

Vài nét về doanh nghiệp

NLG là một nhà phát triển bất động sản nhà ở lớn tại khu vực phía Nam với phân khúc sản phẩm đa dạng, bao gồm các sản phẩm nhà giá rẻ (EhomeS), chung cư trung – cao cấp (Flora) và biệt thự có giá trị cao (Valora). Trong giai đoạn hiện tại, NLG đang tập trung phát triển các dự án quy mô lớn tại khu vực đô thị vệ tinh TP.HCM.

Khuyến nghị **TRUNG LẬP**

Giá mục tiêu (VND) **42.389**

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (20/09/2024)	41.600
Biến động 1 năm	29.957 – 45.381
KLGD bình quân 52T (cp)	2.636.815
Vốn hóa (Tỷ đồng)	16.006
P/E	38,2x
P/B	1,22x
%NN sở hữu	48,82%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Quân, CFA

phquan@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

HOẠT ĐỘNG BÁN HÀNG HỒI PHỤC TÍCH CỰC

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

KQKD và hoạt động triển khai dự án của NLG dự báo sẽ sôi nổi hơn trong giai đoạn nửa cuối năm 2024 – đầu năm 2025 nhờ bàn giao dự án Akari City và mở bán các phân khu mới tại KĐT Waterpoint & Central Lake.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá NLG có nhiều tiềm năng tăng trưởng và là một trong những chủ đầu tư sở hữu vị thế tốt trong chu kỳ thị trường mới nhờ: (1) Quỹ đất sạch lớn, (2) Tình hình tài chính lành mạnh và cơ cấu sản phẩm tương đối đa dạng. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu NLG với mức định giá hợp lý là **42.389 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Kỳ vọng ghi nhận doanh thu lớn trong Q4.2024

Doanh nghiệp dự kiến sẽ tiến hành bàn giao và ghi nhận doanh thu đối với khoảng 1.000 căn hộ tại dự án Akari City giai đoạn 2 trong Q4.2024, qua đó ghi nhận 3.300 tỷ đồng doanh thu – nguồn đóng góp quan trọng đến KQKD mảng bất động sản của NLG trong năm 2024.

Hoạt động bán hàng duy trì xu hướng hồi phục mạnh mẽ

Xu hướng hồi phục của doanh số bán hàng và KQKD mảng BĐS sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới, khi NLG bắt đầu đẩy mạnh mở bán các phân khu mới tại dự án Waterpoint (Long An) và Central Lake (Cần Thơ).

Chờ đợi sự bùng nổ từ các đại dự án tại Đồng Nai

Dự án Izumi City và Paragon Đại Phước sẽ cần thêm 1 – 2 năm để hoàn thiện điều chỉnh quy hoạch và cân đối với nhu cầu thị trường khu vực. Sau khi đưa vào khai thác, các dự án trên kỳ vọng giúp nâng tầm đáng kể quy mô phát triển dự án và mặt bằng KQKD của NLG trong chu kỳ đầu tư mới.

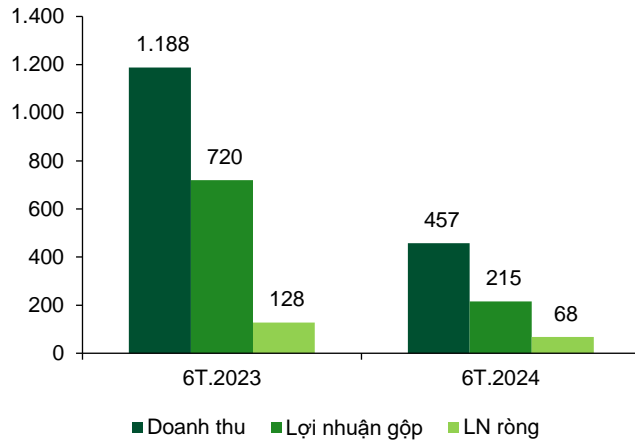
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
DTT (tỷ đồng)	4.339	3.181	5.138	4.905
+/- yoy (%)	-16,65%	-26,68%	61,49%	-4,54%
LN thuần (tỷ đồng)	556	484	585	656
+/- yoy (%)	-48,05%	-13,04%	20,97%	12,04%
TS LN gộp (%)	45,73%	49,10%	35,41%	41,27%
TS LN ròng (%)	12,82%	15,21%	11,39%	13,37%
EPS - TTM (VND)	1.448	1.257	1.521	1.704

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 6T.2024

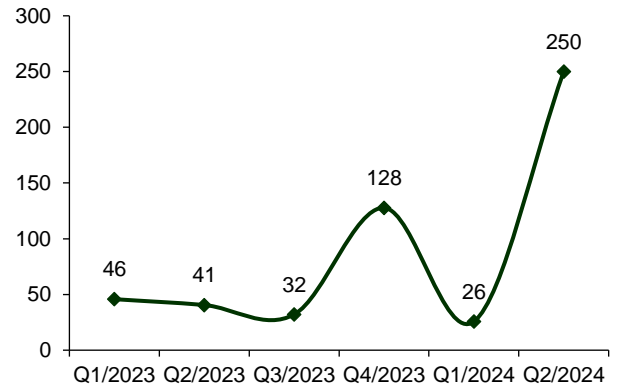
Doanh thu 2 quý đầu năm 2024 đạt 457 tỷ đồng, giảm 61,2% so với cùng kỳ do dự án cao tầng Akari City giai đoạn 2 – Bình Tân, TP.HCM (nguồn kì vọng đóng góp doanh thu chính trong năm 2024) đang trong quá trình nghiệm thu và chưa thực hiện bàn giao. Trong khi đó, các dự án Waterpoint (Long An) và Central Lake (Cần Thơ) trong giai đoạn vừa rồi chủ yếu tập trung bán hàng phân khúc Ehomes (với giá bán thấp) và chưa đưa vào kinh doanh mới các phân khu thấp tầng có giá trị cao.

LN thuần đạt 68 tỷ đồng (cùng kì là 128 tỷ đồng). Lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi ở mức khá thấp do thiếu hụt doanh thu chuyển nhượng bất động sản. Tuy vậy nhờ ghi nhận 230 tỷ đồng doanh thu tài chính từ việc hoàn tất thoái 25% vốn tại dự án Paragon Đại Phước (Đồng Nai), NLG duy trì kinh doanh có lãi trong nửa đầu năm.

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của NLG (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Doanh thu tài chính của NLG (đv: tỷ đồng)



Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

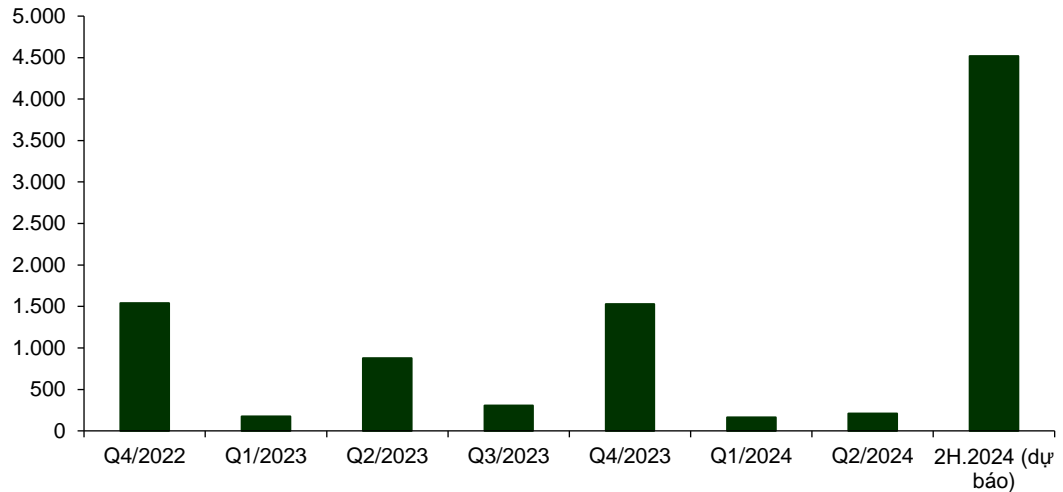
Kì vọng ghi nhận doanh thu lớn trong Q4.2024

Dự án Akari City giai đoạn 2 (Q.Bình Tân, TP.HCM) hiện đã cơ bản hoàn thành bán hàng đối với phần lớn các căn hộ và đang trong quá trình nghiệm thu. Mặt bằng giá bán tại dự án tương đối tốt nhờ:

- Là một trong số ít dự án cao tầng được mở bán trong giai đoạn 2022 – 2023 tại khu vực nội thành TP.HCM.
- Sở hữu vị trí tương đối đắc địa, kết nối tốt với khu vực trung tâm TP.HCM qua đại lộ Võ Văn Kiệt.
- Hưởng lợi từ làn sóng tăng giá chung cư trong giai đoạn 2023 – 2024.

Doanh nghiệp dự kiến sẽ tiến hành bàn giao và ghi nhận doanh thu đối với khoảng 1.000 căn hộ tại dự án Akari City trong Q4.2024, qua đó ghi nhận 3.300 tỷ đồng doanh thu – nguồn đóng góp quan trọng đến KQKD mảng bất động sản của NLG trong năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá dòng tiền kinh doanh trong giai đoạn cuối năm sẽ được hỗ trợ tích cực khi NLG tiến hành thu nốt khoản tiền thanh toán của khách hàng khi nhận nhà.

Hình 3: Doanh thu chuyển nhượng BĐS của NLG (đv: tỷ đồng)



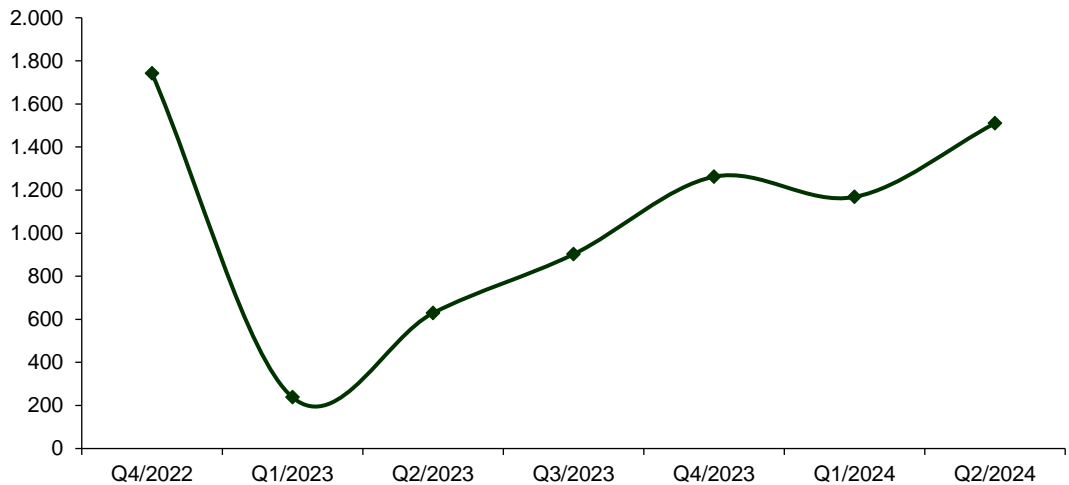
Nguồn: NLG, VCBS

Hoạt động bán hàng duy trì xu hướng hồi phục mạnh mẽ

Sau giai đoạn trầm lắng do sự chững lại của thị trường BĐS, doanh số bán hàng của NLG đã ghi nhận sự phục hồi tích cực từ giai đoạn cuối năm 2023 - đầu năm 2024. Các dự án trọng điểm đang thực hiện kinh doanh (Mizuki Park, Akari City, Waterpoint) đều ghi nhận mức tăng mạnh về giá trị bán hàng nhờ:

- Thị trường BĐS khu vực phía Nam dần hồi phục từ cuối năm 2023, đặc biệt tại các dự án nằm trong bán kính cư trú thực tế và đáp ứng nhu cầu ở thực.
- NLG nằm trong số ít các chủ đầu tư vẫn duy trì tốt tiến độ triển khai dự án và chính sách hỗ trợ thanh toán cho khách hàng trong giai đoạn thị trường khó khăn.

Hình 4: Doanh số bán hàng nhận trước (presales) của NLG (đv: tỷ đồng)

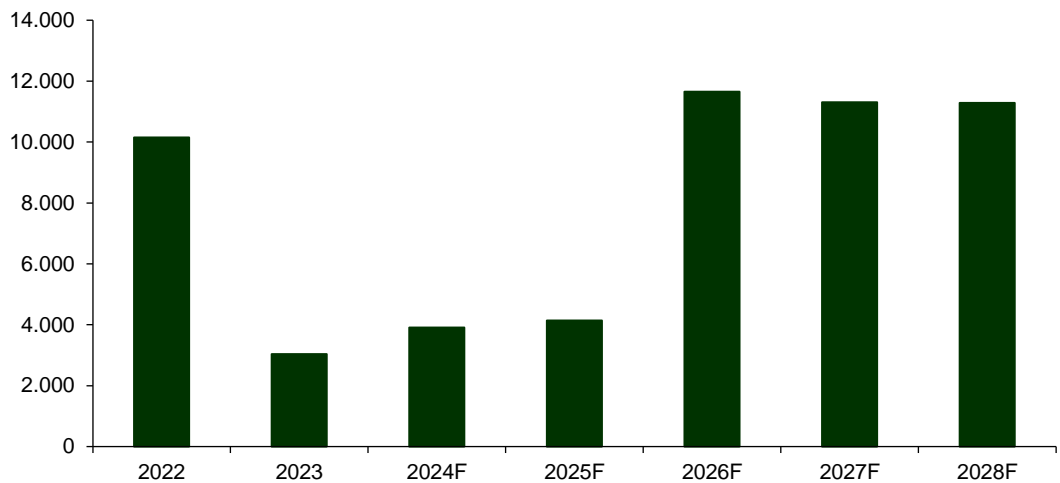


Nguồn: NLG, VCBS

VCBS kì vọng xu hướng hồi phục của doanh số bán hàng và KQKD mảng BĐS sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới, khi NLG bắt đầu đẩy mạnh mở bán các phân khu mới tại các dự án trọng điểm. Cụ thể:

- **Dự án Waterpoint (Long An):** Phân khu biệt thự - liền kề tiếp theo (The Pearl) dự kiến sẽ thực hiện bán hàng giai đoạn cuối năm 2024 – đầu năm 2025 với mặt bằng giá bán kì vọng được hưởng lợi tích cực nhờ hạ tầng, tiện tích tại KĐT đã được cải thiện đáng kể so với các đợt mở bán trước, đặc biệt khi NLG đã thu hút thành công dự án Aeon Mall (dự kiến bắt đầu thi công từ cuối năm 2024).
- **Dự án Central Lake (Cần Thơ):** Phân khu EhomeS đã thực hiện mở bán từ Q1.2024 và nhận được sự quan tâm của thị trường nhờ giá bán khá hấp dẫn. Trong nửa cuối năm 2024, NLG sẽ bắt đầu kinh doanh các phân khu thấp tầng và đất nền tại dự án, sau khi hoàn thành việc xác định và đóng tiền sử dụng đất.

Hình 5: Dự phóng doanh số bán hàng của NLG & công ty liên kết (đv: tỷ đồng)



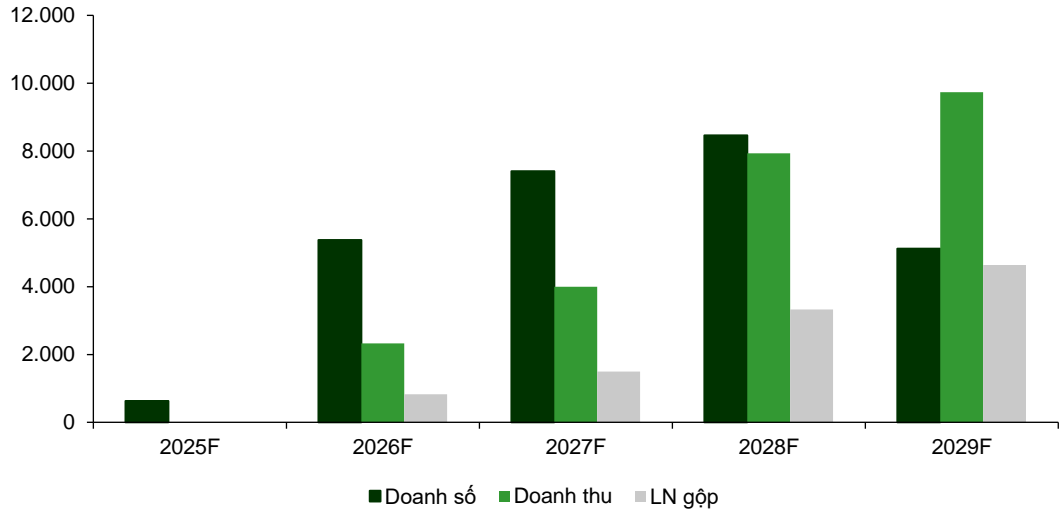
Nguồn: NLG, VCBS

Chờ đợi sự bùng nổ từ các đại dự án tại Đồng Nai

Bên cạnh KĐT Waterpoint (Long An), dự án Izumi City (170 ha tại Biên Hòa, Đồng Nai) và Paragon (43 ha tại Đại Phước, Nhơn Trạch, Đồng Nai) được xác định là các dự án trọng điểm, giúp nâng tầm mạnh mẽ quy mô phát triển dự án và mặt bằng KQKD của NLG trong chu kỳ đầu tư mới. Tuy vậy, VCBS cho rằng sẽ cần thêm 1 – 2 năm để 2 dự án trên bắt đầu đóng góp dòng tiền cho doanh nghiệp xét đến:

- Việc tiếp tục triển khai các dự án phụ thuộc vào tiến độ thông qua quy hoạch điều chỉnh phân khu của tỉnh Đồng Nai và điều chỉnh quy hoạch chi tiết dự án. Hiện doanh nghiệp đang tích cực làm việc với các Sở Ban ngành, kì vọng có thể hoàn thiện pháp lý để tái khởi động dự án trong giai đoạn 2025 – 2026.
- Tiến độ bán hàng sẽ phải cân đối với khả năng hấp thụ của thị trường do: (1) Các dự án có vị trí khá xa trung tâm TP.HCM và nhu cầu đầu tư chiếm tỷ trọng đáng kể trong cơ cấu khách hàng, (2) Tình trạng thừa cung cục bộ trong khu vực sau giai đoạn phát triển sốt nóng 2020 – 2021.

Hình 6: Doanh số bán hàng và KQKD ghi nhận của dự án Izumi City và Paragon (đv: tỷ đồng)



Nguồn: NLG, VCBS

*Lưu ý: KQKD của dự án Paragon được ghi nhận dưới dạng công ty liên kết

Sau khi đưa vào kinh doanh, dự án Izumi City và Paragon Đại Phước kì vọng sẽ đóng góp hơn 21.000 tỷ đồng dòng tiền bán hàng trong giai đoạn 2025 – 2028 với biên lợi nhuận ở mức tương đối cao nhờ:

- Một tỷ lệ đáng kể tại các dự án được định hình phân khúc cao cấp, tập trung dòng sản phẩm biệt thự Valora với giá bán cao.
- Về dài hạn, thị trường BĐS khu vực quanh dự án vẫn còn dư địa tăng giá nhờ: (1) Hạ tầng giao thông kết nối được cải thiện mạnh nhờ sân bay Long Thành, tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu và đường vành đai 4 TP.HCM. Nhờ đó, khu vực TP.Biên Hòa và Nhơn Trạch có nhiều lợi thế để trở thành đô thị vệ tinh của TP.HCM, (2) Nguồn cung hạn chế và làn sóng tăng giá tại nội thành TP.HCM hỗ trợ tích cực đến thị trường khu vực vùng ven.
- Các dự án đã hoàn thành đền bù và nộp tiền sử dụng đất, do đó có lợi thế lớn về giá thành trong bối cảnh bảng giá đất và mặt bằng đơn giá tiền sử dụng đất có xu hướng tăng mạnh.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2024 của NLG đạt **5.138 tỷ đồng (+61,5% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **585 tỷ đồng (+20,9% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.521 VNĐ/ cổ phiếu**. Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu đạt **4.905 tỷ đồng**, LN thuần đạt **656 tỷ đồng**, tương ứng với EPS là **1.704 VNĐ/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu NLG dựa trên một số phương pháp:

Định giá RNAV

Chúng tôi định giá từng dự án và tài sản sinh dòng tiền quan trọng của NLG và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **40.980 VNĐ/ cổ phiếu**.

Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)	
Dự án BĐS	19.666
Hạ tầng khai thác	445
Đầu tư vào công ty liên kết	2.217
Các khoản cho vay/ HTĐT	106
(Nợ vay ròng)	(2.517)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(4.150)
Giá trị VCSH ròng hợp lý	15.768
Số cổ phiếu (triệu)	385
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	40.980

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung bình được giao dịch trong các năm trước của doanh nghiệp và đưa ra mức định giá hợp lý là **43.797 VND/ cổ phiếu**.

	P/E
2023	1,50
2022	1,32
2021	2,75
2020	1,50
2019	1,41
2018	1,34
2017	1,62
Trung bình	1,64
BVPS TB 2024 – 2025 (VND)	26.759
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	43.797

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá RNAV và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu NLG là **42.389 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá RNAV	40.980
Phương pháp định giá tương đối	43.797
Kết hợp 2 phương pháp	42.389

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

KQKD và hoạt động triển khai dự án của NLG dự báo sẽ sôi nổi hơn trong giai đoạn nửa cuối năm 2024 – đầu năm 2025 nhờ bàn giao dự án Akari City và mở bán các phân khu mới tại KĐT Waterpoint & Central Lake. Tuy vậy, sẽ cần thêm 1 – 2 năm để NLG khôi phục về mặt bằng lợi nhuận và quy mô đầu tư dự án như giai đoạn 2019 – 2021.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá NLG có nhiều tiềm năng tăng trưởng và là một trong những chủ đầu tư sở hữu vị thế tốt trong chu kỳ thị trường mới nhờ: (1) Quỹ đất sạch hơn 500 ha và phần lớn đã hoàn thành nộp tiền sử dụng đất, qua đó mang đến lợi thế lớn do mặt bằng tiền sử dụng đất cho các dự án mới đã bị đẩy cao lên đáng kể trong thời gian qua, (2) Tình hình tài chính lành mạnh và cơ cấu sản phẩm tương đối đa dạng, giúp NLG duy trì hoạt động kinh doanh và tiến độ triển khai dự án trong các giai đoạn khác nhau của thị trường. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu NLG với mức định giá hợp lý là **42.389 VND/ cổ phiếu**.

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>