

[Việt Nam] Bất động sản

CTCP Đầu tư Nam Long

(HOSE: NLG)

CƠ HỘI PHÁ ĐỈNH

MUA

(Báo cáo lần đầu)

Giá mục tiêu:**33.900 VND**

(Upside: +24,7%)

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Trần Duy lam, lam.td@miraeasset.com.vn

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi đánh giá cao chiến lược “Affordable Housing – Nhà ở vừa túi tiền” của Nam Long giúp công ty tồn tại qua cuộc khủng hoảng bất động sản giai đoạn 2010-2012. Chúng tôi cho rằng kinh nghiệm trải qua cuộc khủng hoảng sẽ giúp công ty tiếp tục duy trì và phát triển trong tình hình thị trường bất động sản khó khăn hiện nay.
- Việc mở rộng cấu trúc sản phẩm với 3 loại hình nhà ở Bình dân – Trung cấp – Cao cấp (Ehome – Flora – Valora) giúp đa dạng hóa sản phẩm, đáp ứng nhu cầu khách hàng ở các phân khúc khác nhau và cải thiện biên lợi nhuận của NLG so với trước đây khi tập trung chủ yếu vào các phân khúc Bình dân – Trung cấp.
- Chiến lược phát triển hợp vốn 50/50 theo từng dự án với các đối tác Nhật Bản (Hankyu Hanshin, Nishiteshu) giúp Nam Long tận dụng kinh nghiệm về phát triển dự án, khu đô thị đặc trưng, và tận dụng chi phí sử dụng vốn giá rẻ tại Nhật Bản.

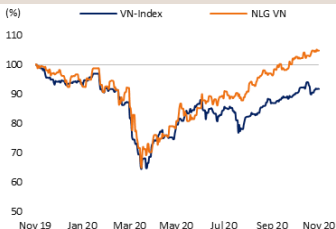
Kết quả kinh doanh và dự phóng

- KQKD 9 tháng đầu năm 2020:** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 1.298 tỷ đồng (-2% yoy) và 217 tỷ đồng (-52% yoy), EPS đạt 823 đồng/cổ phiếu (cp) (-52% yoy). LNST giảm mạnh do biên lợi nhuận gộp suy giảm ở các phân khúc nhà ở (-14% yoy) và xây dựng (-20% yoy), đồng thời, không có khoản thu nhập bất thường như 9T2019 (139 tỷ đồng).
- Cho năm 2020:** Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 1.542 tỷ đồng (-39% yoy) và LNST đạt 895 tỷ đồng (-11% yoy). Lợi nhuận trong năm 2020 chủ yếu đến từ thu nhập tài chính với kỳ vọng chuyển nhượng thành công một phần vốn góp tại 2 dự án Waterfront và Paragon Đại Phước, dự kiến mang lại LNST xấp xỉ 500 tỷ đồng. Ngoài doanh thu từ bàn giao căn hộ, đất nền, biệt thự tại các dự án sẵn có, chúng tôi cho rằng Nam Long sẽ ghi nhận doanh thu xây dựng từ việc thi công các dự án Mizuki, Waterpoint. Đây là các dự án được Nam Long góp vốn dưới dạng công ty liên kết.

Định giá và khuyến nghị

- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu NLG với giá mục tiêu 33.900 đồng/cp, xác định dựa trên việc kết hợp 2 phương pháp RNAV và phương pháp so sánh. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng phát triển trong trung và dài hạn của NLG khi thị trường bất động sản phục hồi, với quỹ đất sẵn có tại Long An, Cần Thơ, Hải Phòng, Đồng Nai.

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (đồng)	27.200	Vốn hóa (tỷ đồng)	7.487
LNST (2020E, tỷ đồng)	895	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	275
Kỳ vọng thị trường (2020E, tỷ đồng)	110	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	61,0
Tăng trưởng EPS (2020E, %)	6,7	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	48,0
P/E (2020E, x)	7,4	Beta (12M)	0,8
P/E thị trường (2020F, x)	15,3	Cao nhất 52 tuần (đồng)	27.500
Vn-Index	938	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	16.154

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	2,6	26,3	4,8
Tương đối	0,5	13,0	13,0

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	2015H	2016H	2017H	2018H	2019H	2020F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.259	2.534	3.161	3.480	2.546	1.542
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	418	823	1.295	1.503	1.066	648
Biên lợi nhuận gộp (%)	33,2	32,5	41,0	43,2	41,9	42,0
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	206	345	535	763	961	895
EPS (VND/CP)	929	1.511	2.315	2.900	3.430	3.660
ROE (%)	9,6	13,9	22,0	21,3	18,7	13,2
P/E (x)	15,6	9,3	9,1	7,5	7,3	7,4x
P/B (x)	1,4	1,2	1,6	1,3	1,4	0,9x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset VN Research

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Luận điểm đầu tư

1. Từ chiến lược “Affordable Housing-Nhà ở vừa túi tiền” đến đa dạng hóa 3 loại hình sản phẩm đáp ứng nhu cầu nhà ở của thị trường.

Được biết đến là một trong những doanh nghiệp phát triển nhà ở thu nhập trung bình hàng đầu tại thị trường TP.HCM trong thời gian hơn 10-15 năm trở lại đây, Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long (gọi tắt là “Nam Long”) với các dòng sản phẩm Ehome, EhomeS, Flora được thị trường đón nhận tích cực với thiết kế bắt mắt, giá bán phù hợp với phân khúc khách hàng có thu nhập trung bình. Các dự án tọa lạc tại các vị trí không quá xa khu vực trung tâm thành phố và giao thông thuận tiện.

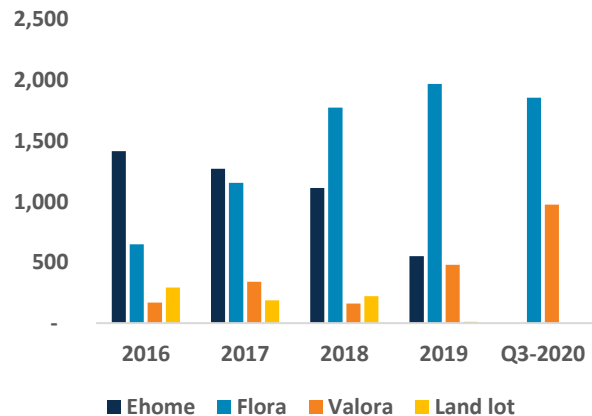
Sau khi tạo dựng nền móng vững chắc với phân khúc nhà ở bình dân và trung cấp, trong thời gian vài năm trở lại đây Nam Long bắt đầu tham gia vào phân khúc đất nền, nhà phố, nhà biệt thự với dòng sản phẩm Valora tại các dự án Kikyo, Fuji, Camellia Garden, Nguyên Sơn. Đây là phân khúc cao cấp với biên lợi nhuận gộp tốt hơn, sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của Nam Long trong giai đoạn 2021-2025.

Biểu đồ 1: Các dự án đang triển khai



Nguồn: Dữ liệu Công ty

Biểu đồ 2: Kết quả bán hàng qua các năm (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu Công ty

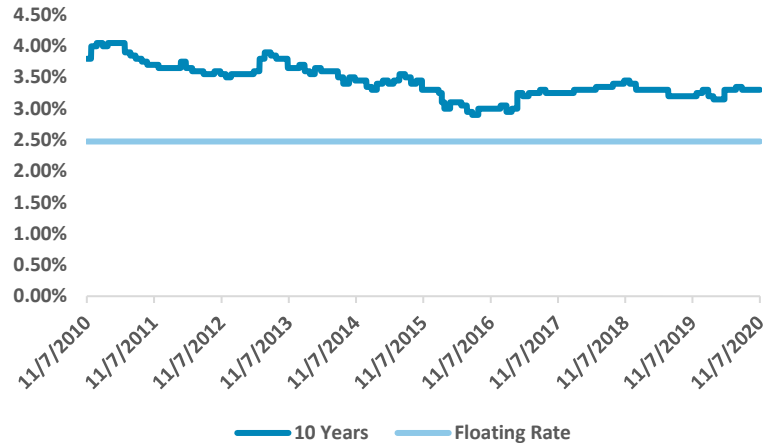
2. Chiến lược phát triển dự án theo hình thức góp vốn 50/50 với đối tác nước ngoài mang lại hiệu quả.

Được thành lập từ năm 1992, Nam Long đã trải qua những khó khăn tại thị trường bất động sản Việt Nam, đặc biệt là đợt khủng hoảng giai đoạn 2010-2012. Với những kinh nghiệm thực tiễn từ giai đoạn này, chúng tôi nhận thấy Công ty đã lựa chọn định hướng phát triển với tốc độ vừa phải nhưng chắc chắn. Một trong những hướng đi rõ nét trong các năm gần đây là kết hợp với các đối tác nước ngoài là Hankyu Hanshin Properties Corp. & Nishitetsu Group trong việc triển khai dự án nhằm tận dụng lợi thế nguồn vốn cũng như kinh nghiệm phát triển các dự án tại Nhật Bản.

Theo Ban lãnh đạo Nam Long, việc hợp tác với đối tác Nhật Bản giúp công ty tận dụng được nguồn vốn giá rẻ từ Nhật Bản, lãi suất dao động trong mức 4%-5%/năm. Chúng tôi cho rằng đây là lợi thế cạnh tranh rất lớn so với các đối thủ trong ngành, đặc biệt đối với ngành thâm dụng vốn lớn như bất động sản. Lãi suất vay đối với nhóm ngành bất động sản tại các Ngân hàng nội địa ở mức 8%-12%/năm, cá biệt một số công ty chịu mức lãi suất 13%-14%/năm qua kênh trái phiếu doanh nghiệp. Trong khi đó, lãi suất trái phiếu NLG đang phát hành ở mức 6,5% - 10,5%/năm, lãi suất cho các khoản vay dài

hạn tại Ngân hàng là từ mức 8% - 10,2%/năm.

Biểu đồ 3: Japan's Mortgage Interest Rate



Nguồn: Bloomberg

Bảng 1: Danh sách các dự án Nam Long hợp tác

Stt	Tên dự án	Thời điểm triển khai	Đối tác	Quốc gia	Tỷ lệ góp vốn của Nam Long	Sản phẩm
1	Sakura	2014	Hankyu Hanshin Properties Corp. & Nishitetsu Group	Nhật Bản	50%	Flora, Valora, Dự án khu đô thị
2	Fuji	2017				
3	Kikyo	2018				
4	Mizuki	2019				
5	Akari	2019				
6	Waterpoint	2020				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset VN Research

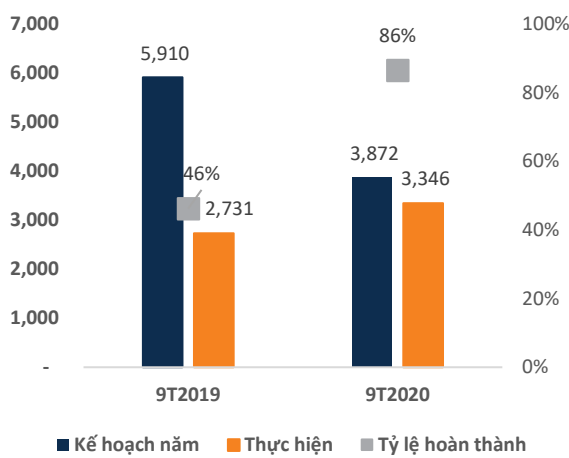
Các dự án liên kết đang được triển khai và có tiến độ bán hàng khả quan, sát với kế hoạch. Tính đến cuối Q3/2020, Nam Long mở bán thành công 1.751 căn hộ Flora dự án Akari, 976 căn biệt thự Valora tại Waterpoint, tổng giá trị Pre-sales (giá trị bán hàng) là 7.702 tỷ đồng. Tính riêng 9T2020, giá trị Pre-sales là 3.346 tỷ đồng, trong đó dự án Waterpoint là 2.497 tỷ đồng, dự án Akari là 760 tỷ đồng, hoàn thành 86% so với kế hoạch năm, tăng 22,5% so với cùng kỳ 9T2019. **Chúng tôi đánh giá đây là điểm sáng của NLG so với bối cảnh chung thị trường bất động sản năm 2020 còn khó khăn hơn năm 2019 dưới tác động kép từ những vấn đề về mặt chính sách và đại dịch Covid-19.**

Bảng 2: Tiến độ các dự án liên kết

Stt	Tên dự án	Quy mô	Vị trí	Sản phẩm	Số lượng	Giá bán bình quân	Tiến độ	Bàn giao
1	Mizuki	37 ha	Bình Chánh	Flora, Valora	1.479 căn	24 – 28 triệu đồng/m ²	Bàn giao 1.350 căn	2019-2020.
2	Akari	8,5ha	Bình Tân	Flora, Valora	1.862 căn	31 – 33 triệu đồng/m ²	Đã bán 1.751 căn	2021
3	Waterpoint (GD 1)	165 ha	Long An	Valora	4.372 căn	2,5-6 tỷ đồng/căn	Đã bán 976 căn	2020-2023

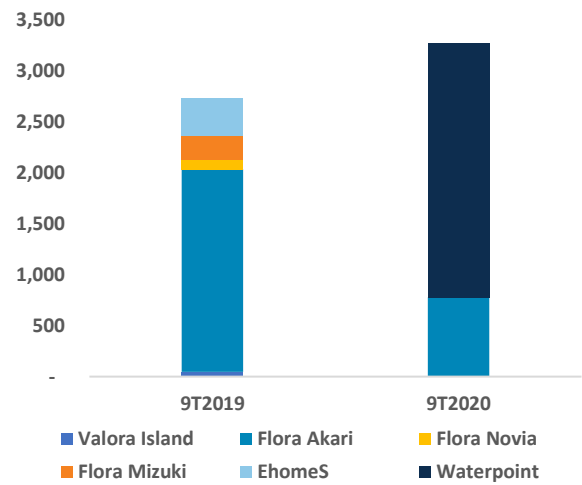
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset VN Research

Biểu đồ 4: Giá trị Pre-sales 9 tháng/Kế hoạch năm



Nguồn: Dữ liệu Công ty

Biểu đồ 5: Giá trị Pre-sales theo dự án



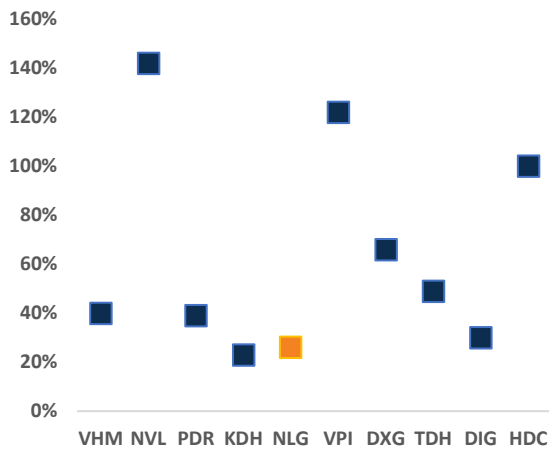
Nguồn: Dữ liệu Công ty

3. Tỷ trọng nợ vay thấp so với doanh nghiệp cùng ngành.

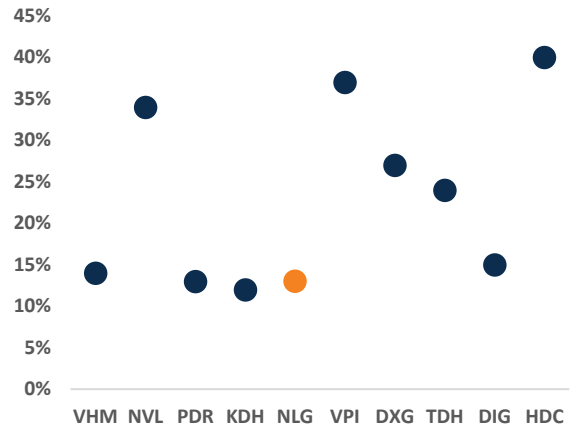
Với tỷ trọng Nợ vay/Vốn chủ sở hữu: 26%, Nợ vay/Tổng tài sản: 13%, Nam Long là một trong số ít doanh nghiệp có tỷ trọng nợ vay thấp nhất so với các doanh nghiệp trong ngành. **Chúng tôi cho rằng đặc điểm này giúp công ty giảm thiểu được những rủi ro trước những tác động tiêu cực từ thị trường như chính sách pháp lý, đại dịch Covid19 kéo theo đà suy giảm của toàn ngành.**

Biểu đồ 6: Nợ vay/Vốn chủ sở hữu - Q3/2020

Biểu đồ 7: Nợ vay/Tổng tài sản - Q3/2020



Nguồn: FiinPro



Nguồn: FiinPro

Kết quả kinh doanh 9T-2020 và dự kiến 2020

1. Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2020

- 9 tháng đầu năm 2020 Nam Long ghi nhận 1.298 tỷ đồng doanh thu (-2% yoy), 217 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-52% yoy), EPS đạt 823 đồng/cp (-52% yoy). Kết quả này đến từ việc bàn giao 350 căn Flora Mizuki, 81 biệt thự Valora, đất nền, và một số sản phẩm khác. Lợi nhuận sau thuế giảm mạnh do biên lợi nhuận gộp suy giảm ở các phân khúc nhà ở (-14% yoy) và xây dựng (-20% yoy).
- Ngoài ra, 9T2019 Nam Long ghi nhận khoản thu nhập 136 tỷ đồng từ giao dịch mua rẻ Công ty CPĐT Việt Thiện Lâm (đánh giá lại lợi thế thương mại). Đây là giao dịch đối với dự án Paragon Đại Phước. Cho cả năm 2019, khoản thu nhập từ giao dịch mua rẻ này ghi nhận 381 tỷ đồng.

2. Dự phóng năm 2020

- Chúng tôi kỳ vọng Nam Long sẽ bàn giao 350 căn biệt thự đầu tiên tại dự án Waterpoint, cùng với 105 căn hộ Flora Novia còn lại vào Q4/2020.
- Chúng tôi dự kiến việc chuyển nhượng vốn tại dự án Waterfront sẽ thực hiện đúng tiến độ đặt ra vào Q4/2020, mang lại lợi nhuận sau thuế xấp xỉ 500 tỷ đồng. Doanh thu và LNST 2020 ước đạt lần lượt 1.542 tỷ đồng (-39% yoy) và 895 tỷ đồng (-11% yoy), hoàn thành 101 % kế hoạch doanh thu và 109 % kế hoạch LNST của công ty.

Định giá doanh nghiệp

1. Phương pháp NAV

- Chúng tôi chiết khấu dòng tiền từ các dự án Mizuki, Waterpoint, Akari, dựa trên các kế hoạch triển khai xây dựng và tiến độ thu tiền dự kiến của NLG.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo Book Value cho các dự án còn lại do chưa có thông tin chi tiết về kế hoạch phát triển dự án của công ty.

Bảng 3: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

STT	Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NAV (tỷ đồng)
1	Mizuki	DCF	50%	297
2	Waterpoint	DCF	50%	511
3	Akari	DCF	50%	1.029
4	Khác	BV		128
Tổng				1.966
Số lượng CP hiện hành ¹				240.157.619
BVPS (VND/cổ phiếu)				21.178
RNAV (VND/cổ phiếu)				29.362

Bảng 4: Quỹ đất đang triển khai

STT	Dự án	Vị trí	Quy mô	Tỷ lệ	Thời gian triển khai				
					2020	2021	2022	2023	2024
1	Mizuki	Nguyễn Văn Linh, Bình Chánh, TP.HCM	37 ha, 5.900 sản phẩm căn hộ, biệt thự, nhà phố, shophouse	50%					
2	Akari	Võ Văn Kiệt, Bình Tân, TP.HCM	8,5 ha, khoảng 5.000 căn hộ	50%					
3	Water Point (GĐ 1)	Bến Lức, Long An	165 ha, khoảng hơn 7.900 sản phẩm nhà phố, biệt thự đơn lập, biệt thự song lập	50%					
4	Nam Long Hải Phòng	Thủy Nguyên, Hải Phòng	22 ha, khoảng 3.096 sản phẩm biệt thự, nhà phố	100%					
5	Nam Long Cần Thơ	Cái Răng, Cần Thơ	43 ha, khoảng 1.531 sản phẩm nhà phố, đất nền, biệt thự	100%					
6	Nam Long Đại Phước	Nhơn Trạch, Đồng Nai	45 ha, khoảng 587 sản phẩm biệt thự	100%					
7	Waterfront	Long Hưng, Đồng Nai	170 ha, khoảng 3.691 căn hộ, 3.215 biệt thự, nhà phố	10,5%					

Nguồn: Dữ liệu Công ty

2. Phương pháp so sánh (Comparable Company)

¹ Tính đến 06/11/2020

- Chúng tôi lựa chọn một số công ty trong cùng ngành, có mô hình kinh doanh tương đồng.

Đv: tỷ đồng, EPS: đồng/CP

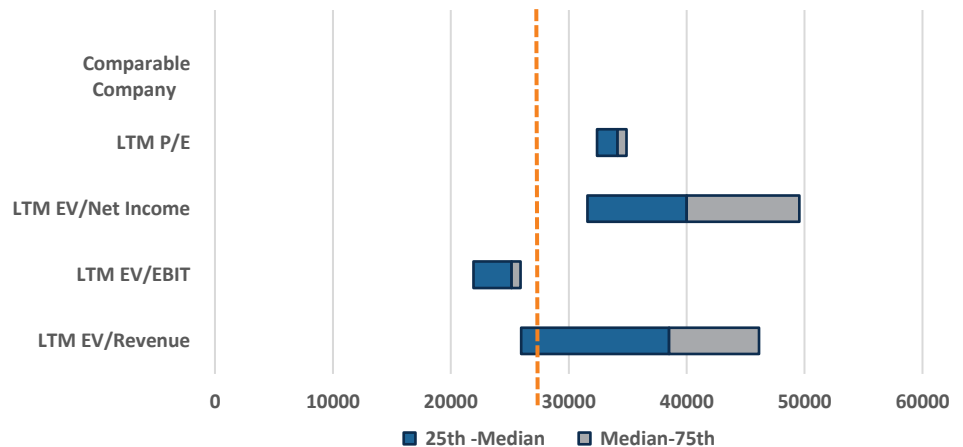
Bảng 5: Chỉ số tài chính các công ty trong ngành

Company	Enterprise Vallue	LTM Revenue	LTM EBIT	LTM NI	LTM EPS
VHM	268.704	63.562	22.813	22.318	6.763
NVL	100.333	5.183	443	5.652	5.844
KDH	12.775	4.193	1.574	1.174	2.150
PDR	17.484	3.533	1.520	1.188	3.280
VPI	8.960	3.260	868	454	3.580

Bảng 6: Chỉ số định giá các công ty trong ngành

Company	Enterprise Value	EV/Revenue	EV/EBIT	EV/NI	P/E
VHM	268.704	4,2x	11,8x	12,0x	11,2x
NVL	100.333	19,4x	226,5x	17,8x	10,6x
KDH	12.775	3,0x	8,1x	10,9x	11,4x
PDR	17.484	4,9x	11,5x	14,7x	12,2x
VPI	8.960	2,7x	10,3x	19,7x	9,3x

Bảng 7: Giá trị hợp lý cổ phiếu NLG theo các chỉ số so sánh



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset VN Research

3. Định giá doanh nghiệp

- Chúng tôi kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh để xác định

giá mục tiêu cổ phiếu NLG. Các mức giá mục tiêu và trọng số theo từng phương pháp được xác định như sau:

Bảng 8: Mức giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/CP)
P/E	50%	38.500
DCF	50%	29.362
Tổng cộng	100%	33.931
Giá hiện tại		27.200
Upside		+24,7%

CTCP Đầu tư Nam Long

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2017H	2018H	2019H	2020F
Doanh thu thuần	3,165	3,480	2,549	1,542
Giá vốn hàng bán	1,866	1,976	1,480	894
Lợi nhuận gộp	1,295	1,503	1,066	648
Lãi/lỗ từ HĐTC	65	92	76	171
Lãi/lỗ từ LKLD	3	(14)	(126)	-
SG&A	414	491	425	225
Lợi nhuận hoạt động	944	1,119	844	493
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	944	1,119	844	493
Lợi nhuận ngoài HĐKD	6	9	383	625
Lợi nhuận trước thuế	950	1,128	1,226	1,118
Thuế TNDN	194	241	219	224
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	756	887	1,007	895
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	756	887	1,007	895
Cổ đông công ty mẹ	535	763	961	848
Cổ đông thiểu số	221	124	47	47
EBITDA	987	1,169	885	1,239
FCF (Dòng tiền tự do)	2,256	976	265	1,261
EBITDA Margin (%)	31.2%	33.6%	34.8%	95.4%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	29.9%	32.2%	33.1%	32.0%
Biên lợi nhuận ròng (%)	23.9%	25.5%	39.6%	58.0%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2017H	2018H	2019H	2020F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	2,261	991	325	1,071
LNST	756	887	1,007	895
Chi phí không bằng tiền				
Khấu hao	14	13	21	21
Khấu trừ	(1)	(2)	1	-
Khác				
Thay đổi vốn lưu động				
Tăng giảm phải thu	634	(382)	(336)	329
Tăng giảm tồn kho	(179)	621	433	(344)
Tăng giảm phải trả	1,275	79	(170)	170
LCTT hoạt động đầu tư	(786)	(1,830)	(377)	(810)
Tăng giảm Tài sản cố định	(5)	(15)	(60)	190
Tăng giảm Tài sản vô hình	-	-	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(99)	(196)	(72)	-
Tăng giảm Tài sản dài hạn khác	(728)	(1,717)	(328)	(1,000)
LCTT hoạt động tài chính	(324)	840	(131)	792
Phát hành cổ phiếu	78	540	573	255
Mua lại cổ phiếu quỹ	(20)	(93)	(318)	-
Cổ tức đã trả	(123)	(207)	(244)	(249)
Tiền thu từ đi vay/Trả nợ vay	(259)	600	(142)	786
LCTT trong kỳ	1,151	2	(184)	1,052
Số dư đầu kỳ	932	2,082	2,084	1,901
Số dư cuối kỳ	2,082	2,084	1,901	2,953

Nguồn: BCTC Công ty. Mirae Asset Vietnam dự phóng

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2017H	2018E	2019H	2020F
Tài sản ngắn hạn	6,779	7,320	7,923	8,990
Tiền và tương đương tiền	2,082	2,084	1,901	2,953
Phải thu ngắn hạn	579	1,833	1,548	463
Tồn kho	3,884	3,261	4,298	4,642
Khác	173	126	109	109
Tài sản dài hạn	1,127	2,254	2,981	3,770
Phải thu dài hạn & TSDH khác	283	470	716	716
Bất động sản đầu tư	33	38	185	185
Đầu tư tài chính dài hạn	755	1,684	1,809	2,809
Tổng tài sản	7,906	9,574	10,904	12,704
Nợ phải trả	4,183	4,290	4,704	5,351
Phải trả người bán ngắn hạn	291	270	175	122
Khách hàng trả trước	1,250	1,080	1,322	1,850
Chi phí phải trả ngắn hạn	666	506	488	546
Phải trả khác	285	312	561	269
Nợ vay	445	1,007	870	1,655
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	324	718	695	815
Vốn chủ sở hữu	3,723	4,600	6,200	7,353
Vốn góp chủ sở hữu	1,572	2,391	2,597	2,852
Thặng dư cổ phần	492	989	989	989
Cổ phiếu quỹ	(60)	(86)	(383)	(383)
Lợi nhuận giữ lại	864	1,294	1,839	2,740
Tổng nguồn vốn	7,906	9,574	10,904	12,704

Các chỉ số định giá/dự phóng (tóm tắt)

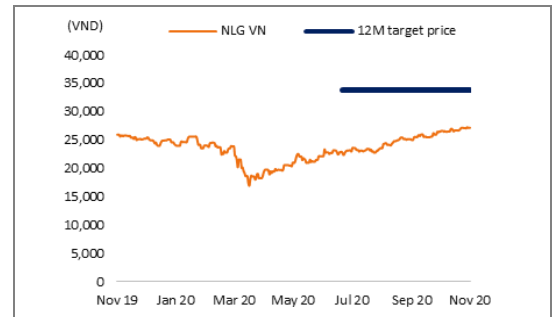
	2017H	2018E	2019H	2020F
P/E (x)	9.1	7.5	7.3	7.4x
P/CF (x)	1.9x	6.7x	26.7x	5.6x
P/B (x)	1.6	1.3	1.4	0.9x
EPS (đồng/cổ phiếu)	2,315	2,900	3,430	3,660
CFPS (đồng/cổ phiếu)	14,347	4,082	1,020	4,854
BVPS (đồng/cổ phiếu)	23,678	19,237	23,873	27,672
DPS (đồng/cổ phiếu)	414	386	778	1,000
Lợi suất cổ tức (%)	4.1%	3.9%	7.8%	10.0%
Tăng trưởng doanh thu	19%	19%	11%	11%
Tăng trưởng EBITDA (%)	90%	19%	-24%	40%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	57%	16%	-29%	-39%
Tăng trưởng EPS	40%	4%	29%	-18%
Số ngày bình quân khoản phải thu (ngày)	43	50	84	109
Số ngày bình quân hàng tồn kho (ngày)	832	789	1,208	1,825
Số ngày bình quân khoản phải trả (ngày)	48	52	55	61
ROA (%)	10.7%	10.2%	9.8%	7.6%
ROE (%)	22.0%	21.3%	18.7%	13.2%
ROIC (%)	19.4%	18.9%	10.9%	11.1%
Nợ vay/Tổng Tài sản (%)	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (x)	4.0x	5.0x	4.7x	3.1x
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	0.1x	0.2x	0.1x	0.2x
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	33.2x	31.2x	41.1x	12.2x

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
NLG VN Equity	09/11/2020	Mua	33.900



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)