

NLG - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 05/01/2016)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	22.600
KLGD TB 10 ngày	103.250
Vốn hoá (tỷ đồng)	3.199
Số lượng CPLH	141.572.157
% sở hữu nước ngoài	49%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Đức Anh
ndanh@vcbs.com.vn
+84 8 3820 0790 ext. 643

NLG: KQKD 9T.2015 KHẢ QUAN

KQKD 9T2015 tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ xuất phát từ các căn hộ đã bán trong năm 2014 nhưng chưa ghi nhận; Ehome vẫn là dòng sản phẩm chủ lực. Dòng tiền dồi dào từ tiến độ bán hàng khả quan tại các dự án, hợp tác phát triển dự án với đối tác Nhật và chào bán cổ phiếu cho Keppel land. *DTT 9T2015 đạt 649 tỷ đồng (+77% yoy, 45% KH), LNST đạt 75 tỷ đồng (+975% yoy, 42% KH). EPS 2015 ước đạt 1.355 đồng.*

Triển vọng kinh doanh 2016 tích cực với việc tiếp tục bàn giao các sản phẩm Ehome, Flora và bắt đầu có sự đóng góp của nhà phố/biệt thự vốn có biên lợi nhuận cao hơn các dòng sản phẩm khác. Bên cạnh đó, việc đàm phán với đối tác tại dự án Aquamarine residences (Bình Chánh) đang đi đến giai đoạn kết thúc có thể đem lại khoản lợi nhuận bất thường từ chênh lệch đánh giá lại giá đất theo thời giá hiện tại. *DTT 2016 ước đạt 1.782 tỷ đồng, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 290 tỷ đồng, EPS cơ bản từ HĐKD cốt lõi là 2.049 đồng.*

Với mức giá 22.600 đồng/CP tại ngày 05/01/2016, NLG đang được giao dịch ở mức chiết khấu 25,9% so với giá trị hợp lý ước tính là 28.400 đồng/CP, do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	9T.2015
DTT (tỷ đồng)	462	602	867	649
+/- yoy (%)	-37%	30%	44%	77%
LNST (tỷ đồng)	25	21	96	75
+/- yoy (%)	-77%	-14%	351%	553%
VCSH (tỷ đồng)	1.273	1.290	1.934	2.196
Nợ/TTS (%)	21%	23%	16%	12%
TS LN gộp (%)	44%	38%	35%	36%
ROA – TTM (%)	7%	6%	12%	16%
ROE – TTM (%)	1%	1%	3%	5%
EPS - TTM (đồng)	2%	2%	6%	10%
BVPS (đồng)	258	222	713	1.322

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2015

KQKD tăng trưởng vượt bậc từ ghi nhận các sản phẩm đã bán trong 2014.

KQKD 9T2015 tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ xuất phát từ các căn hộ đã bán trong năm 2014 nhưng chưa ghi nhận; Ehome vẫn là dòng sản phẩm chủ lực. Dòng tiền dồi dào từ tiến độ bán hàng khả quan tại các dự án, hợp tác phát triển dự án với đối tác Nhật và chào bán cổ phiếu cho Keppel land.

Chỉ tiêu	Q3.2015	9T2015	% KH	So với 9T2014
DTT (tỷ đồng)	236	649	45%	+77%
LNST (tỷ đồng)	15	75	42%	+975%

Nguồn: NLG, VCBS.

Mảng bán đất nền, nhà phố, chung cư tăng trưởng mạnh; đạt 621 tỷ đồng (+84% yoy) với việc bàn giao 712 căn hộ từ các dự án Ehome 3 (270 tỷ đồng), Ehome 4 (115 tỷ đồng), Ehome 5 (142 tỷ đồng) và đất nền tại Long An, Cần Thơ (76 tỷ đồng); biên LNG tăng lên 34% so với mức 29% của 9T2014 do Ehome 5 có biên LN tốt hơn Ehome 3 và 4. Các mảng hoạt động khác đóng góp không đáng kể vào KQKD của NLG, đạt 28 tỷ đồng. Các loại chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh so với cùng kỳ (+45% yoy) do nhiều dự án được mở bán và gia tăng tỷ lệ sở hữu tại một số công ty con như CTCP phát triển căn hộ Nam Long (từ 57% lên 97%), CTCP đầu tư Nam Khang (từ 55% lên 100%) và Công ty TNHH kinh doanh vật liệu xây dựng Nam Khang (từ 37% lên 100%). Khoản bất lợi thương mại từ hợp nhất CTCP đầu tư Nam Phan (32 tỷ đồng) góp phần đưa LNST 9T2015 của NLG tăng trưởng đột biến so với cùng kỳ 2014; ở mức 75 tỷ đồng, +975% yoy.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Dòng tiền dồi dào từ tiến độ bán hàng khả quan tại các dự án và phát hành riêng lẻ cho Keppel land giúp NLG trả nợ vay ròng trong kỳ.

TTS tăng trưởng nhẹ so với cuối năm 2014, +13% ytd chủ yếu từ việc triển khai các dự án và tăng tỷ lệ sở hữu tại CTCP đầu tư Nam Phan (dự án Phú Hữu, Q.9). Hàng tồn kho đạt 3.186 tỷ đồng, chiếm 72% TTS tập trung tại các dự án Waterpoint, Phú Hữu và Nguyên Sơn (2.073 tỷ đồng).

Nợ vay giảm nhẹ 12% ytd, ở mức 541 tỷ đồng trong đó có 294 tỷ đồng trái phiếu không chuyển đổi sẽ đáo hạn vào 07.2017. Lãi vay bình quân ở mức 9,6%/năm. Lợi nhuận từ HĐKD/Lãi vay đã trả tăng lên 1,4 lần từ mức 0,13 lần của 9T2014. NLG trả nợ vay ròng 78 tỷ đồng trong 9T2015 tuy nhiên nợ vay được kỳ vọng sẽ tăng nhanh trong thời gian sắp tới do mở rộng quỹ đất và phát triển đồng thời nhiều dự án.

DỰ ÁN

Waterpoint là một gánh nặng trong quá khứ nhưng NLG còn nhiều quỹ đất khác đang phát huy hiệu quả.

NLG đang tập trung phát triển dòng sản phẩm chung cư (Ehome, Flora) và biệt thự/nhà phố (Nam Long home) tại khu vực Tp.HCM với quỹ đất trên 52ha. Dòng tiền phát triển dự án dồi dào với nguồn tiền đa dạng: 1) hợp tác với các đối tác có tiềm lực tài chính (Ehome 3 với Indochina land, Flora Anh Đào với Hankyu realty và Nishi nippon railroad); 2) phát hành trái phiếu (TP thường cho OCB và dự kiến phát hành TP chuyển đổi trong 2016); 3) phát hành riêng lẻ cho các đối tác chiến lược (IFC, Goldman Sachs, Keppel land); 4) ứng trước từ khách hàng.

Dự án Waterpoint đã từng được kỳ vọng là một khu đô thị tạo nên dấu ấn của NLG trên thị trường BĐS Việt Nam tuy nhiên do có quy mô lớn, đòi hỏi nguồn vốn dồi dào và dài hơi trong khi thị trường BĐS tại các tỉnh lân cận Tp. HCM chưa phục hồi, tín dụng chưa cởi mở với các khu “đại đô thị” và tính hấp dẫn của dự án không cao với các đối tác nước ngoài nên hiện nay dự án đang được điều chỉnh thiết kế.

Trong 07.2015, NLG đã phát hành 7,1 triệu CP với giá bình quân 19.800 đồng/CP cho Keppel land. Keppel land có quỹ đất lớn (471ha, trong đó có 104ha thuộc khu vực Q.2 và Q.9) và cung cấp căn

hộ/biệt thự thuộc phân khúc cao cấp với các dự án tiêu biểu như The Estella, Villa Riviera. Việc hợp tác trên sẽ giúp Keppel land tiếp cận được với sản phẩm và thương hiệu đã được thị trường chấp nhận rộng rãi (Ehome/Flora, phân khúc bình dân và trung cấp) trong khi NLG sẽ mở rộng quỹ đất ra khu vực đang được thị trường chú ý (phía Đông Tp. HCM).

Dự án	Diện tích đất (m2)	Tỷ lệ sở hữu	HTK, Q3.2015 (Tỷ đồng)	Tiến độ	Khu vực
Tp. HCM	729.235				
Ehome 3: Tây Sài Gòn	63.891	97%	279	- Đã xây dựng 12/13 block thương mại: A1-A10 và B1-B2. Đã bán 1.800/2.043 căn. - Đang xin chuyển đổi block A0 (161 căn) từ tái định cư sang nhà ở thương mại. Dự kiến Q1.2016 hoàn thành. - Giá bán bình quân từ 15,6 triệu đồng/m2.	An Lạc, Q. Bình Tân
Ehome 4: Bắc Sài Gòn	126.825	97%	205	- Đã xây 8 block B1-B4, C1-C4. Đã bán 1.033/1.260 căn. Đã bán 100/140 căn nhà phố vườn và biệt thự của giai đoạn 2. - Giá bán bình quân từ 11,8 triệu đồng/m2.	Thuận An, Bình Dương
Ehome 5: The Bridgeview	20.185	97%	266	- Đã xây dựng và bàn giao block B. Đang xây dựng block A, bàn giao 12.2015. - Đã bán 592/592 căn. Giá bán từ 23,5 triệu đồng/m2.	Tân Thuận Đông, Q.7
Ehome 6: The Flora	11.235	50%	93	- Sở hữu bởi Cty TNHH đầu tư & kinh doanh BĐS Nguyễn Phúc. Hợp tác với đối tác Nhật - Đã bán 270/500 căn, giá bán từ 19 triệu đồng/m2.	Phước Long B, Q.9
Ehome 7	9.557	97%	56	- Đang lập kế hoạch	Long Thạnh Mỹ, Q.9
Aquamarine residences	374.123	84%	331	- Đã đền bù 95% diện tích. Đang duyệt quy hoạch 1/500.	Bình Hưng, H. Bình Chánh
Phú Hữu	178.287	76%	374	- Đã đền bù 100% diện tích. Đã duyệt quy hoạch 1/500. - CTCP đầu tư Nam Phan là chủ đầu tư. Tăng tỷ lệ sở hữu lên 100% trong 2016.	Phú Hữu, Q.9
Phước Long B mở rộng	56.212	45%	55	- Đã đền bù 100%, đã giao đất và GCN QSDĐ. Đã duyệt quy hoạch 1/500.	Phước Long B, Q.9
Camellia Garden	59.125	60%	59	- Xây dựng và mở bán theo phân khúc Nam Long home trong năm 2015. Hợp tác với C21 - Đã bán 51/188 nhà phố và villa. Đang xây thô 80 căn.	Bình Hưng, H. Bình Chánh
Cần Thơ	784.195				
Nam Long Hưng Thạnh	234.725	100%	71	- Đã đền bù 95%, đã giao đất và GCN QSDĐ phần đền bù. Đã duyệt quy hoạch 1/500. - Đang bán hàng.	Cái Răng, Cần Thơ
Nam Long Hồng Phát	154.215	72%	48	- Đã đền bù 82% diện tích, đang làm thủ tục giao đất. Đã duyệt quy hoạch 1/500.	Cái Răng, Cần Thơ
Cần Thơ 43	438.050	100%	113	- Đã đền bù 40% diện tích, đang làm thủ tục giao đất. Đã duyệt quy hoạch 1/500.	Cái Răng, Cần Thơ
Long An	3.883.396				
Waterpoint	3.551.435	99%	1.290	- Đã đền bù 98%. Đã được cấp GCN QSD đất 217.5ha; đang làm thủ tục xin GCN 106.1ha; chưa thực hiện nghĩa vụ tài chính: 2,2ha. Đã duyệt quy hoạch 1/2000. - Đang kêu gọi đầu tư	Bến Lức, Long An
KDC An Thạnh	355.401	100%	78	- Đã đền bù 100%, đã giao đất và GCN QSDĐ. Đã	

duyệt quy hoạch 1/500.
- Đang bán hàng

Đồng Nai	50.000					
Nhon Trạch	50.000	100%	12	- Đã đền bù 3ha.		Nhon Trạch, Đồng Nai

TRIỂN VỌNG

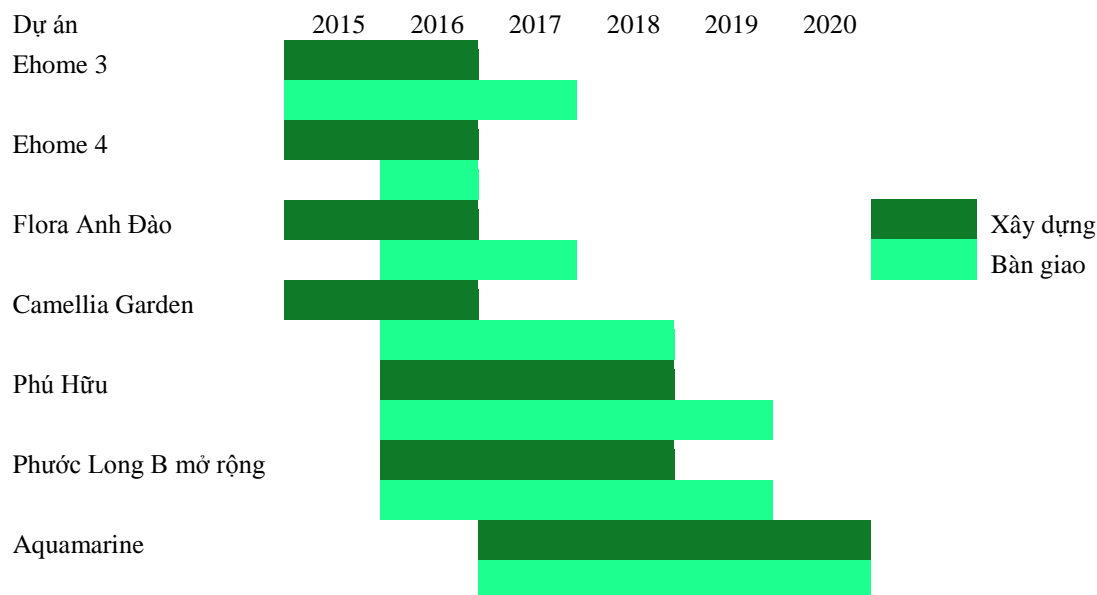
Triển vọng kinh doanh 2016 tích cực với việc tiếp tục bàn giao các sản phẩm Ehome, Flora và bắt đầu có sự đóng góp của nhà phố/biệt thự vốn có biên lợi nhuận cao hơn các dòng sản phẩm khác. Bên cạnh đó, việc đàm phán với đối tác tại dự án Aquamarine residences (Bình Chánh) đang đi đến giai đoạn kết thúc có thể đem lại khoản lợi nhuận bất thường từ chênh lệch đánh giá lại giá đất theo thời giá hiện tại. *DTT 2016 ước đạt 1.782 tỷ đồng, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 290 tỷ đồng, EPS cơ bản từ HĐKD cốt lõi là 2.049 đồng.*

- 1) **Mảng bán đất nền, nhà phố, chung cư:** 2H2016 là giai đoạn hàng loạt các dự án Ehome 3 (block A9, A10, A11, A0), Ehome 4 (nhà phố vườn), Flora Anh Đào và Camellia Garden được bàn giao. Doanh thu chưa ghi nhận của 942 sản phẩm bán trong 2015 ước tính ở mức 880 tỷ đồng, tạo khởi đầu thuận lợi cho KQKD 2016. NLG đặt kế hoạch cung cấp 3.200 sản phẩm ra thị trường với 2.500 căn chung cư (Ehome 3, 4, Flora Anh Đào, Võ Văn Kiệt, Phước Long B mở rộng), 500 căn biệt thự/nhà phố vườn (Ehome 4, Camellia garden, Phú Hữu, Phước Long B mở rộng) và 200 đất nền (Long An, Cần Thơ). *DTT 2016 ước đạt 1.741 tỷ đồng.*
- 2) **Các mảng hoạt động khác** (cho thuê BĐS đầu tư, các dịch vụ khác): đóng góp không đáng kể vào KQKD hàng năm của NLG. *DTT ước tính khoảng 40 tỷ/năm.*

ĐỊNH GIÁ

VCBS định giá lại các dự án mà NLG là chủ đầu tư, đang mang lại dòng tiền hoặc có kế hoạch triển khai cụ thể trong giai đoạn 2016-2017; các dự án chưa có nhiều thông tin sẽ được ghi nhận theo giá trị sổ sách.

Tiến độ xây dựng và bàn giao các dự án:



Bảng định giá các dự án:

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)
Ehome 3	DCF	100%	357
Ehome 4	DCF	100%	278
Flora Anh Đào	DCF	50%	135
Camellia Garden	DCF	60%	144
Aquamarine	DCF	84%	756
Phú Hữu	DCF	77%	545
Phước Long B mở rộng	DCF	45%	86
Waterpoint	Giá trị sổ sách	89%	1.291
Các dự án khác	Giá trị sổ sách	N/A	755
Tiền và tương đương tiền			222
Nợ vay			541
<i>Tổng giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)</i>			4.028
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)			142
Giá trị tài sản ròng/CP (đồng)			28.455

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong các năm qua, dự án Waterpoint một mặt gây áp lực lớn lên NLG về hiệu quả tài chính (thời gian triển khai chậm, tính khả thi thấp do quy mô quá lớn, tài trợ bằng vốn vay) mặt khác dự án còn hấp thụ dòng tiền triển khai các dự án khác tuy nhiên với việc huy động thành công các nguồn lực bên ngoài (phát hành riêng lẻ cổ phiếu/trái phiếu, hợp tác đầu tư và ứng trước từ khách hàng) đã giúp khả năng thanh toán cũng như tiềm lực tài chính của NLG được cải thiện đáng kể.

So với các doanh nghiệp BĐS khác, NLG là một trong số ít các công ty có các yếu tố: 1) quỹ đất lớn tại thị trường BĐS năng động nhất cả nước (gần 52ha tại khu vực Tp. HCM); 2) sản phẩm đa dạng thuộc nhiều phân khúc và đang được thị trường hấp thụ tốt (Ehome 3 được đánh giá cao hơn các sản phẩm cùng thuộc phân khúc nhà ở vừa túi tiền, ngoài ra Nam Long home đang có nguồn cầu tiềm năng do đáp ứng được nhu cầu mua nhà và đất của người dân); 3) dòng tiền để phát triển các dự án dồi dào mà không phụ thuộc quá nhiều vào vốn vay (tiền độ bán hàng khả quan tại các dự án và hợp tác với đối tác nước ngoài). EPS 2015 dự kiến ở mức 1.355 đồng.

Với mức giá 22.600 đồng/CP tại ngày 05/01/2016, NLG đang được giao dịch ở mức chiết khấu 25,9% so với giá trị hợp lý ước tính, do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu dài hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần cân nhắc một số yếu tố dưới đây khi đầu tư vào NLG.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Tính thanh khoản. Khối lượng cổ phiếu nắm giữ bởi cổ đông nội bộ và nhà đầu tư tổ chức chiếm hơn 73% số lượng cổ phiếu đang lưu hành, trong đó tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đã ở mức 49% Điều này sẽ hạn chế tính hấp dẫn của cổ phiếu NLG. Khối lượng giao dịch bình quân trong 3 tháng gần nhất chỉ ở mức 172 ngàn CP/ngày, thấp hơn nhiều so với một số công ty BĐS khác như DXG (KLGĐ trung bình 3 tháng là 1,09 triệu CP/ngày), VIC (1,17 triệu CP/ngày), PDR (732 ngàn CP/ngày).

Triển khai dự án lớn. NLG đang dần trở lại quỹ đạo với KQKD cải thiện, tình hình tài chính lành mạnh hơn nhờ các dòng sản phẩm Ehome, Flora và Nam Long Home. Tuy nhiên các dự án đã tồn đọng

nhiều năm như Waterpoint (Long An), Aquamarine residences (Bình Chánh) vẫn đang chiếm dụng nguồn vốn lớn và sẽ là một điểm trừ trong quỹ đất của NLG cũng như khó thay đổi cảm nhận của các nhà đầu tư trong ngắn hạn về hiệu quả sử dụng vốn.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Anh Tuấn, CFA

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tatuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên Phân tích

ndanh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630