755	2.335	2.637
TS dài hạn khác	413	413	413
Tổng TS dài hạn	1.225	2.812	3.123
Tổng Tài sản	7.921	11.497	11.219
Phải trả ngắn hạn	291	422	252
Nợ ngắn hạn	216	216	216
Nợ ngắn hạn khác	2.553	2.694	2.008
Tổng nợ ngắn hạn	3.060	3.332	2.475
Nợ dài hạn	700	894	444
Nợ dài hạn khác	439	439	439
Tổng nợ	4.198	4.665	3.358

Vốn cổ phần	1.572	2.755	2.755
Thặng dư vốn CP	492	1.707	1.707
Lợi nhuận giữ lại	864	1.434	2.407
Vốn khác	(8)	(8)	(8)
Lợi ích CĐTS	803	944	1.000
Vốn chủ sở hữu	3.723	6.832	7.861
Tổng cộng nguồn vốn	7.921	11.497	11.219

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền đầu năm		2.082	4.674
Lợi nhuận sau thuế		853	1.044
Khấu hao		14	14
Thay đổi vốn lưu động		877	(1.425)
Điều chỉnh khác		62	(245)
Tiền từ hoạt động KD		1.806	(612)
Chi mua sắm TSCĐ. ròng		(8)	(9)
Đầu tư		(1.587)	(309)
Tiền từ HĐ đầu tư		(1.595)	(318)
Cổ tức đã trả		(71)	(71)
Tăng (giảm) vốn**		2.185	-
Tăng (giảm) nợ		194	(450)
Tiền từ các hoạt động TC khác		73	295
Tiền từ hoạt động TC		2.381	(226)
Tổng lưu chuyển tiền tệ		2.592	(1.157)
Tiền cuối năm		4.674	3.518

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC dự phóng.. Ghi chú: (*) Giả định dự án Mizuki Park, Akari City, và Waterpoint GĐ1 sẽ không được hợp nhất; (**) Bao gồm 40 triệu cổ phiếu chào bán ra công chúng với mức giá giả định VND30.000/cổ phiếu.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Tuấn Anh, 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	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 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 tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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 việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

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.

Contacts

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 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 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.