

BÁO CÁO LẦN ĐẦU: MUA

Giá hiện tại (22/09/2015):	Đồng	20.500
Giá trị nội tại dài hạn	TT định giá thấp	
Giá mục tiêu:	Đồng	22.400
Xu hướng ngắn hạn	Trung lập	
Ngưỡng kháng cự	N/A	
Ngưỡng hỗ trợ	19.000	
Mã Bloomberg: NLG VN	Sàn niêm yết:	HSX
Ngành:	Bất động sản	
Bêta	0,5	
Giá thấp/cao nhất 52 tuần (đồng)	16.600/20.800	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	141,6	
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.902	
KLGDĐQ 12 tháng (cp)	48.539	
Sở hữu nước ngoài (%)	48,8%	

Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (Đồng)
2016 (VPBS dự báo)	3,9%	2.259
2015 (VPBS dự báo)	3,9%	1.351
2014	2,8%	841
2013	N/A	232
2012	N/A	264

	2010-14 CAGR	2015E (tỷ đồng)	2016F (tỷ đồng)
Doanh thu	0,8%	1.637	2.526
E□ITDA	(17,8%)	241	420
Lợi nhuận ròng	(15,4%)	186	320

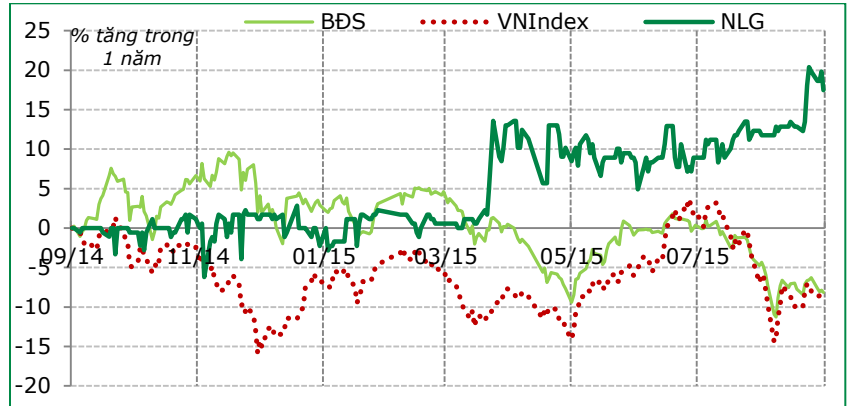
Chỉ số trượt	NLG	Cùng ngành	VN-Index
P/E	14,5	15,0	11,1
P/B	1,3	0,8	1,7
Nợ vay/VCSH	26,5%	40,8%	100,8%
ROE	9,5%	8,0%	15,8%
ROA	4,4%	3,2%	2,9%

Giới thiệu công ty:

NLG được thành vào năm 1992 và là một trong những doanh nghiệp tư nhân đầu tiên trong lĩnh vực xây dựng tại Việt Nam. NLG chính thức niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) giữa năm 2013. NLG hiện có vốn điều lệ là 1.415 tỷ đồng.

NLG hiện sở hữu 15 dự án ở TP.HCM, Long An, Bình Dương và Cần Thơ với tổng quỹ đất khoảng 567 ha.

Kết quả kinh doanh 6T2015: Doanh thu: 413 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 60,7 tỷ đồng; Vốn chủ sở hữu: 2.069 tỷ đồng.



Trong báo cáo lần đầu này, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CTCP Đầu Tư Nam Long (NLG). Mặc dù có quan điểm trung lập đối với diễn biến ngắn hạn của giá cổ phiếu, chúng tôi tin rằng NLG có nhiều tiềm năng tăng giá trong dài hạn.

Luận điểm đầu tư:

- ❖ **Hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường bất động sản:** dựa vào xu hướng hiện nay của thị trường, chúng tôi tin rằng phân khúc nhà ở "vừa túi tiền" sẽ có lượng cầu mạnh trong giai đoạn 2015-2016. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của NLG sẽ tăng 95% năm 2015 và 72% năm 2016.
- ❖ **Thương hiệu mạnh trong phân khúc nhà ở bình dân:** NLG là một trong những nhà phát triển bất động sản tiên phong trong phân khúc nhà ở "vừa túi tiền" tại Việt Nam với hơn 20 năm kinh nghiệm. EHome là thương hiệu căn hộ được biết đến rộng rãi thuộc phân khúc này.
- ❖ **Các đối tác chiến lược nước ngoài giúp nâng cao hệ thống quản trị và hỗ trợ công ty tăng trưởng:** NLG có các cổ đông chiến lược nước ngoài như ASPL, Goldman Sachs, Mekong Capital, IFC, giúp công ty nâng cao hệ thống quản trị doanh nghiệp, cũng như mang đến những lợi ích khác từ kinh nghiệm của nhóm cổ đông này. Gần đây, NLG có thêm cổ đông chiến lược mới là Keppel Land, một trong những nhà phát triển bất động sản hàng đầu ở phân khúc cao cấp. Keppel Land cũng có một số quỹ đất phù hợp với phân khúc nhà ở "vừa túi tiền", vốn là thế mạnh của NLG.
- ❖ **Chất lượng tài sản và quỹ đất tốt:** NLG có tình hình tài chính khỏe mạnh với nợ vay ở mức thấp. Công ty còn nắm giữ nhiều tiền mặt và sở hữu quỹ đất sạch lớn với giá rẻ. Với nền tảng cơ bản tốt, chúng tôi tin rằng NLG sẽ đạt được chỉ số ROE ở mức 14,2% trong năm 2016.
- ❖ **Xu hướng ngắn hạn trung lập:** Sau 8 phiên dưới ngưỡng kháng cự 19.600, NLG đã bứt phá mạnh và thiết lập mức giá cao mới tại 20.800 trong phiên ngày 10/9. NLG đang giao dịch giằng co bên dưới mức đỉnh này với thanh khoản tốt, và duy trì được ngưỡng hỗ trợ của đường MA10.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

NỘI DUNG

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH THỊ TRƯỜNG	3
TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY	7
GIỚI THIỆU	7
CHIẾN LƯỢC KINH DOANH	8
BAN LÃNH ĐẠO VÀ CƠ CẤU CỔ ĐÔNG.....	9
DANH MỤC DỰ ÁN	10
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG	17
ĐỊNH GIÁ	21
GIÁ ĐỊNH VÀ DỰ PHÓNG.....	21
PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG (NAV).....	22
PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY.....	23
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	24
KẾT LUẬN	25

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH THỊ TRƯỜNG

Số lượng giao dịch căn hộ tăng mạnh

Số lượng giao dịch căn hộ và giá bán đều tăng lên, cho thấy người mua nhà đang hào hứng trở lại đối với thị trường bất động sản.

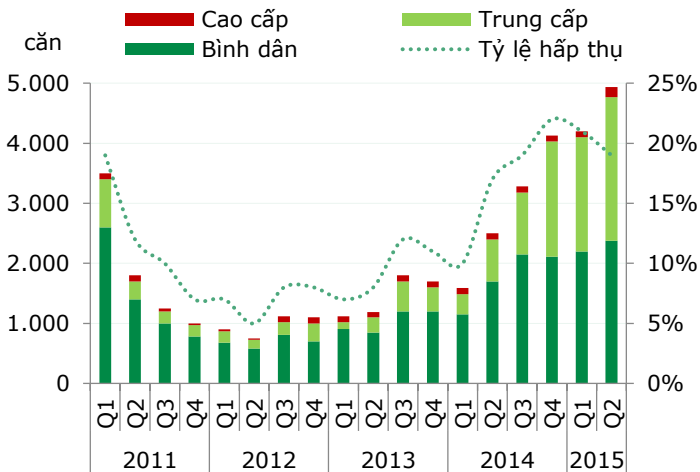
Theo số liệu thống kê sơ bộ của Savills, số lượng căn hộ bán được trong Q2/2015 tại TP.HCM là khoảng 5.000 căn, tăng 17% so với quý trước và 96% so với cùng kỳ. Đây là số lượng giao dịch cao nhất kể từ Q4/2010. Tỷ lệ hấp thụ tại TP.HCM vẫn ở mức cao là 19%, giảm 2 điểm phần trăm so với quý trước, nhưng đã tăng 2 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước.

Số lượng căn hộ bán được tại Hà Nội trong Q2/2015 là 4.630 căn, giảm 18% so với quý trước. Tỷ lệ hấp thụ tại Hà Nội đạt 34%, giảm 9% so với quý trước, nhưng đã tăng 80% so với cùng kỳ. Trong sáu tháng đầu năm 2015, tổng số lượng căn hộ bán được là khoảng 10.000 căn, tương đương với số lượng giao dịch của cả năm 2014 tại Hà Nội.

Giá bán căn hộ ở một số dự án đã tăng khoảng 4-6% so với cùng kỳ năm trước. Các dự án ở cả phân khúc cao cấp và bình dân có vị trí tốt gần trung tâm thành phố, hoặc gần các công trình cơ sở hạ tầng quan trọng đang được triển khai, đều ghi nhận mức tăng giá ấn tượng. Chỉ số giá nhà ở tại TP.HCM của Savills vẫn duy trì ổn định so với cùng kỳ năm trước; nhưng chỉ số giá nhà tại Hà Nội tăng mạnh trong Q2/2015 với mức tăng 27 điểm so với quý trước và 38,7 điểm so với cùng kỳ năm trước, nhờ sự tăng giá của hơn 50% các dự án hiện tại.

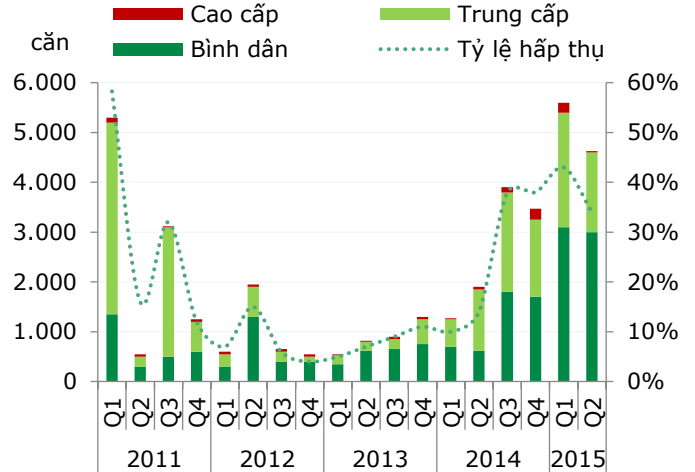
Sự tăng lên ở cả số lượng giao dịch và giá bán căn hộ cho thấy người mua nhà đang có niềm tin và hào hứng trở lại đối với bất động sản (BDS).

Số lượng căn hộ bán được và tỷ lệ hấp thụ theo phân khúc tại TP.HCM



Nguồn: Savills Research Q1/2011 -Q2/2015, VPBS tổng hợp

Số lượng căn hộ bán được và tỷ lệ hấp thụ theo phân khúc tại Hà Nội



Nguồn: Savills Research Q1/2011-Q2/2015, VPBS tổng hợp

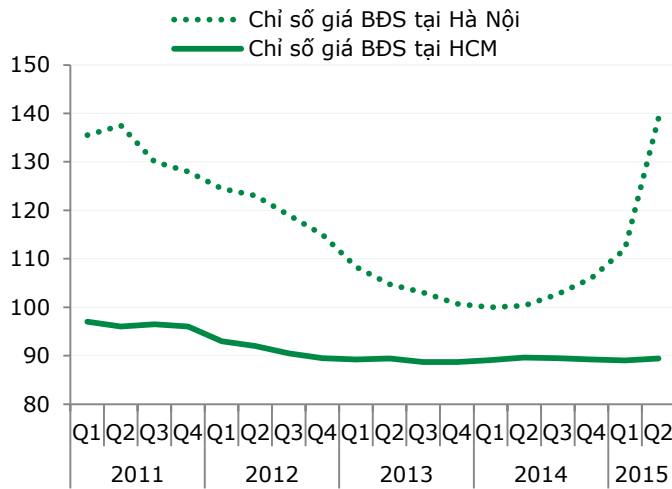
Tồn kho bất động sản giảm mạnh

Tồn kho bất động sản giảm 13,7% so với thời điểm cuối năm 2014. Chúng tôi tin rằng nợ xấu và tồn kho bất động sản không còn là vấn đề quá lớn đối với thị trường bất động sản ở thời điểm hiện tại.

Theo số liệu của Bộ Xây Dựng, tại thời điểm cuối tháng 7/2015, tồn kho BĐS còn khoảng 63,7 nghìn tỷ đồng, giảm mạnh 13,7% so với đầu năm. Trong đó, tồn kho chung cư là 11.984 căn (trị giá 18,4 nghìn tỷ đồng); tồn kho nhà thấp tầng là 8.790 căn (15,3 nghìn tỷ đồng); tồn kho đất nền nhà ở là 7,9 triệu m² (25,5 nghìn tỷ đồng); và tồn kho đất nền thương mại là 1,6 triệu m² (4,5 nghìn tỷ đồng).

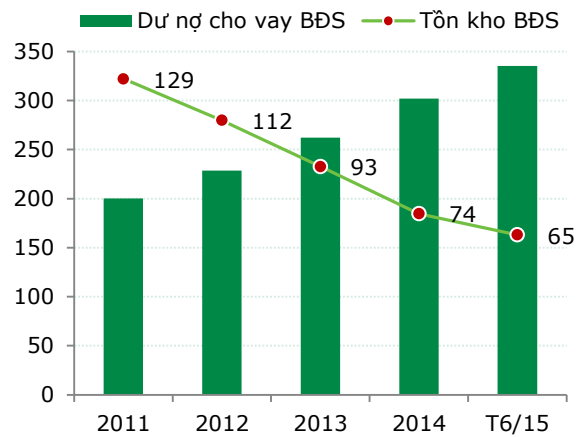
Sự phát triển của thị trường BĐS phụ thuộc rất nhiều vào sức khỏe của nền kinh tế. Chúng tôi tin rằng khi các yếu tố nền tảng của nền kinh tế Việt Nam đang liên tục được cải thiện, nợ xấu và tồn kho BĐS không còn là vấn đề quá lớn đối với thị trường BĐS ở thời điểm hiện tại.

Chỉ số giá BĐS tại TP.HCM và Hà Nội



Nguồn: Savills Research Q1/2011 – Q2/2015, VPBS tổng hợp
Ghi chú: Chỉ số cơ sở 100 tại thời điểm Q1/2009

Dư nợ cho vay và tồn kho BĐS (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: SBV, MOC, VPBS tổng hợp

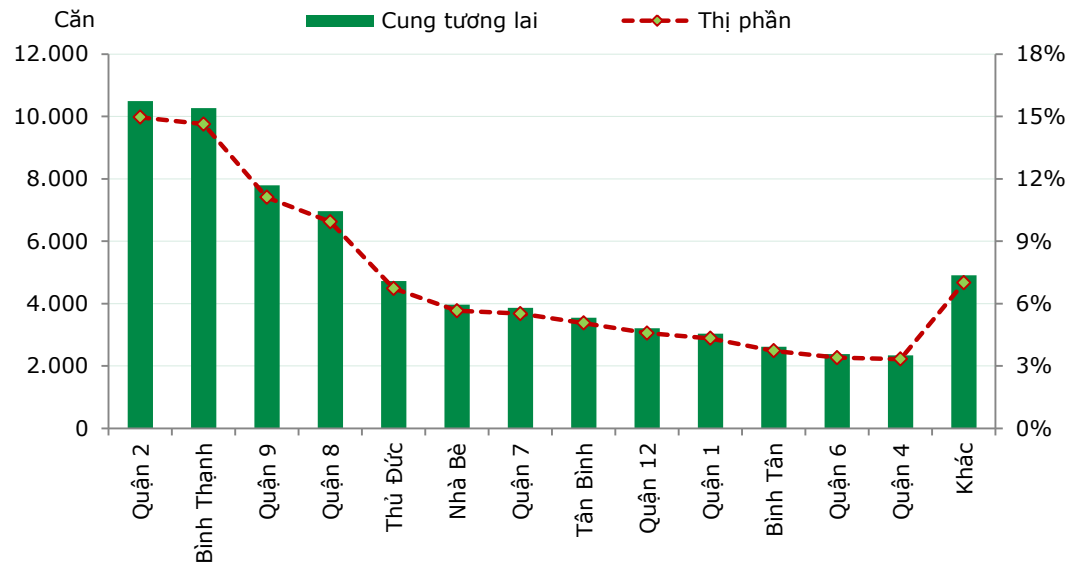
Nguồn cung tương lai phân khúc căn hộ tăng mạnh

Thị trường bất động sản TP.HCM sẽ đón nhận thêm khoảng 59.200 căn hộ mới của 90 dự án từ nửa cuối năm 2015 đến năm 2017. Sự tăng lên ở cả cung và cầu căn hộ giúp cho giá bán có thể duy trì ổn định.

Theo Savills, từ nửa cuối năm 2015 đến năm 2017, thị trường BĐS TP.HCM sẽ đón nhận thêm khoảng 59.200 căn hộ mới đến từ 90 dự án. Tại thời điểm quý 2/2015, thị trường sơ cấp có khoảng 26.000 căn hộ, tăng 27% theo quý và 72% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, có 6.600 căn đến từ các dự án mới, tăng 9% theo quý và 30% so với cùng kỳ. Quận 2 và quận Bình Thạnh có nguồn cung tương lai lớn nhất, đóng góp khoảng 30% tổng nguồn cung căn hộ trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2017; tiếp theo là nguồn cung căn hộ ở quận 9, đóng góp 11% vào tổng nguồn cung.

Sự gia tăng mạnh nguồn cung tương lai tạo ra áp lực giảm giá; tuy nhiên, nhu cầu cũng đang gia tăng, và người mua nhà đang hào hứng với phân khúc tài sản này, giúp cho giá bán có thể duy trì ở một điểm cân bằng nhất định. Chúng tôi cho rằng chưa có dấu hiệu của bong bóng BĐS trong tương lai gần.

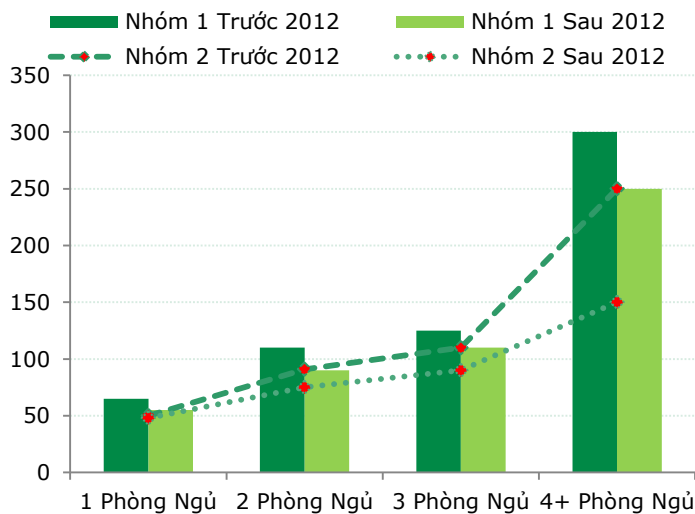
Nguồn cung căn hộ tương lai theo quận, giai đoạn 2015-2017



Nguồn: Savills Research, VPBS tổng hợp

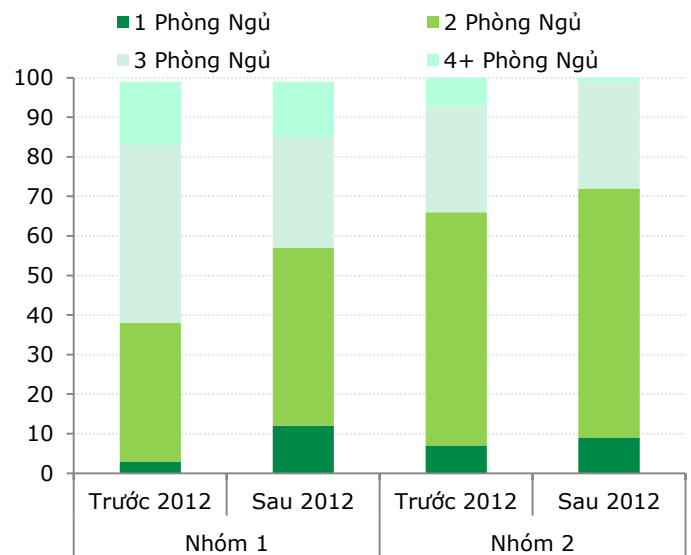
Loại hình và diện tích căn hộ đang có sự thay đổi mạnh. Theo khảo sát của CBRE, tỷ trọng loại căn hộ một phòng ngủ và hai phòng ngủ đã tăng mạnh. Từ sau năm 2012, loại căn hộ này chiếm 57% tổng số lượng căn hộ nhóm một (căn hộ hạng sang và cao cấp) và 72% tổng số lượng căn hộ nhóm hai (căn hộ trung cấp và bình dân). Giai đoạn trước năm 2012, tỷ lệ này là 38% trong nhóm một và 66% trong nhóm hai. Diện tích trên mỗi căn hộ cũng có xu hướng thu nhỏ lại để giảm giá bán nhằm đáp ứng nhu cầu của số đông người mua.

Diện tích trung bình căn hộ tại TP.HCM (m²)



Nguồn: CBRE, VPBS tổng hợp

Cơ cấu loại căn hộ tại TP.HCM (%)



Nguồn: CBRE, VPBS tổng hợp

Lãi suất giảm giúp cho chi phí lãi vay mua nhà giảm theo, góp phần làm tăng nhu cầu mua nhà ở của người dân.

Tín dụng BĐS trong sáu tháng đầu năm 2015 tăng nhanh hơn mức tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống.

Lãi suất giảm hỗ trợ cho thị trường bất động sản

Các yếu tố nền tảng kinh tế của Việt Nam tiếp tục được cải thiện. GDP tăng trưởng 6% trong năm 2014 và kỳ vọng sẽ đạt mức tăng trưởng 6,5% trong năm 2015. Chỉ số lạm phát ở mức 1,8%, là mức thấp nhất trong vòng 13 năm trở lại đây. Điều này góp phần giúp lãi suất có xu hướng giảm kể từ năm 2014, nhờ đó thúc đẩy dòng tiền chảy vào các loại hình tài sản khác như BĐS.

Lãi suất có vai trò rất quan trọng đối với thị trường BĐS. Sự thay đổi lãi suất ảnh hưởng lớn đến khả năng mua nhà của người dân. Lãi suất giảm giúp cho chi phí lãi vay mua nhà phải trả cho ngân hàng giảm theo, góp phần giúp gia tăng nhu cầu mua BĐS. Tại thời điểm Q2/2015, lãi suất tiền gửi ngắn hạn ổn định ở mức 5,5% đến 6,0% một năm, mức lãi suất này kém hấp dẫn hơn so với tỷ suất sinh lời từ hoạt động cho thuê nhà ở. Vì vậy, thị trường BĐS đang thu hút nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư. Chúng tôi tin rằng số lượng giao dịch căn hộ sẽ tiếp tục tăng trưởng trong 6 tháng cuối năm 2015.

Tín dụng BĐS đã tăng trưởng khoảng 11% trong sáu tháng đầu năm 2015, cao hơn mức tăng trưởng tín dụng chung toàn hệ thống (hơn 6%). Tổng dư nợ tín dụng BĐS đến cuối tháng 6/2015 vào khoảng 334 nghìn tỷ đồng, chiếm 8,3% tổng dư nợ toàn hệ thống.

Nguồn vốn để đầu tư BĐS ở Việt Nam gồm 3 nguồn chính: vốn của chủ sở hữu, vốn vay ngân hàng và vốn huy động từ khách hàng. Chỉ có một số ít các doanh nghiệp BĐS Việt Nam có đủ tiềm lực tài chính để tự thực hiện các dự án. Vì vậy các doanh nghiệp thường phải phụ thuộc nhiều vào vốn vay từ ngân hàng (ước tính có đến trên 70% doanh nghiệp). Hiện nay, vấn đề nợ xấu đã được kiểm soát tốt, thị trường BĐS đang ấm lên, cùng với tín dụng BĐS đang tăng nhanh, chúng tôi tin rằng ngành BĐS đã thoát đáy và bắt đầu chu kỳ tăng trưởng mới.

Thông tư 36 có hiệu lực từ ngày 2/2/2015, trong đó quy định giảm hệ số rủi ro đối với tín dụng BĐS từ 250% xuống còn 150%. Quy định này cho thấy Ngân hàng Nhà nước đang tạo điều kiện để các ngân hàng thương mại mở rộng cho vay vào lĩnh vực BĐS, nhờ đó làm tăng nguồn vốn chảy vào thị trường BĐS. Trước Thông tư 36, Thông tư 13 đã quy định hệ số an toàn rủi ro đối với BĐS là 250%; gây tác động tiêu cực đến ngành BĐS kể từ năm 2010.

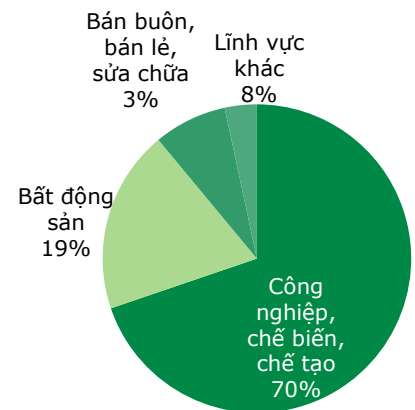
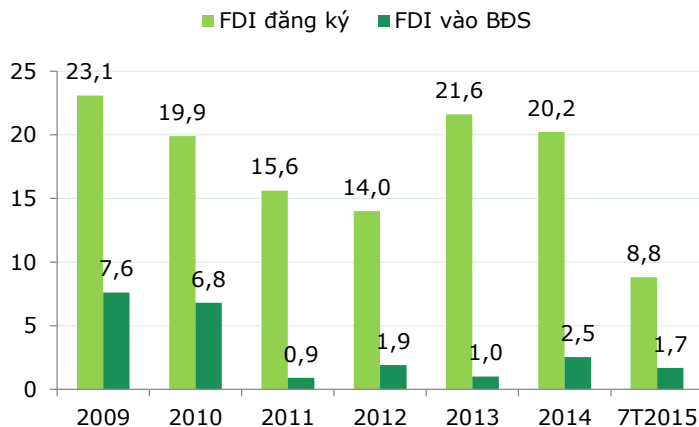
Vốn nước ngoài vào bất động sản đang tăng

Theo Cục Đầu tư Nước ngoài thuộc Bộ Kế hoạch và Đầu tư, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào ngành BĐS Việt Nam đã tăng mạnh trong 7 tháng đầu năm 2015. Cụ thể, ngành BĐS đã thu hút 1,69 tỷ USD, chiếm 19,2% trong tổng số 8,8 tỷ USD vốn đăng ký FDI cam kết vào Việt Nam. Nguồn vốn FDI vào BĐS đã tăng 49,5% so với cùng kỳ năm trước, trong khi tổng vốn đăng ký FDI giảm 7,6%.

Tốc độ tăng trưởng FDI cho thấy thị trường BĐS Việt Nam đang thu hút các nhà đầu tư nước ngoài nhờ những thay đổi tích cực của Luật Nhà ở (sửa đổi) và Luật Kinh doanh BĐS gần đây.

FDI đăng ký và FDI vào bất động sản (tỷ USD)

FDI theo lĩnh vực trong 7T2015



Nguồn: GSO, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, VPBS tổng hợp

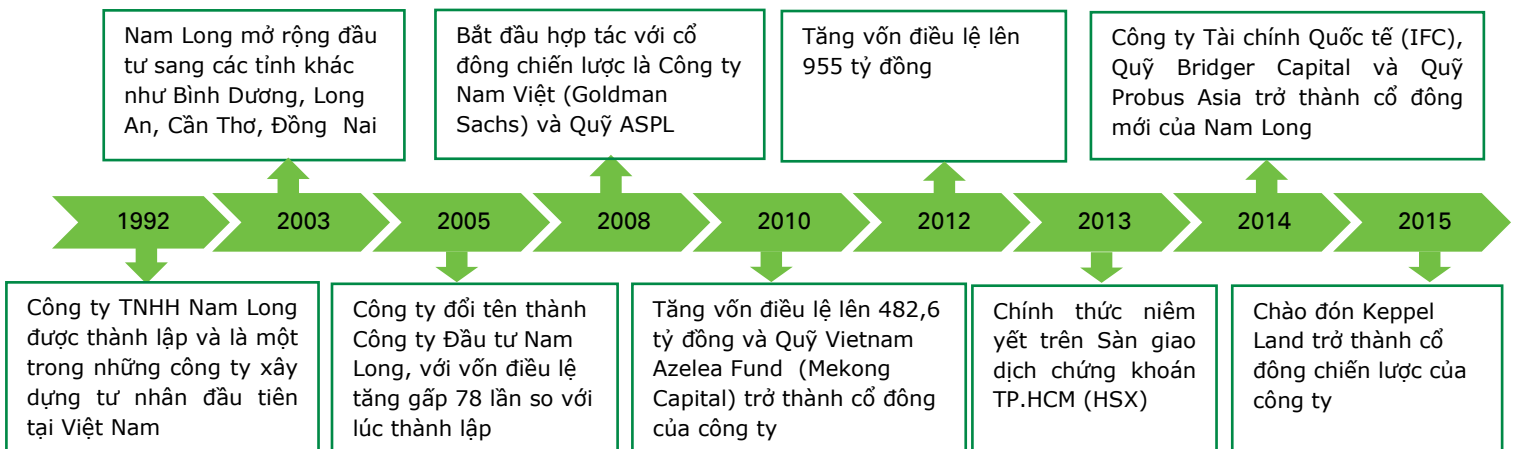
TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

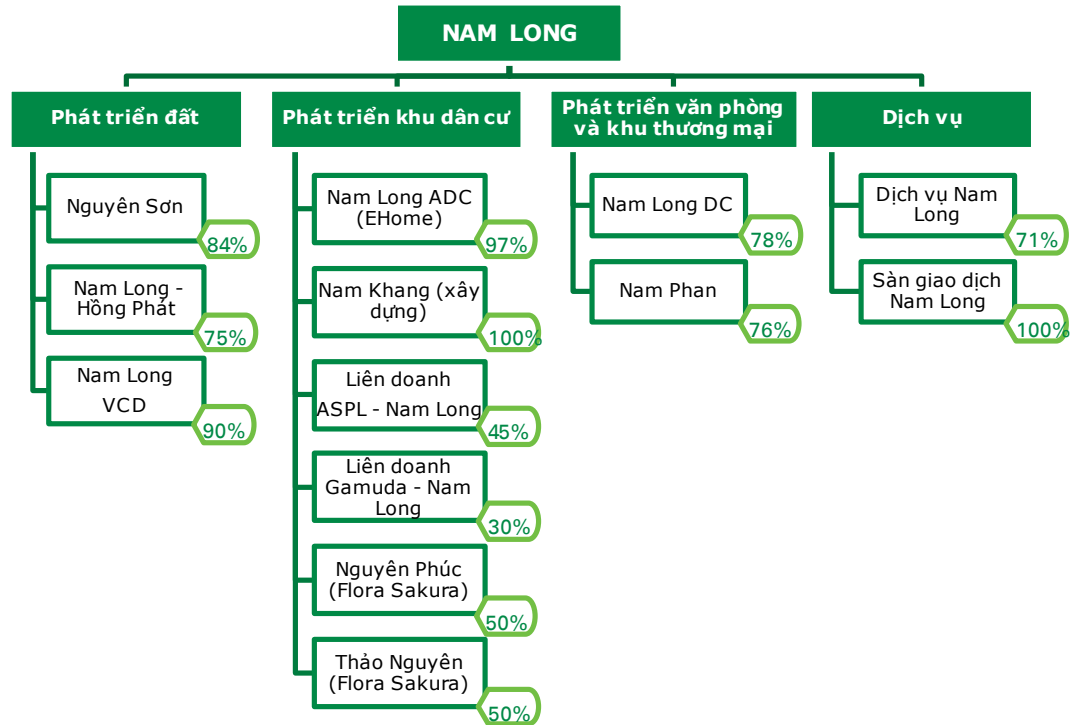
GIỚI THIỆU

Sau hơn hai thập kỷ phát triển, NLG nằm trong nhóm 10 doanh nghiệp bất động sản niêm yết có vốn hóa lớn nhất.

Công ty TNHH Nam Long được thành lập vào năm 1992 và là một trong những doanh nghiệp tư nhân đầu tiên trong lĩnh vực xây dựng tại Việt Nam. Kể từ khi tái cấu trúc vào năm 2004, NLG đã áp dụng nhiều công cụ tài chính để phát triển và mở rộng kinh doanh. Năm 2005, công ty quyết định đổi tên thành CTCP Đầu tư Nam Long (NLG) và vốn điều lệ tăng gấp 78 lần. Vào năm 2013, NLG chính thức niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM (HSX). Công ty tiếp tục tăng vốn điều lệ để chuẩn bị cho chặng đường phát triển phía trước.

Quá trình phát triển và cơ cấu của công ty





Nguồn: NLG, VPBS thu thập

CHIẾN LƯỢC KINH DOANH

NLG là nhà phát triển bất động sản thuộc phân khúc "vừa túi tiền" hàng đầu tại Việt Nam.

NLG đang áp dụng chiến lược kinh doanh rõ ràng và linh hoạt. Trước đây, công ty tập trung vào phân khúc cao cấp trong thời kỳ bùng nổ của thị trường BĐS. Kể từ năm 2009, công ty chú trọng phát triển phân khúc bình dân, nhằm vào đối tượng thu nhập trung bình và khách hàng lần đầu mua nhà. NLG đang là đơn vị phát triển nhà ở phân khúc bình dân hàng đầu, chiếm đến 16,9% thị phần tại TP.HCM (nguồn: NLG) với thương hiệu EHome được biết đến rộng rãi.

Thương hiệu căn hộ EHome, viết tắt cho Tiết kiệm (Economical), Tiện dụng (Efficiency) và Sinh thái (Ecological), được ra mắt vào năm 2006. Căn hộ EHome sẽ là nguồn thu nhập chính của NLG trong những năm tiếp theo. NLG cũng phát triển nhiều dòng sản phẩm, bao gồm phát triển quỹ đất, khu dân cư, văn phòng và dịch vụ phụ trợ cho BĐS. Nhờ vậy, công ty có thể duy trì nguồn thu nhập ổn định, và khi cần thiết có thể chuyển dịch dòng sản phẩm chủ lực để đáp ứng nhu cầu thị trường.

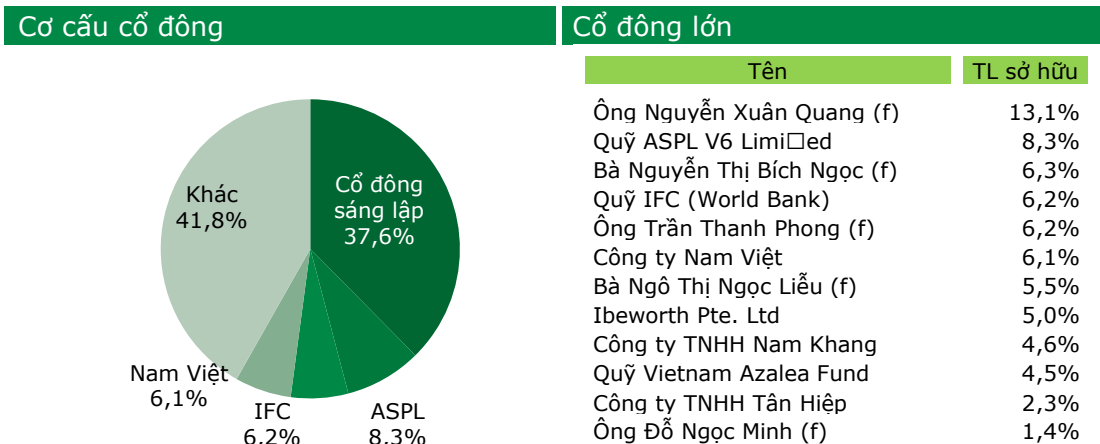
NLG dự định sẽ hợp tác với Keppel Land để phát triển những dự án trung và cao cấp.

Ngoài căn hộ EHome, NLG còn phát triển những dòng sản phẩm trung cấp (với thương hiệu Flora) và cao cấp (thương hiệu Nhà Nam Long). Keppel Land, một trong những nhà phát triển BĐS hàng đầu Châu Á, trở thành đối tác chiến lược của NLG. Vào tháng 7/2015, NLG phát hành riêng lẻ 7,1 triệu cổ phiếu, tương ứng với 5,02% vốn chủ sở hữu, cho Ibeworth Pte. Ltd. (công ty được sở hữu bởi Keppel Land). Giá trị của thương vụ này vào khoảng 140 tỷ đồng. Tại Việt Nam, Keppel Land là một trong những nhà phát triển BĐS nước ngoài lớn nhất ở phân khúc cao cấp. Một số dự án nổi bật của Keppel Land là dự án Saigon Sports City, The Estella, Riviera Point. Chúng tôi tin rằng thế mạnh và kinh nghiệm của Keppel Land tại phân khúc cao cấp sẽ giúp NLG cải thiện biên lợi nhuận và giảm thiểu rủi ro khi phát triển phân khúc này.

NLG có 5 cổ đông chiến lược nước ngoài và ban quản trị có nhiều kinh nghiệm.

BAN LÃNH ĐẠO VÀ CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cơ cấu cổ đông của NLG khá ổn định, với 6 cổ đông sáng lập nắm giữ 37% số lượng cổ phiếu của công ty. Công ty hiện đang có 5 cổ đông chiến lược nước ngoài, trong đó bao gồm IFC, Goldman Sachs, Keppel Land, ASPL và Mekong Capital.



Nguồn: NLG, VPBS thu thập (f: cổ đông sáng lập)

NLG có ban lãnh đạo vững mạnh, bao gồm những chuyên gia hàng đầu trong và ngoài nước. Đây cũng là điểm khác biệt giữa NLG và các công ty khác trong cùng phân khúc. Trong 5 năm tới, môi trường cạnh tranh của ngành sẽ trở nên khốc liệt hơn với sự gia nhập của các doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài. Chúng tôi tin rằng, ban lãnh đạo vững mạnh sẽ là nhân tố quan trọng góp phần làm gia tăng giá trị của công ty, và từ đó giúp duy trì vị thế dẫn đầu của NLG trong phân khúc phát triển nhà và khu đô thị “vừa túi tiền”.

- Ông Nguyễn Xuân Quang, Chủ tịch HĐQT: đã gắn bó trên 20 năm với NLG và có nhiều kinh nghiệm trong ngành BĐS, ông là nhân tố vô cùng quan trọng đóng góp vào sự thành công của NLG. Ông Quang cũng là cổ đông lớn nhất của NLG với tỷ lệ sở hữu là 13,1%.

- Ông Trần Thanh Phong, Phó Chủ tịch HĐQT: đã gắn bó với NLG trên 20 năm. Ông Phong tốt nghiệp Đại học Bách khoa TP.HCM vào năm 1984. Ông hiện đang nắm giữ 6,2% cổ phần của NLG.

- Ông Chu Chee Kwang, Tổng Giám đốc: có trên 30 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực quản lý dự án và phát triển BĐS tại Ma-lai-xi-a, Úc, Xinh-ga-po và Việt Nam.

- Ông Lai Voon Hon, Thành viên HĐQT: đã gắn bó hơn 7 năm với NLG. Ông là người có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực phát triển BĐS ở London, Hong Kong và Ma-lai-xi-a.

- Ông Cao Tấn Thạch, Giám đốc Khối Quản lý dự án và Xây dựng: tốt nghiệp Khoa kỹ sư xây dựng tại Đại học UC Irvine, bang California, Mỹ. Ông Thạch có kinh nghiệm làm việc tại Linscott, Law & Greenspan Engineers ở Mỹ. Ông gia nhập NLG vào năm 2007. Ông Thạch hiện đang sở hữu 0,16% cổ phần của NLG.

Ban lãnh đạo

Ban điều hành	Chức vụ	Hội đồng quản trị	Chức vụ
Ông Chu Chee Kwang	Tổng Giám đốc	Nguyễn Xuân Quang	Chủ tịch
Ông Nguyễn Phúc	Giám đốc Khối Phát triển Dự án & Pháp lý Công vụ	Trần Thanh Phong	Phó Chủ tịch thường trực
Ông Cao Tấn Thạch	Giám đốc Khối Kế hoạch & Kiểm soát dự án	Bùi Đức Khang	Thành viên
Ông Lê Chiến Thắng	Giám đốc Khối Phát triển kinh doanh & Tiếp thị	Lai Voon Hon	Thành viên
Ông Nguyễn Ngọc Huyền	Giám đốc Khối QL dự án & Xây dựng	Chad Ryan Ovel	Thành viên
Ông Nguyễn Ngọc Thanh	Giám đốc Khối Quản lý thiết kế	Trịnh Văn Tuấn	Thành viên
Ông Nguyễn Minh Quang	Giám đốc Khối Quan hệ nhà đầu tư	Ziang Tony Ngô	Thành viên
Bà Nguyễn Thanh Hương	Giám đốc Khối Đầu tư	Ngian Siew Siong	Thành viên
Ông Châu Quang Phúc	Giám đốc Khối Tài chính & Kế toán	Cao Tấn Thạch	Thành viên
Ông Nguyễn Văn Sáng	Giám đốc Nhân sự	Linson Lim Soon Kooi	Thành viên

Tại ngày 14/9/2015. Nguồn: NLG

DANH MỤC DỰ ÁN

NLG sở hữu 567 ha quỹ đất tại TP.HCM, Long An, Cần Thơ và Bình Dương.

Tại thời điểm tháng 9/2015, NLG có 15 dự án tại TP.HCM, Long An, Cần Thơ và Bình Dương với tổng quỹ đất lên đến 567 ha. Quỹ đất này đều được mua trước năm 2010 nên có giá trị sổ sách thấp. NLG đã hoàn tất 90% việc đền bù và phí sử dụng đất. Quỹ đất lớn với chi phí thấp sẽ giúp công ty tạo ra nguồn thu nhập ổn định trong 10 năm tới.

Tiến độ các dự án của NLG đang tập trung vào phân khúc nhà ở “vừa túi tiền” với ba dòng sản phẩm chính: 1) căn hộ dành cho người có thu nhập trung bình với thương hiệu EHome, 2) căn hộ cao cấp hơn với thương hiệu Flora, và 3) các khu dân cư, biệt thự cỡ nhỏ với thương hiệu Nhà Nam Long.

Công ty có 8 dự án ở TP.HCM với tổng diện tích 75 ha tại quận 9, quận Bình Chánh và quận Bình Tân. Những dự án này đều nằm gần kề với hệ thống cơ sở hạ tầng trọng điểm như đường cao tốc Long Thành – Dầu Giây và đường cao tốc Trung Lương. Những dự án này cách trung tâm thành phố khoảng 10 đến 15 km và là nơi thích hợp để phát triển các dự án nhà ở “vừa túi tiền”.

Ngoài ra, doanh thu của NLG còn đến từ hoạt động cho thuê văn phòng và dịch vụ BĐS. Năm 2009, công ty bắt đầu cho thuê toà nhà văn phòng đầu tiên tại quận 7, toà nhà Capital Tower. Đây là toà nhà văn phòng hạng C với 14 tầng và tổng diện tích sàn vào khoảng 6.000 m². Toà nhà đang được khai thác hết 100% công suất cho thuê. Mảng này đã đóng góp 2,3% vào tổng doanh thu của công ty trong năm 2014.

Dự án tại TP.HCM

Ngọc Cung Bình Chánh – Aquamarine Residences

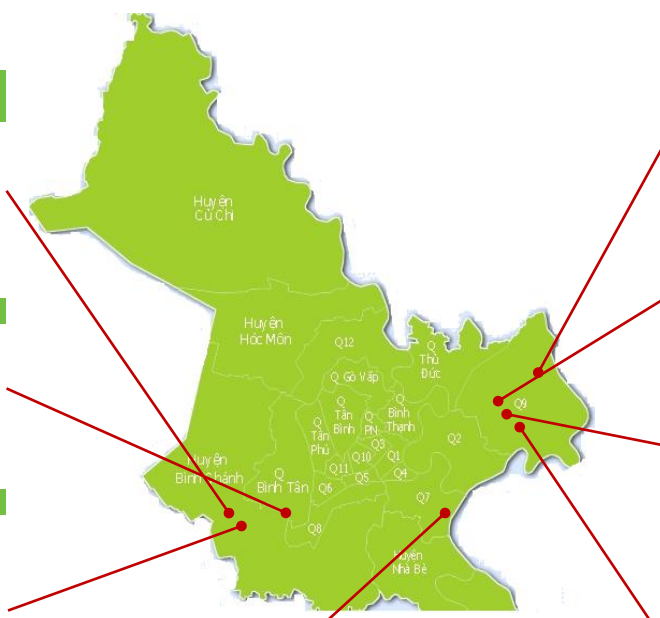
- Căn hộ: 4.991 căn
- Biệt thự và nhà phố: 216 căn
- Diện tích: 374.123 m²
- Tình trạng: Chuẩn bị đầu tư

Tiến Hùng - EHome 3 Tây Sài Gòn

- Căn hộ: 2.204 căn
- Diện tích: 63.891 m²
- Tình trạng: Đang xây dựng

Camellia Garden

- Căn hộ: 282 căn
- Biệt thự: 282 căn
- Diện tích: 59.125 m²
- Tình trạng: Đang xây dựng



Long Thành Mỹ – The Greenhill

- Căn hộ: 108 căn
- Diện tích : 8.572 m²
- Tình trạng: Chuẩn bị thi công

Flora Anh Đào

- Căn hộ: 500 căn
- Diện tích: 11.628 m²
- Tình trạng: Đang xây dựng

Phước Long B – Waterside Estate

- Căn hộ: 460 căn
- Biệt thự: 37 căn
- Diện tích: 56.212 m²
- Tình trạng: Chuẩn bị thi công

Phú Hữu – Eastgate Residences

- Căn hộ: 2.024 căn
- Biệt thự: 289 căn
- Diện tích: 178.287 m²
- Tình trạng: Chuẩn bị thi công

Tân Thuận Đông - The Bridgeview

- Diện tích: 20.158 m²
- Tình trạng: Đang xây dựng

Nguồn: NLG, VPBS thu thập

Dự án lớn nhất của NLG là Waterpoint, nằm ở tỉnh Long An, gần với TP.HCM. Tỉnh Long An còn rất nhiều tiềm năng để phát triển.

Quỹ đất tại tỉnh Long An khoảng 390 ha (chiếm đến 68% tổng quỹ đất của NLG) bao gồm dự án Waterpoint (355 ha) và dự án Khu dân cư An Thạnh (35,5 ha). Hai dự án này đều nằm tại huyện Bến Lức và cách TP.HCM khoảng 30km. NLG có ý định xây dựng một trung tâm đô thị mới bao gồm nhà phố, bến du thuyền và sân golf để cung cấp một khu dân cư có môi trường cuộc sống cao cấp. Tuy nhiên, do sự đi xuống của thị trường BĐS trong những năm gần đây cùng với vốn đầu tư quá lớn, dự án này không hấp dẫn các nhà đầu tư trong ngắn hạn.

Tỉnh Long An tọa lạc tại vùng Đồng bằng Sông Cửu Long và nằm trong vùng kinh tế trọng điểm phía Nam. Long An có diện tích khoảng 4.500 km² và dân số trên 1,4 triệu người. Long An giáp với Tây Ninh và Cam-pu-chia ở phía Bắc, giáp TP.HCM ở hướng Đông và Đông Bắc, giáp Tiền Giang ở hướng Nam và Đồng Tháp ở hướng Tây nam. Nền kinh tế của Long An được cải thiện và phát triển đáng kể những năm gần đây. Tốc độ tăng trưởng kinh tế của Long An đạt mức 11%/năm trong 3 năm gần đây và GDP năm 2014 đạt 912 triệu USD. Cơ cấu kinh tế đang chuyển dịch từ nông nghiệp-công nghiệp-dịch vụ sang công nghiệp-dịch vụ-nông nghiệp. Lĩnh vực công nghiệp hiện chiếm 42% GDP của tỉnh, tiếp theo là thương mại-dịch vụ (31%) và lĩnh vực nông nghiệp (27%). Trong năm 2014, Long An đã thu hút tổng cộng 336 triệu USD vốn FDI (48 dự án mới với số vốn là 290 triệu USD) và xếp thứ 14 trong 54 tỉnh thành trong cả nước về thu hút vốn đầu tư nước ngoài.

Gần đây, cơ sở hạ tầng của Long An đang có sự thay đổi rõ rệt. Nhiều dự án hạ tầng giao thông đã được xây dựng như Quốc lộ 1A, Quốc lộ N1, Quốc lộ N2, Quốc lộ 50, đường cao tốc TP.HCM – Trung Lương, đường Vành đai 3 và Vành đai 4. Ngoài ra, đường cao tốc Bến Lức – Long Thành cũng đang được thi công. Đường cao tốc này sẽ giúp giao thông liên vùng miền Tây và Đông Nam Bộ, không phải đi qua TP.HCM. Đường cao tốc này sẽ giúp giảm áp lực lên Quốc lộ 1A và Quốc lộ 51, đồng thời giảm thời gian đi lại từ Long An đến TP.HCM, Đồng Nai hoặc Bà Rịa – Vũng Tàu.

Chúng tôi tin rằng tỉnh Long An còn nhiều tiềm năng để phát triển và nhu cầu về nhà ở tại đây sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong tương lai.

Những dự án khác của NLG nằm ở Cần Thơ và Bình Dương với diện tích lần lượt là 72 ha và 11 ha.

Những dự án ở các địa phương khác

Nam Long Hưng Thạnh

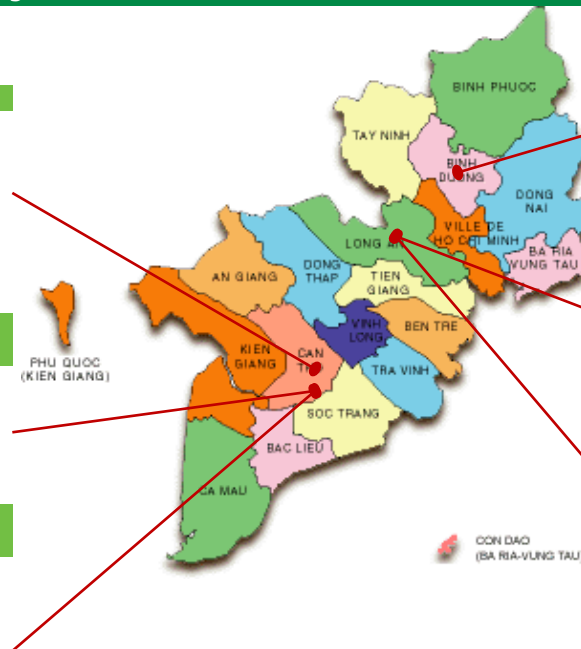
- Diện tích: 234.725 m²
- Tình trạng: Đang xây dựng

Cần Thơ 43 – Khu dân cư Nam Long 3

- Biệt thự: 287 căn
- Diện tích: 430.000 m²
- Tình trạng: Chuẩn bị đầu tư

Nam Long Hồng Phát – Khu dân cư Nam Long 2

- Diện tích: 154.215 m²
- Tình trạng: Chuẩn bị đầu tư



Vinh Phú Bình Dương – EHome 4 Bắc Sài Gòn

- Căn hộ: 2.567 căn
- Biệt thự: 536 căn
- Diện tích: 126.825 m²
- Tình trạng: Đang xây dựng

Khu đô thị Vàm Cỏ Đông – Waterpoint

- Diện tích: 3.551.435 m²
- Tình trạng: Chuẩn bị thi công

Khu dân cư An Thạnh

- Biệt thự: 1.719 căn
- Diện tích: 355.401 m²
- Tình trạng: Đang xây dựng

Nguồn: NLG, VPBS thu thập

1. Dự án đang thực hiện

1.1 Tây Sài Gòn (EHome 3)

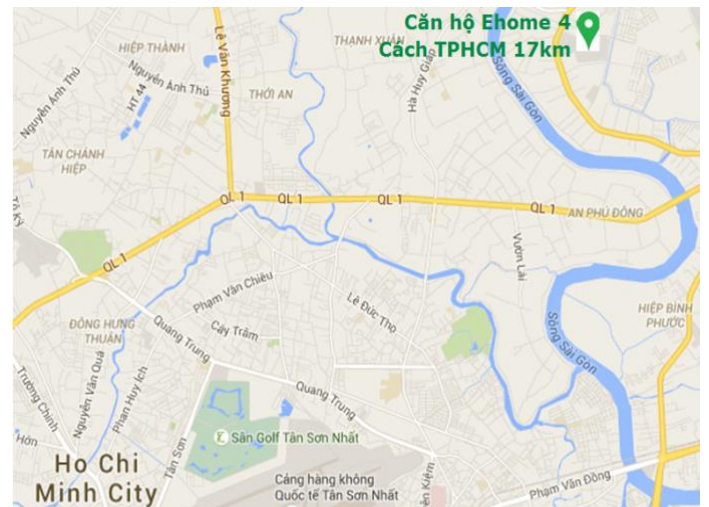
NLG có 7 dự án đang thực hiện, trong đó EHome 3 và EHome 4 là dự án trọng điểm.

- ❖ Vị trí: Quận Bình Tân, gần Bến xe Miền Tây – một trong những bến xe chính tại TP.HCM, cách trung tâm TP.HCM 14 km.
- ❖ Quy mô: 14 block chung cư 9 tầng với 2.204 căn hộ; diện tích trung bình mỗi căn hộ từ 47 đến 63 m².
- ❖ Tiến độ: Dự án được chia làm 3 giai đoạn. Giai đoạn 1 và 2 đã hoàn thành và bàn giao 7 block. Giai đoạn 3 được khởi công vào năm 2014 và dự tính sẽ bàn giao 3 block trong năm 2015 và 4 block năm 2016.
- ❖ Giá bán: 29.000-43.000 USD/căn; dự án đã bán được 78% tổng số căn hộ



1.2 Bắc Sài Gòn (EHome 4)

- ❖ Vị trí: Thị xã Thuận An, là trung tâm phát triển bậc nhất ở tỉnh Bình Dương; cách TP.HCM 17 km
- ❖ Quy mô: 8 block chung cư từ 5 đến 6 tầng với 1.308 căn hộ chung cư và 536 căn biệt thự và nhà phố
- ❖ Tiến độ: Dự án được chia làm 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 đã hoàn tất và bán hết 100% số căn hộ. Giai đoạn 2 được khởi công năm 2014 và dự kiến sẽ bàn giao trên 800 căn chung cư và 142 căn nhà phố trong năm 2015 và 2016.



1.3 The Bridgeview (EHome 5)

- ❖ Vị trí: Phường Tân Thuận Đông, Quận 7, kế bên Khu đô thị mới Phú Mỹ Hưng
- ❖ Quy mô: 2 block chung cư với 578 căn hộ. Diện tích trung bình mỗi căn hộ khoảng 55 m² để thu hút khách hàng thuộc nhóm độc thân và cặp vợ chồng mới cưới.
- ❖ Tiến độ: đã hoàn tất và bàn giao giai đoạn 1, đang thi công giai đoạn 2 và dự kiến bàn giao khoảng 364 căn hộ trong năm 2015 và 2016.



1.4 Khu dân cư An Thạnh

- ❖ Vị trí: Huyện Bến Lức, tỉnh Long An; cách TP.HCM 30 km
- ❖ Quy mô: 1.791 căn nhà phố để đền bù tái định cư cho người dân tại khu vực của dự án Waterpoint.
- ❖ Tiến độ: Lô đất tái định cư đã được bàn giao.

1.5 Flora Anh Đào

- ❖ Vị trí: nằm tại trung tâm của Quận 9, cách Cao tốc Long Thành – Dầu Giây 500m, cách trung tâm TP.HCM 14km. Giao thông tại khu vực này đã được cải thiện đáng kể nhờ vào cầu Phú Mỹ và hầm Thủ Thiêm.
- ❖ Quy mô: tòa nhà chung cư 16 tầng với 500 căn hộ; diện tích trung bình mỗi căn hộ từ 54 đến 67 m².
- ❖ Tiến độ: Flora Anh Đào là sản phẩm mới của NLG, nhằm vào đối tượng có thu nhập khá (thu nhập 1.000–1.500 USD/tháng).
- ❖ Giá bán: 50.000 đến 75.000 USD/căn; 150 căn của dự án đã được bán.



1.6 Camellia Garden

- ❖ Vị trí: Quận Bình Chánh, gần Đại lộ Nguyễn Văn Linh, cách Khu đô thị mới Phú Mỹ Hưng và khu Chợ Lớn 4km
- ❖ Quy mô: 282 căn hộ trung và cao cấp, ngoài ra còn có 38 căn biệt thự

1.7 Khu dân cư Nam Long 1

- ❖ Vị trí: cách Thành phố Cần Thơ 2 km
- ❖ Quy mô: 4.348 m² dành cho căn hộ bình dân và 78.972 m² dành cho biệt thự và nhà phố
- ❖ Tiến độ: Đang bán đất nền

2. Dự án chuẩn bị thi công

Có 4 dự án với tổng diện tích 379 ha đang trong giai đoạn chuẩn bị xây lắp.

STT	Khu dân cư	Vị trí	Loại	Diện tích (ha)
1	The Greenhill	TP.HCM	Căn hộ chung cư	0,8
2	Eastgate Residences	TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, căn hộ chung cư	17,5
3	Waterpoint	Long An	Biệt thự, nhà phố, căn hộ chung cư	355,1
4	Waterside Estate	TP.HCM	Biệt thự, nhà hàng	5,6

Nguồn: NLG, VPBS thu thập

Waterpoint là dự án lớn nhất của NLG và sẽ làm gia tăng giá trị của doanh nghiệp trong dài hạn.

Khu dân cư Waterpoint: dự án lớn nhất của NLG tính đến thời điểm hiện tại

- ❖ Vị trí: Huyện Bến Lức, tỉnh Long An, được bao quanh bởi sông Vàm Cỏ Đông. Dự án cách TP.HCM 30 km. Đây là vị trí rất tiềm năng, dễ dàng đi đến TP.HCM thông qua Quốc lộ 1A và kế cận lối mở đầu tiên của đường cao tốc TP.HCM – Trung Lương.

- ❖ NLG trước đây có tham vọng muốn phát triển 350 ha của dự án này trở thành Phú Mỹ Hưng thứ hai của Việt Nam, mang đến một môi trường sống cao cấp bao gồm một sân golf, trung tâm thương mại, khu nhà phố, biệt thự và khu chung cư, một bến du thuyền, khu giải trí và trường học. Tổng vốn đầu tư dự kiến lên đến 2 tỷ USD. Quy mô của dự án quá lớn và một phần không nhỏ trong tổng số vốn đầu tư vào dự án này phải huy động từ các nhà đầu tư khác. Dự án được lên kế hoạch trong thời kỳ bùng nổ thị trường BĐS ở TP.HCM. Sau 10 năm, dự án vẫn chưa triển khai được do NLG chưa tìm được đối tác để cùng phát triển.

Dự án không hấp dẫn ở thời điểm hiện tại vì Long An chưa phù hợp để phát triển phân khúc nhà ở cao cấp trong thời điểm hiện tại. NLG dự tính chia dự án thành nhiều giai đoạn. NLG sẽ sử dụng 50 – 100 ha để phát triển các dự án khu công nghệ cao, kho bãi và logistics để đáp ứng nhu cầu của thị trường.

Dự án này sẽ không đem lại lợi nhuận cho công ty trong vòng 3 năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng quỹ đất giá rẻ này sẽ hỗ trợ cho sự phát triển bền vững của NLG trong dài hạn nhờ tiềm năng tăng trưởng của tỉnh Long An đã đề cập ở trên.

- ❖ Tình trạng: Tỷ lệ đền bù đạt 98%, giấy chứng nhận quyền sử dụng 299,8 ha đất. Đã hoàn thành san lấp giai đoạn 1 với 100 ha đất.



Khu dân cư Eastgate:

- ❖ Vị trí: Quận 9, nằm gần đường cao tốc Long Thành – Dầu Giây. Dự án cũng nằm gần tuyến Metro số 1 của TP.HCM.
- ❖ Quy mô: 2.024 căn hộ chung cư ở phân khúc trung cấp và 289 căn biệt thự và nhà phố
- ❖ Tình trạng: Hoàn tất việc đền bù, đang chuẩn bị tiến hành san lấp mặt bằng trong Q3/2015



3. Dự án chuẩn bị đầu tư

NLG có 3 dự án chuẩn bị đầu tư, trong đó Aquamarine là dự án quan trọng nhất

Hiện có 3 dự án với tổng diện tích 113,5 ha đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư. Trong đó, Aquamarine là dự án trọng điểm.

STT	Khu dân cư	Vị trí	Loại	Diện tích (ha)
1	Khu dân cư Aquamarine	Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố và căn hộ chung cư	37,4
2	Khu dân cư Nam Long 2	Cần Thơ	Biệt thự, nhà phố	15,4
3	Khu dân cư Nam Long 3	Cần Thơ	Biệt thự, nhà phố	43,8
4	Hồ Tràm - The Oceana	Bà Rịa - Vũng Tàu	Biệt thự, khách sạn, nhà hàng	0(*)

(*) Đã bán 100%
 Nguồn: NLG, VPBS thu thập

Khu dân cư Aquamarine:

- ❖ Vị trí: Quận Bình Chánh (TP.HCM). Cách trung tâm thành phố khoảng 10km và cách khu đô thị Phú Mỹ Hưng và khu Chợ Lớn 4km.
- ❖ Quy mô: 216 căn biệt thự và nhà phố và 4.991 căn hộ chung cư
- ❖ Tình trạng: đã đền bù 96% và dự kiến sẽ hoàn tất trong năm 2015. Cơ sở hạ tầng sẽ được xây dựng trong Q3/2015.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Doanh thu và lợi nhuận sụt giảm trong giai đoạn 2011-2013, nhưng đã tăng mạnh trở lại từ năm 2014.

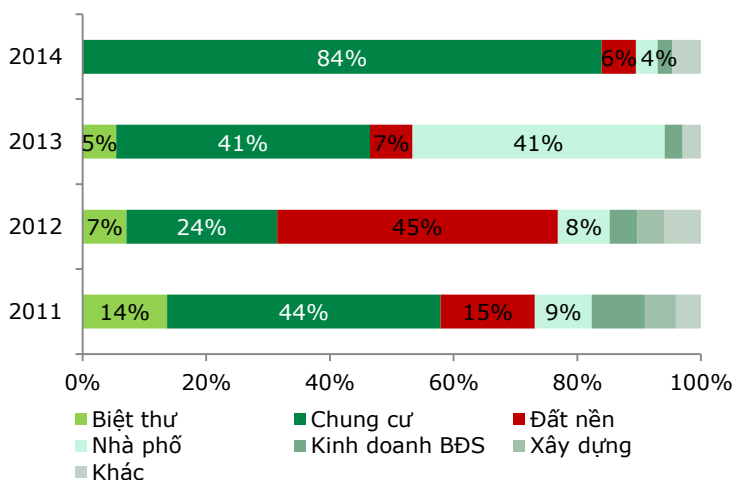
Doanh thu và lợi nhuận ròng trong 5 năm qua của NLG không ổn định, biến động theo chu kỳ kinh tế của ngành BĐS. Doanh thu thuần giảm mạnh trong năm 2011 và 2012 do sự đóng băng của thị trường BĐS. Doanh thu của NLG bắt đầu phục hồi từ năm 2013, trong khi lợi nhuận ròng chạm đáy năm 2013 và tăng mạnh vào năm 2014. NLG ghi nhận 866,9 tỷ đồng doanh thu thuần trong năm 2014, tăng 44%, và lợi nhuận ròng đạt 96 tỷ đồng, tăng 353% so với năm trước. Điều này cho thấy công ty đã vượt qua được giai đoạn khó khăn.

NLG có danh mục sản phẩm đa dạng và chiến lược kinh doanh linh hoạt. Phân khúc căn hộ với dòng sản phẩm EHome đem lại nguồn doanh thu lớn nhất cho công ty.

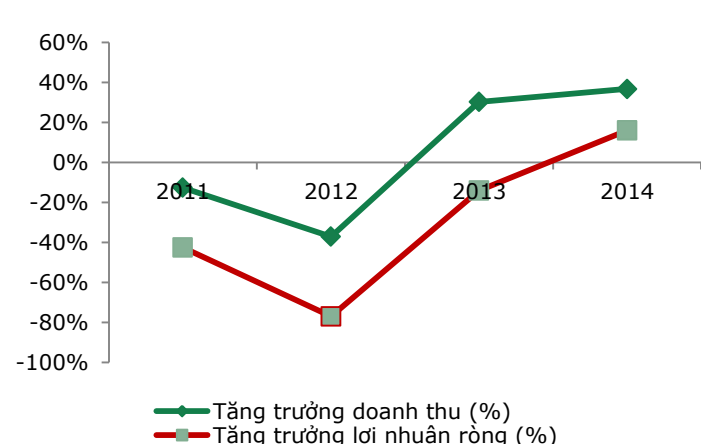
Khi thị trường BĐS tăng trưởng mạnh ở giai đoạn trước, NLG đã tập trung vào phân khúc biệt thự và nhà phố do phân khúc này có biên lợi nhuận cao. Trong năm 2010, nhiều công ty BĐS đối mặt với khó khăn khi Chính phủ thắt chặt chính sách tiền tệ; NLG đã linh hoạt chuyển đổi dòng sản phẩm chủ lực sang nhà ở "vừa túi tiền" để thích ứng với sự thay đổi chu kỳ của ngành BĐS. Doanh thu từ biệt thự đã giảm mạnh trong giai đoạn này và không tạo ra doanh thu cho NLG trong năm 2014. Ngược lại, doanh thu từ sản phẩm EHome đã tăng trưởng mạnh, chiếm 84% doanh thu năm 2014.

Sản phẩm căn hộ EHome có tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của NLG, theo sau là doanh thu bán đất nền và nhà phố. Doanh thu từ căn hộ EHome tăng trưởng mạnh, chiếm 24% tổng doanh thu năm 2012, 41% năm 2013 và 84% năm 2014. Trong năm 2015, dòng sản phẩm EHome được kỳ vọng sẽ đóng góp 75% vào cơ cấu tổng doanh thu, chủ yếu đến từ 3 dự án là EHome 3, EHome 4 và EHome 5.

Cơ cấu doanh thu (%)



Doanh thu và lợi nhuận (% tăng trưởng)



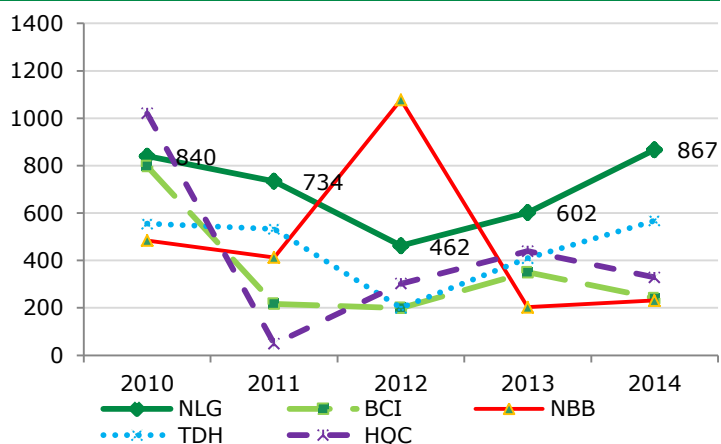
Nguồn: báo cáo tài chính NLG

Nguồn: báo cáo tài chính NLG

Nhờ vào việc tập trung vào phân khúc nhà ở "vừa túi tiền", lợi nhuận của NLG ít biến động hơn, và phục hồi tốt hơn so với các doanh nghiệp khác trong cùng phân khúc.

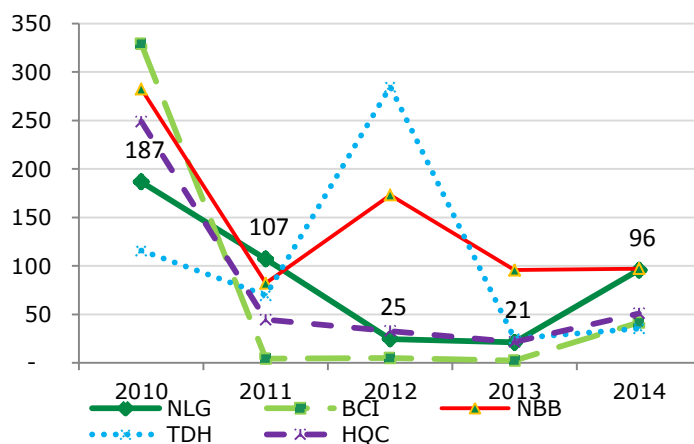
Chúng tôi lựa chọn một số công ty BĐS có các dự án nhà ở thuộc phân khúc nhà bình dân và trung cấp ở TP.HCM để so sánh với NLG. Hầu hết các công ty trong nhóm này không tập trung hoàn toàn vào phân khúc nhà bình dân như NLG. Doanh thu và lợi nhuận của các công ty này sụt giảm mạnh trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2013, nhưng doanh thu và lợi nhuận của NLG ít biến động hơn nhờ vào chiến lược kinh doanh phù hợp. Lợi nhuận năm 2010 của NLG thấp thứ hai trong nhóm các công ty cùng ngành; tuy nhiên, công ty đã phục hồi và dẫn đầu ngành về lợi nhuận trong năm 2014.

Doanh thu của nhóm công ty cùng ngành (tỷ đồng)



Nguồn: VPBS tổng hợp

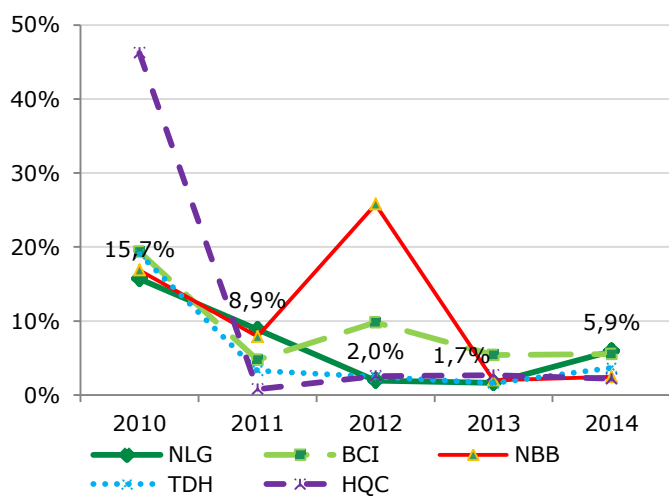
Lợi nhuận của nhóm công ty cùng ngành (tỷ đồng)



Nguồn: VPBS tổng hợp

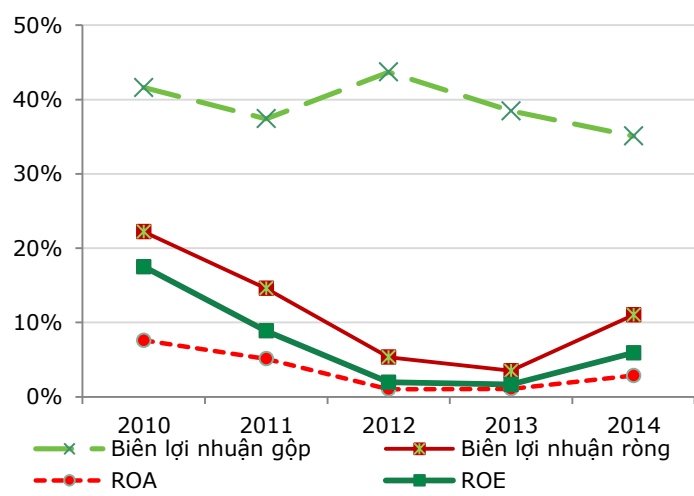
Lợi nhuận NLG suy giảm trong giai đoạn 2010-2013 và phục hồi từ năm 2014. Biên lợi nhuận gộp đã sụt giảm từ mức 41,6% năm 2010 xuống còn 35,1% năm 2014, chủ yếu do sự thay đổi về dòng sản phẩm kinh doanh từ mảng BĐS cao cấp chuyển sang phân khúc bình dân EHome có biên lợi nhuận thấp hơn. Trong khi đó, ROA và ROE của công ty cũng nằm trong xu hướng sụt giảm, đặc biệt trong năm 2013, khi lợi nhuận ròng ở mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua. ROE của công ty đã tăng trưởng trở lại, đạt mức 5,9% trong năm 2014 và 9,5% trong 12 tháng gần đây. Đây cũng là mức ROE cao nhất trong nhóm các công ty tương đương với NLG trong ngành.

ROE của nhóm công ty cùng ngành



Nguồn: VPBS tổng hợp

Biên lợi nhuận của NLG



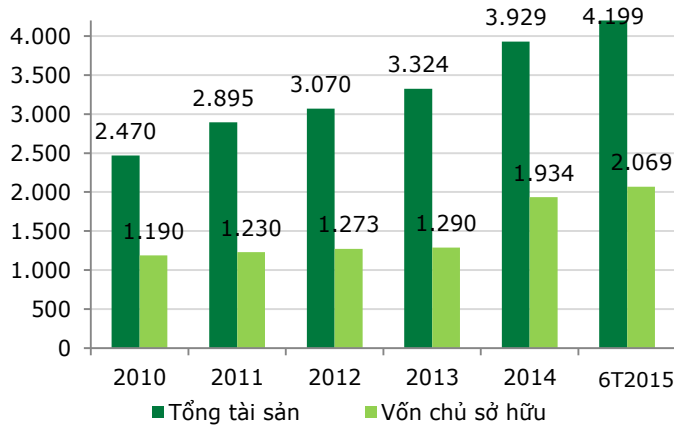
Nguồn: VPBS tính toán

Tỷ lệ nợ vay giảm mạnh trong năm 2014 và hiện đang thấp hơn so với các công ty cùng ngành.

Chỉ số nợ vay/vốn chủ sở hữu hiện ở mức 26,5%, thấp hơn so với các công ty cùng ngành. Phần lớn nợ vay của NLG là trái phiếu (do Ngân hàng Phương Đông (OCB) nắm giữ) và nợ vay ngân hàng dài hạn (lãi suất khoảng 10%). NLG cũng nắm giữ nhiều tiền mặt, giúp cải thiện tình hình tài chính của công ty. Các công ty BĐS của Việt Nam thường phụ thuộc nhiều vào nợ vay ngân hàng để tài trợ cho các dự án. Tuy vậy, đối với những công ty có tỷ lệ đòn bẩy cao, chi phí lãi vay làm lợi nhuận sụt giảm mạnh, điều này đã diễn ra trong giai đoạn 2011-2014. NLG cũng có tỷ lệ đòn bẩy cao trong giai đoạn 2012-2013 do tiến độ bán hàng bị chậm lại, dẫn đến khoản tiền đặt cọc từ khách hàng giảm khiến cho công ty phải sử dụng nhiều nợ vay hơn để chi trả cho hoạt động kinh doanh. Năm 2014, doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền của NLG được cải thiện đáng kể. Công ty cũng tăng vốn điều lệ thêm 40%, khiến cho tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu giảm mạnh.

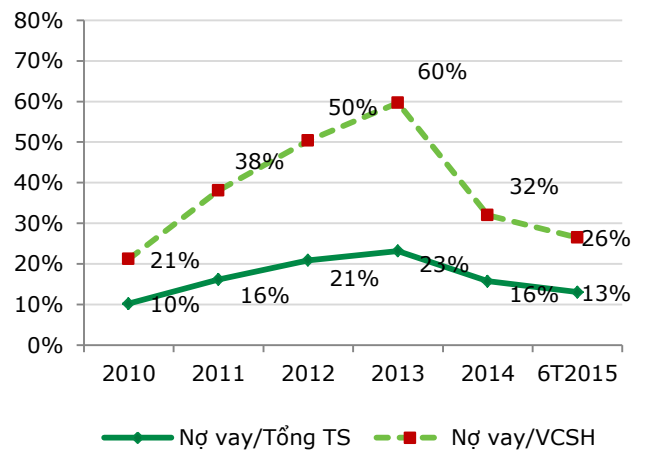
Trong năm 2015, mặc dù chi phí lãi vay giảm và thị trường BĐS ấm dần lên, một số công ty BĐS vẫn chưa thể cải thiện kết quả kinh doanh do phải giải quyết vấn đề còn tồn đọng từ việc sử dụng tỷ lệ đòn bẩy cao. Đối với NLG, nhờ tình hình tài chính ổn định, công ty có thể linh hoạt trong việc sử dụng tỷ lệ nợ vay hợp lý để tối đa hóa giá trị nội tại.

Cơ cấu tổng tài sản và vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)



Nguồn: báo cáo tài chính NLG

Chỉ số nợ vay



Nguồn: báo cáo tài chính NLG

Vốn điều lệ tăng mạnh. Để mở rộng quỹ đất và tài trợ cho các dự án đang được triển khai, vốn điều lệ của NLG đã tăng mạnh kể từ năm 2005. NLG thường phát hành thêm vốn cho các cổ đông chiến lược nước ngoài, điều này giúp cải thiện tình hình quản trị cũng như làm gia tăng giá trị của công ty thông qua việc tận dụng kinh nghiệm quản lý và phát triển dự án của các cổ đông chiến lược.

Trong 3 năm qua, NLG đã chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ từ mức 2,58% đến 5,71% trên mệnh giá.

Công ty ghi nhận lợi nhuận khả quan trong 6T2015. NLG đạt doanh thu thuần 413 tỷ đồng, tăng 78% so với cùng kỳ năm trước nhờ vào sự tăng trưởng của tất cả các mảng kinh doanh, đặc biệt là mảng nhà ở chiếm 95% tổng doanh thu công ty. Lợi nhuận sau thuế của NLG là 60,5 tỷ đồng, tăng 537% so với

cùng kỳ và hoàn thành 30% kế hoạch năm. Đây là lần đầu tiên trong 3 năm gần đây mà công ty ghi nhận lợi nhuận bán niên dương.

Ban lãnh đạo của NLG tin tưởng trong việc hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm do công ty thường ghi nhận doanh thu và lợi nhuận cao nhất trong quý 4, và doanh thu chưa được ghi nhận vào cuối tháng 6/2015 ở mức khá cao là 857 tỷ đồng.

Tổng tài sản của NLG đạt 4.199 tỷ đồng, tăng nhẹ 6,9% so với thời điểm đầu năm 2015, chủ yếu do hàng tồn kho tăng nhẹ. Tổng nợ và vốn chủ sở hữu cũng tăng nhẹ, chủ yếu đến từ khoản mục khách hàng trả trước tăng trưởng. Điều này cho thấy tiến độ bán hàng của công ty đang rất tích cực. Nợ vay ngắn hạn giảm mạnh 30%, trong khi nợ vay dài hạn giảm nhẹ so với thời điểm đầu năm.

Kết quả kinh doanh 6T2015

Triệu đồng	6T2015	6T2014	% s/v cùng kỳ	Kế hoạch 2015	% kế hoạch	VPBS dự phóng 2015	% Dự phóng
Doanh thu thuần	413.004	231.906	78,1%	1.459.000	28,3%	1.637.408	25,2%
Bán đất, nhà và căn hộ chung cư	393.507	212.684	85,0%	1.425.000		1.594.849	24,7%
Cho thuê BĐS	11.336	9.239	22,7%	34.000		19.813	57,2%
Các dịch vụ khác	8.160	9.982	-18,3%			22.746	35,9%
Lợi nhuận gộp	138.189	63.008	119,3%			463.910	29,8%
Bán đất, nhà và căn hộ chung cư	130.300	55.232	135,9%			446.558	29,2%
Cho thuê BĐS	5.537	5.018	10,3%			9.542	58,0%
Các dịch vụ khác	2.352	2.759	-14,7%			7.810	30,1%
Biên lợi nhuận gộp	33,46%	27,17%				28%	
Doanh thu hoạt động tài chính	12.756	7.480	70,5%			32.899	39,3%
Lợi nhuận ròng	60.682	(16.827)	160,6%	179.000	33,9%	186.111	32,6%

Nguồn: báo cáo tài chính hợp nhất NLG, VPBS tổng hợp

ĐỊNH GIÁ

GIÁ ĐỊNH VÀ DỰ PHÓNG

Trong năm 2015 và 2016, NLG tập trung vào các dự án EHome 3, EHome 4, The Bridgeview, Flora Anh Đào, Camellia và Eastgate. Tính đến tháng 8/2015, NLG bán được 78% trong tổng số 2.204 căn hộ của EHome 3 với mức giá trung bình 15,4 triệu đồng/m². Tiến độ bán hàng của hai dự án EHome 4 và The Bridgeview khá khả quan, lần lượt đạt mức 90% và 100% tổng số căn hộ chào bán. Doanh thu và lợi nhuận từ 2 dự án này sẽ được ghi nhận trong năm 2015 và 2016.

Dự án Flora Anh Đào, được mở bán từ tháng 4/2015, và đã bán được 150/500 căn với mức giá trung bình là 20,4 triệu đồng/m². NLG dự định sẽ bàn giao toàn bộ 500 căn trong năm 2016. Dự án Camellia, do NLG hợp tác xây dựng với CTCP Thế Kỷ 21, dự kiến mở bán vào tháng 12/2015 và ghi nhận doanh thu trong năm 2016. NLG đang thúc đẩy tiến độ bàn giao của hai dự án EHome 3 và EHome 4 nhằm giúp công ty hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2015.

Công ty cũng dự định mở rộng quỹ đất thêm khoảng 6-8 ha/năm, cách trung tâm TP.HCM khoảng 8-10 km để phát triển các dự án nhà "vừa túi tiền" mới. Hiện quỹ đất của NLG ở TP.HCM đủ để công ty phát triển các dự án BĐS trong vòng 8-10 năm tới.

Các dự án bất động sản của NLG

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ngắn hạn	EHome 4	■					
	EHome 3	■					
	The Bridgeview	■					
	An Thạnh	■					
	Camellia Garden	■					
	Flora Anh Đào	■					
Trung hạn	Green Hill		■				
	Eastgate		■				
	EHome mới		■				
	Aquamarine		■				
Dài hạn	Waterpoint Township				■		

Nguồn: VPBS tổng hợp

Trong năm 2015, chúng tôi dự phóng doanh thu NLG sẽ đạt mức 1.637 tỷ đồng, tăng 89% so với năm trước, và lợi nhuận ròng ở mức 186 tỷ đồng, tăng 95%. Chúng tôi giả định rằng NLG sẽ bàn giao 30% dự án EHome 3 và EHome 4, cũng như 40% dự án The Bridgeview trong năm 2015. Đây sẽ là những nguồn chính tạo ra lợi nhuận cho công ty trong năm nay.

Năm 2016, chúng tôi dự đoán rằng NLG sẽ bàn giao 40% dự án EHome 3, 33% dự án EHome 4, 100% dự án Flora Anh Đào (500 căn) và dự án Camellia Garden (194 căn). Dự án Eastgarden và một dự án EHome mới sẽ được triển khai và bàn giao khoảng 1.000 căn hộ trong năm 2016.

Dự phóng chi tiết của các dự án chính

Tỷ đồng	2015F	2016F
Doanh thu	1.595	2.480
EHome 3	611	815
Bán (%)	90%	10%
Bàn giao (%)	30%	40%
EHome 4	361	232
Bán (%)	95%	5%
Bàn giao (%)	30%	33%
The Bridgeview	590	74
Bán (%)	100%	0%
Bàn giao (%)	40%	5%
Flora Anh Đào	0	297
Bán (%)	60%	40%
Bàn giao (%)	0%	100%
Camellia Garden	0	389
Bán (%)	0%	100%
Bàn giao (%)	0%	100%
Các dự án khác	33	673

Nguồn: VPBS

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận

Tỷ đồng	2014	2015F	2016F
Doanh thu thuần	887	1.637	2.526
Bán đất, nhà và căn hộ	828	1.595	2.480
Cho thuê BĐS	18	20	22
Các dịch vụ khác	21	23	25
Lợi nhuận gộp	304	464	713
Biên lợi nhuận gộp	35%	28%	28%
Lợi nhuận tài chính	9	18	22
Lợi nhuận trước thuế	139	272	457
Lợi nhuận ròng	80	186	321

Nguồn: VPBS

PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG (NAV)

Theo phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV), chúng tôi định giá cổ phiếu NLG ở mức 22.400 đồng/cổ phiếu.

Giá trị nội tại của NLG phụ thuộc phần lớn vào giá trị của quỹ đất và các dự án mà NLG hiện đang và sắp triển khai. Lợi nhuận các công ty BĐS thường biến động mạnh và phụ thuộc nhiều vào chu kỳ của ngành cũng như nền kinh tế. Do thị trường BĐS đã thoát đáy, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng NLG sẽ tăng mạnh trong vòng 3 năm tới. Do đó, chúng tôi tin rằng phương pháp định giá so sánh P/E không thích hợp để xác định giá mục tiêu cho NLG. Ngoài ra, NLG còn sở hữu quỹ đất lớn đã được mua cách đây khá lâu. Vì vậy, giá trị sổ sách không phản ánh đúng giá trị thực của công ty. Tóm lại, chúng tôi cho rằng phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV) sẽ phản ánh giá trị nội tại của NLG chính xác hơn các phương pháp định giá khác.

Chúng tôi ước tính NAV cho 8 dự án bao gồm EHome 3, EHome 4, The Bridgeview, An Thạnh, Camellia, Flora Anh Đào, Nam Long Hưng Thạnh và Eastgate; đây là các dự án đang triển khai, hoặc sắp được triển khai trong năm tới. Đối với các dự án BĐS khác trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư và chưa có kế hoạch triển khai trong ngắn hạn, chúng tôi ước tính một mức thặng dư tùy từng dự án và cộng vào giá vốn để xác định giá trị thực của các dự án này (cost appraisal).

Đối với tòa nhà Capital Tower, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá mảng kinh doanh này. Tốc độ tăng trưởng hàng năm được giả định là 2% để bù cho yếu tố lạm phát. Dòng tiền được dự phóng từ năm 2015 đến 2056. Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 10,6% sẽ được sử dụng làm tỷ lệ chiết khấu cho mô hình DCF của chúng tôi. WACC được tính toán dựa trên các giả định sau: lãi suất phi rủi ro được lấy từ lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 6,7%; beta là 0,5; phần bù rủi ro thị trường là 9,3%; lãi vay là 10% dựa trên chi phí lãi vay trung bình của NLG và thuế suất hiệu dụng cho NLG là 22%.

Dự án	NLG sở hữu	Phương pháp định giá	NAV (tỷ đồng)
Danh mục dự án nhà ở			1.220
1 EHome 4 Bắc Sài Gòn	100%	NAV	389
2 EHome 3 Tây Sài Gòn	100%	NAV	212
3 The Bridgeview	100%	NAV	119
4 Khu dân cư An Thạnh	100%	NAV	11
5 Camellia Garden	60%	NAV	104
6 Flora Anh Đào	50%	NAV	46
7 Nam Long Hưng Thạnh	100%	NAV	5
8 Eastgate	76%	NAV	335
Các dự án khác			2.386
9 Aquamarine	83,7%	Giá vốn+thặng dư	345
10 Nam Long Hồng Phát	75,3%	Giá vốn+thặng dư	89
11 Nam Long 3 – Cần Thơ	100%	Giá vốn+thặng dư	88
12 Waterpoint	99,9%	Giá vốn+thặng dư	1.638
13 Water side estate	45%	Giá vốn+thặng dư	26
15 Nhơn Trạch	N/a	Giá vốn+thặng dư	12
16 Khác	N/a	Giá vốn+thặng dư	13
17 Capital tower	100%	Chiết khấu dòng tiền	178
Giá trị tài sản gộp			3.606
Tiền + đầu tư ngắn hạn (tính đến 30/6/2015)			223
Nợ vay (tính đến 30/6/2015)			548
Lợi ích của cổ đông thiểu số (tính đến 30/6/2015)			112
NAV			3.169
Số cổ phiếu hiện tại			142
NAV/cổ phiếu (đồng)			22.377

Nguồn: VPBS

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Giá trị nội tại của NLG tương quan chặt chẽ với giá trị của dự án Waterpoint, do dự án này chiếm đến 32,5% tổng tài sản của NLG và 45,4% giá trị tài sản gộp của công ty.

Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi áp dụng mức thặng dư 20% cho giá trị sổ sách của dự án này. Công ty đã mua quỹ đất này từ năm 2007 với giá thấp. Chúng tôi tin rằng việc áp dụng tỷ lệ thặng dư lớn cho dự án này là hợp lý, nhằm phản ánh việc tăng chi phí bồi thường đất trong 8 năm qua. Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy của giá cổ phiếu NLG do sự thay đổi mức thặng dư của dự án Waterpoint như sau:

10%	15%	20%	25%	30%	35%
21.413	21.895	22.377	22.859	23.341	23.824

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

NLG đã kẹt dưới ngưỡng kháng cự 19.600 đồng/cổ phiếu kể từ tháng 4/2015 với nhiều nỗ lực vượt qua không thành công. Sau khi tiệm cận ngưỡng này, giá cổ phiếu đều giảm khá mạnh. Tuy nhiên NLG vẫn duy trì được xu hướng tăng nhờ hỗ trợ của đường MA100.

Sau 8 phiên cùng cổ dưới ngưỡng kháng cự trên, NLG đã bứt phá mạnh và thiết lập mức giá cao mới tại ngưỡng 20.800 đồng/cổ phiếu trong phiên 10/9. NLG đang giao dịch giằng co bên dưới mức đỉnh này với thanh khoản tốt, nhưng vẫn duy trì được ngưỡng hỗ trợ của đường MA10.

Vì vậy, chúng tôi giữ quan điểm TRUNG LẬP đối với xu hướng ngắn hạn của giá cổ phiếu NLG tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Tại ngày 22/9/2015	(đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	20.800
Giá thấp nhất trong 3 tháng	18.100
MA50 ngày hiện tại	19.200
MA100 ngày hiện tại	19.600
Ngưỡng kháng cự trung hạn	N/A
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	19.000
Xu hướng ngắn hạn	TRUNG LẬP

Biến động giá cổ phiếu NLG



Nguồn : VPBS

KẾT LUẬN

Sau hơn 20 năm hoạt động, NLG hiện đang là một trong những nhà phát triển BĐS hàng đầu thuộc phân khúc nhà ở bình dân tại Việt Nam với kết quả kinh doanh ấn tượng và thương hiệu nhà “vừa túi tiền” EHome được nhiều người biết đến. Quỹ đất lớn và nắm gần các khu vực phát triển cơ sở hạ tầng trọng điểm là tiền đề giúp công ty phát triển bền vững trong tương lai. Chúng tôi đánh giá khả quan đối với NLG trong dài hạn do công ty sở hữu quỹ đất sạch lớn 567 ha ở TP.HCM, tỉnh Bình Dương, Cần Thơ và Long An. Chúng tôi tin rằng lợi nhuận của NLG sẽ tăng trưởng mạnh trong 3 năm tới.

Về ngắn hạn, NLG hiện đang tập trung vào các dự án nhà “vừa túi tiền” ở TP.HCM nhằm tận dụng sự ấm lên của thị trường BĐS. Mục tiêu dài hạn của ban lãnh đạo NLG là phải khai thác được giá trị của quỹ đất tiềm năng, đặc biệt là ở tỉnh Long An để tăng giá trị nội tại của công ty. Chúng tôi cho rằng quỹ đất lớn với chi phí thấp là lợi thế cạnh tranh lớn của NLG trong dài hạn, mặc dù một phần của quỹ đất này hiện vẫn chưa tạo ra doanh thu và lợi nhuận cho công ty.

Chúng tôi đánh giá cao ban quản trị và ban điều hành của NLG. Đội ngũ ban giám đốc và lãnh đạo có nhiều năm làm việc tại NLG, cho thấy sự cam kết đóng góp để giúp công ty tăng trưởng lâu dài và bền vững. Ban lãnh đạo có nhiều kinh nghiệm, kiến thức về quản lý và phát triển mô hình kinh doanh này, cũng như hiểu biết về hệ thống pháp luật ở Việt Nam, vốn được cập nhật liên tục trong những năm gần đây. Công ty có 5 cổ đông chiến lược nước ngoài gồm IFC, Goldman Sachs, Keppel Land, ASPL và Mekong Capital. Những cổ đông này sẽ giúp công ty nâng cao tình hình quản trị doanh nghiệp và hội nhập với các tiêu chuẩn quốc tế.

Về sức khỏe tài chính, NLG hiện có tỷ lệ nợ vay thấp và nắm giữ nhiều tiền mặt. Khả năng sinh lợi trong 3 năm qua dù không được cao nhưng đã cải thiện đáng kể từ năm 2014. Nhờ vào tiến độ bán hàng và bàn giao của các dự án hiện tại cũng như các dự án sắp được triển khai, chúng tôi tin rằng lợi nhuận NLG sẽ khá tích cực trong 3 năm tới.

Dựa trên các giả định và phân tích, chúng tôi tính toán giá trị nội tại của NLG ở mức 22.400 đồng/cổ phiếu, cao hơn 9,8% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị MUA dài hạn đối với cổ phiếu này.

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (triệu đồng)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
Bán đất, nhà và căn hộ	667.237	298.307	568.295	828.239	1.594.849	2.479.620
Các dịch vụ khác	48.819	35.012	14.940	20.678	22.746	25.020
Cho thuê bất động sản	17.433	15.466	17.066	18.012	19.813	21.794
	514	112.965	1.445	-	-	-
Doanh thu	734.004	461.750	601.747	866.929	1.637.408	2.526.435
<i>% tăng trưởng</i>	<i>276,8%</i>	<i>-53,6%</i>	<i>0,5%</i>	<i>44,1%</i>	<i>88,9%</i>	<i>54,3%</i>
Giá vốn hàng bán	459.440	260.014	370.251	562.756	1.173.498	1.813.054
Lợi nhuận gộp	274.563	201.735	231.496	304.173	463.910	713.381
	34.668	25.932	35.369	70.841	90.057	138.954
Chi phí bán hàng	125.215	100.134	110.878	127.402	146.388	168.203
EBIT	114.681	75.670	85.248	105.931	227.464	406.223
	9.706	12.349	11.788	11.509	13.227	13.717
EBITDA	124.387	88.018	97.036	117.440	240.691	419.940
Doanh thu tài chính	17.652	7.140	10.413	27.529	32.899	34.415
Chi phí tài chính	28.822	75.973	39.794	18.155	14.255	13.647
Lợi nhuận khác	87.943	52.358	(321)	23.832	26.216	28.837
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	1.827	397	82	156	180	207
EBT	193.280	59.591	55.627	139.294	272.504	456.035
Thuế	56.108	29.046	21.135	35.740	70.851	109.448
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	<i>29,0%</i>	<i>48,7%</i>	<i>38,0%</i>	<i>25,7%</i>	<i>26,0%</i>	<i>24,0%</i>
Lợi nhuận sau thuế	137.172	30.545	34.492	103.554	201.653	346.587
Lợi ích của cổ đông thiểu số	29.971	5.904	13.318	7.981	15.542	26.712
LNST cổ đông công ty mẹ	107.202	24.641	21.175	95.573	186.111	319.874
<i>Biên LN ròng</i>	<i>14,6%</i>	<i>5,3%</i>	<i>3,5%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,7%</i>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1.182	264	232	841	1.351	2.259

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
Tài sản ngắn hạn						
Tiền và các khoản tương đương tiền	141.618	113.502	166.988	373.997	489.344	511.829
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	1.800	3.000	16.000	16.800	17.640
Các khoản phải thu	179.215	264.853	275.646	319.821	367.794	422.963
Hàng tồn kho	2.058.999	2.197.834	2.359.797	2.610.300	2.871.329	3.158.462
Tài sản ngắn hạn khác	23.880	26.541	59.735	70.769	74.307	78.023
Tổng tài sản ngắn hạn	2.403.712	2.604.530	2.865.166	3.390.886	3.819.575	4.188.917
Tài sản dài hạn						
Tài sản cố định	43.062	46.040	42.235	42.697	43.671	44.578
Các khoản đầu tư dài hạn	270.434	264.502	259.658	289.982	325.431	355.975
Tài sản dài hạn khác	177.498	154.682	156.657	205.856	221.100	234.190
Tổng tài sản dài hạn	490.994	465.224	458.550	538.535	590.202	634.743
Tổng tài sản	2.894.707	3.069.754	3.323.716	3.929.421	4.409.777	4.823.660
Nợ ngắn hạn						
Các khoản phải trả	72.916	100.815	91.837	99.905	160.753	248.364
Vay nợ ngắn hạn	295.415	518.147	510.923	180.196	198.216	218.037
Nợ ngắn hạn khác	815.425	738.683	846.174	1.195.546	1.361.728	1.488.130
Tổng nợ ngắn hạn	1.183.756	1.357.645	1.448.934	1.475.647	1.720.697	1.954.531
Nợ dài hạn						
Vay nợ dài hạn	172.747	122.716	258.785	438.281	401.986	347.431
Nợ dài hạn khác	25.686	34.159	33.827	24.280	25.494	26.768
Tổng nợ dài hạn	198.434	156.875	292.612	462.561	427.480	374.199
Tổng nợ phải trả	1.382.189	1.514.520	1.741.546	1.938.208	2.148.176	2.328.730
Vốn chủ sở hữu						
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	1.047.774	1.096.755	1.096.755	1.762.485	1.902.485	1.902.485
Lợi nhuận chưa phân phối	188.092	181.867	198.919	218.912	294.807	501.423
Cổ phiếu quỹ	-18.360	-18.360	-18.360	-60.464	-60.464	-60.464
Vốn khác	12.109	12.432	12.713	12.758	12.758	12.758
Tổng vốn chủ sở hữu	1.229.615	1.272.694	1.290.027	1.933.691	2.149.585	2.356.202
Lợi ích cổ đông thiểu số	282.902	282.541	292.143	57.522	112.016	138.728
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	2.894.707	3.069.754	3.323.716	3.929.421	4.409.777	4.823.660

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu đồng)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(198.506)	(202.723)	(115.828)	108.987	97.854	187.903
LCTT từ hoạt động đầu tư	(29.150)	2.167	10.511	(145.908)	(48.508)	(44.139)
LCTT từ hoạt động tài chính	163.069	172.440	158.804	243.929	66.001	(121.279)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(64.587)	(28.116)	53.487	207.009	115.347	22.485
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	206.205	141.618	113.502	166.988	373.997	489.344
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	141.618	113.502	166.988	373.997	489.344	511.829

Phân tích các chỉ số	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
Chỉ số định giá						
Chỉ số PE				24,5	15,2	9,1
Chỉ số PEG				6,8	9,5	5,5
EV / EBIT				29,2	13,6	7,6
EV / EBITDA				26,3	12,9	7,4
Chỉ số P/S				3,2	1,8	1,2
Chỉ số P/B				1,4	1,4	1,2
Lợi suất cổ tức tiền mặt				2,8%	3,9%	3,9%
Chỉ số sinh lời						
Biên LN gộp	37,4%	43,7%	38,5%	35,1%	28,3%	28,2%
Biên EBITDA	17,2%	19,1%	16,1%	13,6%	14,7%	16,6%
Biên LN hoạt động	15,6%	16,4%	14,2%	12,2%	13,9%	16,1%
Biên LN ròng	14,6%	5,3%	3,5%	11,0%	11,4%	12,7%
Tỷ số LN/tổng tài sản	5,1%	1,0%	1,1%	2,9%	4,8%	7,5%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	8,9%	2,0%	1,7%	5,9%	9,1%	14,2%
Chỉ số đòn bẩy						
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	5,2x	1,0x	2,8x	9,8x	21,7x	41,1x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	4,9x	1,0x	3,0x	5,7x	4,1x	7,8x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	27,6%	33,5%	37,4%	24,2%	21,8%	19,4%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	44,1%	33,7%	48,3%	53,4%	24,1%	20,5%
Chỉ số thanh khoản						
Hệ số vòng quay tài sản	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,4x	0,5x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	4,1x	1,7x	2,2x	2,7x	4,5x	6,0x
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	6,3x	2,6x	4,0x	5,6x	7,3x	7,3x
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	0,2x	0,1x	0,2x	0,2x	0,4x	0,6x
Hệ số thanh toán hiện hành	2,0x	1,9x	2,0x	2,3x	2,2x	2,1x
Hệ số thanh toán nhanh	0,3x	0,3x	0,3x	0,5x	0,6x	0,5x

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) đưa ra khuyến nghị dựa trên sự kết hợp giữa phân tích ngắn hạn và dài hạn.

Chúng tôi sử dụng hệ thống khuyến nghị dài hạn như sau:

Cổ phiếu bị thị trường định giá thấp (Undervalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới lớn hơn 10%.

Cổ phiếu phản ánh đúng giá trị nội tại (Fully-valued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới dao động từ 0% đến 10%.

Cổ phiếu được thị trường định giá cao (Overvalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới thấp hơn 0%.

Sau đó, chúng tôi sẽ đưa ra những nhận định trong ngắn hạn dựa trên các yếu tố vĩ mô cùng với phương pháp phân tích kỹ thuật. Phương pháp này cho thấy những tín hiệu tăng giá, trung lập hay giảm giá thông qua việc phân tích các chỉ số xu hướng như đường trung bình động, PSAR, và MACD, cũng như chỉ báo xung lượng bao gồm chỉ số RSI và MFI.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị chung dựa trên các quan điểm trong ngắn hạn và dài hạn như sau:

Khuyến nghị	Giá trị dài hạn	Xu hướng ngắn hạn
MUA	TT định giá thấp (Undervalued)	Tăng giá hoặc Trung lập
	Đúng giá trị (Fully-valued)	Tăng giá
GIỮ	TT định giá thấp (Undervalued)	Giảm giá
	Đúng giá trị (Fully-valued)	Trung lập
BÁN	TT định giá cao (Overvalued)	Tăng giá
	Đúng giá trị (Fully-valued)	Giảm giá
	TT định giá cao (Overvalued)	Trung lập hoặc Giảm giá

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản
honglb@vpbs.com.vn

Phạm Cao Minh

Chuyên viên Phân tích
minhpc@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+84 1900 6457 Ext: 335

Trần Cao Dũng

Giám đốc Tư vấn Đầu tư và Quản lý Tài sản
Khởi Dịch vụ Ngân hàng cá nhân cao cấp Prestige
dungtc@vpbs.com.vn
+848 3910 0868

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên. Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 1900 6457
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418