

CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (HSX: NLG)

Kiên nhẫn đón đầu sự phục hồi

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	235	1.629	-86%	587	-60%
LNST của CĐ công ty mẹ	7	437	-98%	1	980%
EBIT	(19)	429	-104%	56	-133%
Tỷ suất EBIT	(8,0)	26,3	-3430 bps	9,6	-1757 bps

Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Quý 1/23, doanh thu khiêm tốn từ bàn giao dự án.

- Trong Q1/2023, NLG ghi nhận doanh thu 231 tỷ đồng từ các sản phẩm bất động sản (8,3 triệu USD, -60% YoY), phản ánh sự khó khăn của thị trường. Cơ cấu doanh thu bao gồm 30 tỷ đồng từ bàn giao 12 căn hộ tại Akari – Flora; 134 tỷ đồng từ bàn giao sản phẩm tại dự án Southgate; 11 tỷ đồng từ các dự án khác (Flora Nova,...) và 67 tỷ đồng từ các dịch vụ khác (bao gồm phí dịch vụ, phí thuê,...).
- LNST của công ty đạt 16 tỷ đồng (-51% YoY) trong Q1/23; và LNST công ty mẹ là 7 tỷ đồng (+980% YoY). NLG ghi nhận lỗ thuần 19 tỷ đồng LNTT và lãi vay nhưng được bù đắp bằng khoản lãi từ công ty liên kết, với 78 tỷ đồng từ Mizuki Park (bàn giao 413 căn hộ thuộc block MP6-7-8).

Triển vọng KQKD năm 2023 – Lợi nhuận dần được cải thiện.

- Trong Q2/2023, chúng tôi ước tính doanh thu của NLG đạt 270 tỷ đồng (+15% QoQ), chủ yếu từ việc bàn giao căn hộ tại dự án Akari và khu thấp tầng tại Southgate. Về thu nhập từ công ty liên kết, công ty sẽ ghi nhận 31 tỷ đồng (-60% QoQ) từ dự án Mizuki nhờ bàn giao block MP9-10. LNST của cổ đông công ty mẹ dự báo đạt 37 tỷ đồng (+448%QoQ, -66% YoY).
- Năm 2023, chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu của công ty sẽ đạt 3.817 tỷ đồng (-12%YoY) nhờ bàn giao sản phẩm tại dự án Southgate và Izumi. Với 167 tỷ đồng đóng góp từ liên doanh Mizuki Park (+579%YoY) và 238 tỷ đồng từ việc thoái vốn tại Paragon Đại Phước, chúng tôi ước tính LNST của công ty mẹ đạt 535 tỷ đồng (-4% YoY, đạt 91% kế hoạch kinh doanh của công ty). EPS tương ứng 1.339 đồng.

Định giá và Khuyến nghị

NLG, nhà phát triển bất động sản uy tín, nằm trong top 5 nhà phát triển bất động sản niêm yết có quỹ đất lớn nhất và tập trung tại các thành phố có nhu cầu cao như Đồng Nai, Long An và Cần Thơ. Nhờ chiến lược phát triển và đòn bẩy tài chính thận trọng, chúng tôi tin rằng công ty có thể duy trì hoạt động kinh doanh trong khi các công ty cùng ngành phải vật lộn để duy trì hoạt động. Với những khó khăn hiện tại trên thị trường bất động sản, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của công ty có thể chứng lại trong năm 2023 trước khi phục hồi dần vào năm 2024.

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi đặt giá mục tiêu cho NLG là **35.800 đồng/cổ phiếu** với tổng mức sinh lời **+12,4%** so với giá đóng cửa ngày 11/07/2023 (đã bao gồm cổ tức tiền mặt 500 đồng/cổ phiếu) và khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu này.

TÍCH LŨY +12%

Giá thị trường (VND)	32.300
Giá mục tiêu (VND)	35.800

Cổ tức tiền mặt (VND)* VND 500

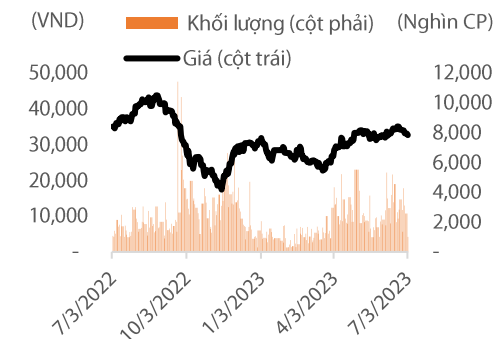
*dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.483
SLCPDLH (triệu CP)	384
KLGD bình quân 20 phiên	2.250.776
Free Float (%)	55%
Giá cao nhất 52 tuần	44.500
Giá thấp nhất 52 tuần	16.450
Beta	1,0

	2022	TTM
EPS	1.422	1.467
Tăng trưởng EPS (%)	-47.1%	1,3%
EPS điều chỉnh	1.472	1.491
P/E	22,9	22,2
P/B	1,4	1,4
EV/EBITDA	16,1	23,6
Tỷ suất cổ tức	1,4%	1,4%
ROE (%)	6,2%	6,4%

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Nguyen Xuan Quang	11,6%
Ibworth Pte.Ltd	8,17%
Thai Binh Investment JSC	5,87%
Giới hạn sở hữu NDTNN còn lại (%)	49

Đỗ Thạch Lam

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1524

lam.dt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1/2023

(Tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Doanh thu	235	1.629	-86%	587	-60%
Lợi nhuận gộp	160	814	-80%	250	-36%
Chi phí bán hàng và quản lý	-178	-385	-54%	-194	-8%
Thu nhập HĐKD	-19	429	-104%	56	-133%
EBITDA	-7	443	-101%	62	-111%
EBIT	-19	429	-104%	56	-133%
Chi phí tài chính	-77	-69	10%	-39	98%
- Chi phí lãi vay	-77	-28	175%	-34	126%
Khấu hao	12	14	-13%	5	124%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	34	705	-95%	44	-22%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	7	437	-98%	1	980%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	7	437	-98%	1	980%

Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2023

Chỉ tiêu	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	67,9	50,0	1792 bps	42,6	2533 bps
EBITDA/Doanh thu	-2,8	27,2	-2997 bps	10,5	-1329 bps
EBIT/Doanh thu	-8,0	26,3	-3430 bps	9,6	-1757 bps
TS lợi nhuận ròng	2,9	26,8	-2393 bps	0,1	279 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	2,9	26,8	-2393 bps	0,1	279 bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,1
-Khoản phải thu	3,6	4,3	-0,7	8,6	-5,0
-Khoản phải trả	3,0	3,0	0,0	4,2	-1,2
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	42,9	38,9	404 bps	24,9	1805 bps

Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2/2023

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY23	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	270	15%	-78%
Lợi nhuận gộp	103	-36%	-82%
EBIT	28	248%	-89%
LNST công ty mẹ	37	448%	-66%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Giả định Q2/2023

- Doanh thu Q2/23 đạt 270 tỷ đồng (+15% QoQ), chủ yếu từ việc bàn giao các dự án: 1/12 căn hộ Akari – Flora, 2/20 căn thấp tầng và 10 căn hộ (Ehome) Southgate. EBIT của công ty sẽ đạt 28 tỷ đồng (+248%QoQ), với biên EBIT là 10%.
- Thu nhập từ công ty liên kết sẽ ghi nhận 31 tỷ đồng (-60%QoQ) từ dự án Mizuki nhờ bàn giao Flora MP9-10.
- Với khoản lỗ tài chính thuần là 12 tỷ đồng (-25%YoY), LNST của công ty sẽ đạt 53 tỷ đồng (+53%QoQ, -78%YoY) và LNST của công ty mẹ đạt 37 tỷ đồng (+448%QoQ, -66% YoY).

Cập nhật KQKD Q1-F23: Doanh thu khiêm tốn từ bàn giao dự án

Trong Q1/2023, NLG ghi nhận doanh thu 231 tỷ đồng từ các sản phẩm bất động sản (-60%YoY), phản ánh sự khó khăn của thị trường. Cơ cấu doanh thu bao gồm:

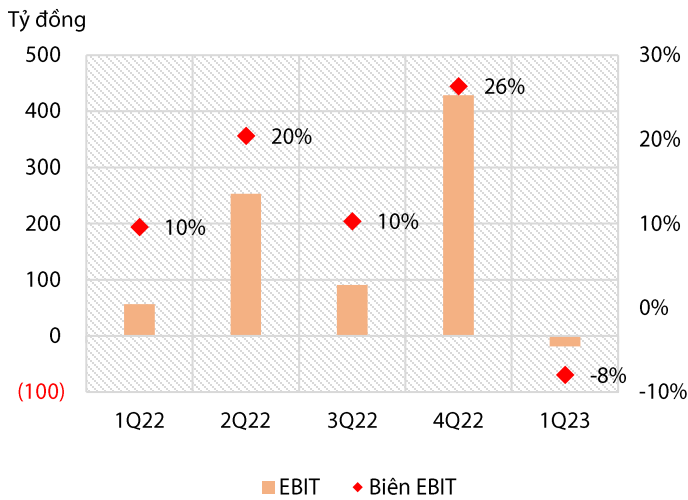
- 30 tỷ từ bàn giao 12 căn Akari – Flora (căn hộ giá trung bình 2,5 tỷ/căn)
- 134 tỷ đồng từ bàn giao dự án Southgate (17 căn thấp tầng tại phân khu The Aqua, 24 căn hộ Ehome – giai đoạn 1)
- 11 tỷ đồng từ các dự án khác (Flora Novia,...) và 67 tỷ đồng từ dịch vụ khác (bao gồm phí dịch vụ, phí thuê,...)

Kết quả tương đối khiêm tốn đến từ: 1/ Sản phẩm phân khúc trung bình tại dự án Southgate (nhà phố thuộc phân khu Aquaria/Riveria) đã được bàn giao phần nhiều trong quý 4/22, trong khi các sản phẩm còn lại (biệt thự thuộc phân khu Aqua) sẽ mất nhiều thời gian hơn, 2/ Các dự án khác (Akari-giai đoạn 1, Flora Novia,...) đã bàn giao gần như toàn bộ, 3/ Izumi giai đoạn 1A1 chưa đủ điều kiện bàn giao.

Về lợi nhuận gộp, NLG ghi nhận 160 tỷ đồng (-36%YoY), tương ứng tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) là 68% nhờ vào sự đóng góp của các căn hộ thấp tầng. Tuy nhiên, đóng góp cao hơn từ chi phí bán hàng & quản lý (với tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu là 76%) dẫn đến khoản lỗ ròng 19 tỷ đồng đối với EBIT.

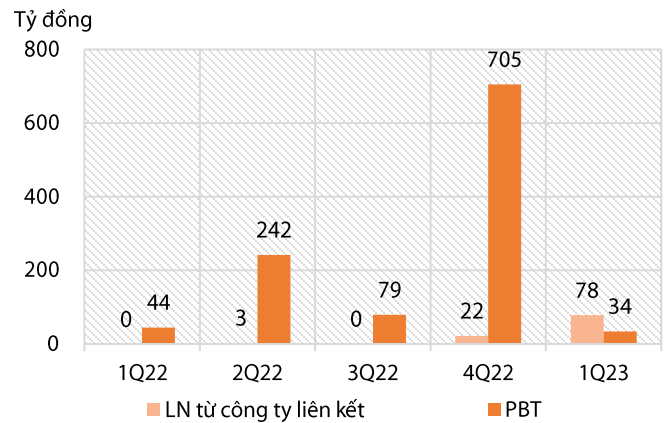
NLG đã bù đắp lỗ thuần EBIT bằng lãi từ công ty liên kết, với 78 tỷ đồng từ Mizuki Park (bàn giao 413 căn hộ thuộc block MP6-7-8). LNST của công ty đạt 16 tỷ đồng (-51% YoY) trong Q1/23 và LNST công ty mẹ là 7 tỷ đồng (+980% YoY) khi tỷ lệ đóng góp của cổ đông thiểu số ít hơn.

Hình 1: LNTT và lãi vay của NLG giai đoạn 2022-2023



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Thu nhập từ công ty liên kết và LNTT của NLG giai đoạn 2022-2023



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Triển vọng KQKD 2023 – Lợi nhuận dần được cải thiện

2Q23 – Phục hồi ổn định từ đáy

Trong Q2/23, NLG sẽ tiếp tục với các dự án được bàn giao trong Q1, tập trung vào sản phẩm thấp tầng tại dự án Southgate và cao tầng tại Mizuki Park. Theo ước tính của chúng tôi, tiến độ bàn giao sẽ như sau:

- 12 căn hộ Akari – Flora, bằng với quý trước, tương đương doanh thu 30 tỷ đồng và đạt 34% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Đối với dự án Southgate, 20 căn thấp tầng (+18%QoQ) và 10 căn hộ chung cư có thể được bàn giao, đáp ứng 18% dự báo cả năm của chúng tôi. Theo quan sát của chúng tôi, cơ sở hạ tầng của phân khu The Aqua 1&2 đã gần hoàn thiện và ~70% tổng số căn đã sẵn sàng để bàn giao, trong khi phân khu Ehome – giai đoạn 1- đã bàn giao hoàn toàn và sẽ không đóng góp doanh thu đáng kể trong các quý tiếp theo. Tóm lại, doanh thu đóng góp là 215 tỷ đồng (bằng 11% dự phóng cả năm của chúng tôi).

- Đối với dự án Mizuki Park, NLG sẽ bàn giao 166 căn hộ do Flora MP9-10 đã được bàn giao từ tháng 6/2023. Ước tính lợi nhuận quý 2 từ dự án (thu nhập từ công ty liên kết) là 31 tỷ đồng, tương đương 20 % dự báo cả năm của chúng tôi.

Hình 3: Các phân khu The Aqua đã gần hoàn thiện



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tòa MP9-10 đã bàn giao từ tháng 6



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Triển vọng 2H2023 – Ấn số từ Izumi và Paragon

Trong nửa cuối năm 2023, NLG sẽ tiếp tục đẩy mạnh tiến độ bàn giao Southgate Valora, đặc biệt với các căn biệt thự thuộc phân khu The Aqua do cảnh quan (hồ bơi, công viên trung tâm,...) sẽ hoàn thiện để phục vụ nhu cầu sinh hoạt của cư dân. Theo chia sẻ từ công ty, việc khởi công xây dựng trung tâm thương mại trong quý 4 (đã có các đối tác cụ thể) cũng là một yếu tố hỗ trợ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng công ty có thể ghi nhận doanh thu 1.172 tỷ đồng từ Valora Southgate trong 2H2023 và doanh thu cả năm là 1.479 tỷ đồng (đạt ~81% kế hoạch của công ty). Bên cạnh đó, tiến độ xây dựng Ehome giai đoạn 2 đang được triển khai đều đặn để đạt mục tiêu bàn giao cho chủ sở hữu vào quý 4/2023, với số căn bàn giao dự kiến là 383 căn và doanh thu đạt 442 tỷ đồng (đạt ~82% kế hoạch của công ty).

Đối với dự án Mizuki Park, phân khu Flora Paranoma (~416 căn) và khu biệt thự compound The Mizuki (39 căn thấp tầng) dự kiến sẽ được bàn giao trong 2H. Theo công ty, Flora Paranoma đã tổ chức lễ cất nóc vào đầu năm 2023 và hiện đang hoàn thiện phần trang trí bên ngoài; còn khu biệt thự compound The Mizuki đã hoàn thiện xây thô tường, hiện đang thi công cảnh quan phân khu. Chúng tôi kỳ vọng NLG có thể bàn giao ~162 căn hộ (40% tổng số căn hộ) và 12 căn thấp tầng trong quý 4 năm 2023, và dự án có thể đóng góp 58 tỷ đồng thu nhập từ công ty liên kết trong 2H2023 (lợi nhuận từ liên doanh năm 2023 là 167 tỷ đồng).

Ngoài ra, NLG sẽ bàn giao 275 căn thuộc giai đoạn 1A1 – Izumi city – đã bán từ năm 2021 nhưng chưa bàn giao trong năm 2022 do vướng mắc pháp lý. Theo NLG, các tồn tại đã được giải quyết và dự án đã nhận được giấy phép bán hàng trong tháng 5, qua đó NLG đủ điều kiện ký hợp đồng mua bán với khách hàng và có thể bàn giao sản phẩm ngay khi hoàn thành. Theo quan sát của chúng tôi, hạ tầng khu 1A1 giai đoạn 1 gần như đã hoàn thiện, và với một công ty tuân thủ pháp lý tốt như NLG, có thể đạt kế hoạch bàn giao ~193 căn trong 2H2023, doanh thu dự kiến 1.512 tỷ đồng (đạt ~81% kế hoạch công ty).

Bảng 1: Số căn bàn giao và doanh thu các dự án năm 2023

Dự án	Số căn đã bán			Số căn đã bàn giao			Doanh thu (tỷ đồng)	
	Đến Q1/23	Q2/23F	2H23F	Đến Q1/23	Q2/23F	2H23F	Q2/23F	2H23F
Southgate								
- Valora	1.350	46	122	1.077	20	201	200	1.172
- Ehome	558	-	642	356	10	383	15	438
Akari – Flora	2.668	93	580	1.768	12	11	30	28
Mizuki								
- Valora	48	-	24	33	-	12	<i>Đóng góp dưới dạng thu nhập từ công ty liên kết</i>	
- Flora	2.493	58	208	1.996	166	162		
Can Tho	-	-	724	-	-	-	-	-
Izumi	275	-	-	-	-	275	-	1.512
Tổng	7.392	197	2.300	5.230	208	1.044	245	3.150

Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Hiện trạng dự án Mizuki Park với phân khu Flora Paranoma và The Mizuki


Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Cho 2023, chúng tôi dự phóng:

- Tổng doanh thu của NLG sẽ đạt 3.817 tỷ đồng (-12%YoY) nhờ bàn giao Southgate và Izumi như đã nêu.
- Lợi nhuận gộp sẽ ghi nhận 1.177 tỷ đồng (-40,6% YoY) và EBIT dự kiến là 425 tỷ đồng (-49% YoY, với biên EBIT là 11%).
- Đối với lợi nhuận khác, chúng tôi dự phóng 238 tỷ đồng từ việc thoái vốn tại Paragon Đại Phước, khi dự án hiện đang trong quá trình làm thủ tục sang tên và cập nhật giấy chứng nhận đầu tư; và chúng tôi kỳ vọng thương vụ này sẽ hoàn tất trong nửa cuối năm 2023 do các thủ tục pháp lý tại tỉnh Đồng Nai đang được Chính phủ thúc đẩy.
- Cộng thêm khoản thu nhập 167 tỷ đồng (+579%YoY) từ liên doanh của Mizuki Park, chúng tôi ước tính LNST của công ty mẹ là 529 tỷ đồng (-5% YoY, đạt 90% kế hoạch kinh doanh của công ty) với các giả định chính được tóm tắt trong bảng 2.

Bảng 2: Dự phóng 2023

Đơn vị: tỷ đồng	2023F	YoY %	Giải định
Doanh thu	3.817	-12%	
Bán giao dự án	3.769		
<i>Akari - Flora</i>	88		<i>Bàn giao 36 căn Akari – giai đoạn 1.</i>
<i>Southgate - Valora</i>	1.479		<i>Bàn giao 178 căn nhà phố thuộc phân khu Aquaria 2 và Riveria 2; NLG cũng sẽ bàn giao 60 căn biệt thự thuộc phân khu The Aqua (~28% tổng số căn biệt thự).</i>
<i>Southgate - Ehome</i>	480		<i>Bàn giao 383 căn hộ Ehome Southgate giai đoạn 2.</i>
<i>Izumi - Valora</i>	1.512		<i>Bàn giao 193 căn thấp tầng Izumi - giai đoạn 1A1.</i>
<i>Khác</i>	257		<i>Chủ yếu là về phí dịch vụ, với doanh thu/giá trị bàn giao là 6%.</i>
Lợi nhuận gộp	1.178	-41%	<i>Izumi và Southgate có chi phí đất cao hơn so với các dự án trước.</i>
Chi phí bán hàng & quản lý	(754)	-35%	<i>Chúng tôi ước tính tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu là 20%, tương đương giai đoạn 2020-2021.</i>
LNTT và lãi vay	425	-49%	
Doanh thu tài chính	335	-13%	<i>Bao gồm 238 tỷ đồng từ việc thoái 25% tại Paragon, và lãi tiền gửi ngắn hạn.</i>
Chi phí tài chính	(179)	-10%	<i>Lãi vay thấp hơn.</i>
Lãi (lỗ) từ công ty LDLC	167	579%	<i>Lợi nhuận từ Mizuki Park (bàn giao 741 căn hộ và 12 biệt thự vào năm 2023).</i>
LNTT	783	-27%	
Chi phí thuế TNDN	(123)	-40%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	125	-60%	<i>Chủ yếu từ lợi ích thiểu số của Southgate (24 tỷ đồng) và Izumi (93 tỷ đồng).</i>
LNST công ty mẹ	535	-4%	
EPS (VND)	1.339	-4%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

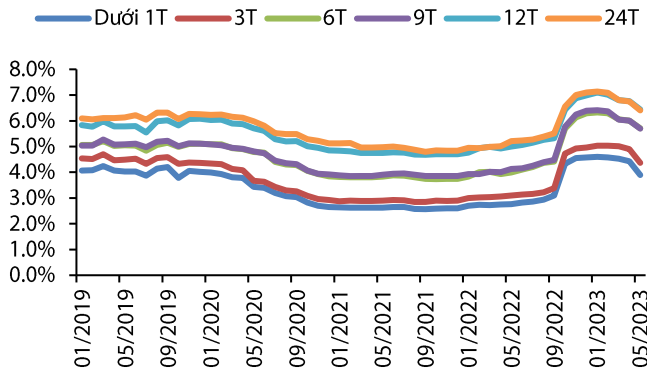
Kế hoạch bán hàng– Tận dụng lợi thế của một nhà phát triển bất động sản toàn diện

Triển vọng thị trường – những cơn gió ngược đã yếu hơn, nhưng cần có thời gian để xây dựng lại niềm tin

Kể từ nửa cuối năm 2022, thị trường bất động sản đã phải đối mặt với những cơn gió ngược, bao gồm: 1/ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) tăng lãi suất điều hành và thắt chặt tín dụng vào các lĩnh vực rủi ro; 2/ Phát hiện sai phạm trong việc phê duyệt và quản lý các dự án trước đây của các tỉnh, khiến các dự án mới phê duyệt bị đình chỉ để rà soát việc tuân thủ quy định; 3/ Áp lực đáo hạn trái phiếu khiến chủ đầu tư đối mặt với rủi ro thanh khoản. Tuy nhiên, chính phủ đã thận trọng tháo gỡ khó khăn, với: 1/ NHNN đã giảm lãi suất điều tiết từ quý 2/2023, 2/ Thông tư 03/2023 và nghị định 08/2023 để giảm bớt áp lực kỳ hạn trái phiếu và 3/ Hoàn thiện Luật Đất đai sửa đổi, Luật Kinh doanh Bất động sản và các nghị định liên quan để đẩy nhanh các thủ tục pháp lý.

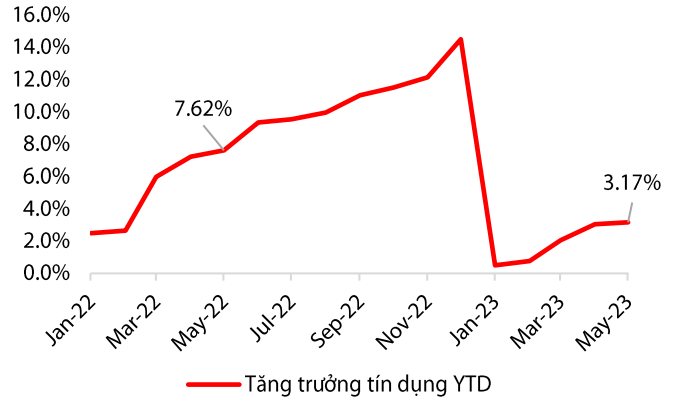
Theo quan sát của chúng tôi, thị trường cần thời gian để phản ứng, với: 1/ Lượng hấp thụ vẫn đang ở mức thấp nhất (Theo CBRE Research, trong Q1/23 TP.HCM chỉ có 3 dự án căn hộ mới, thị trường Biệt thự & Nhà liền kề không ghi nhận nguồn cung mới nào), 2/ Lực cầu tín dụng còn tương đối yếu khi ngân hàng tỏ ra thận trọng trong vấn đề pháp lý thị trường BĐS. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi sẽ diễn ra từ cuối quý 4/2023, khi: 1/ Luật sửa đổi và các nghị định liên quan được hoàn thiện, 2/ Các yếu tố kinh tế được cải thiện, nhà đầu tư/ngân hàng tự tin hơn khi tham gia thị trường.

Hình 6: Thay đổi lãi suất huy động để hỗ trợ hạ lãi suất cho vay



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 7: Tăng trưởng tín dụng ở mức thấp hơn so với 2022



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Kế hoạch bán hàng nhằm đón đầu đà phục hồi

Trong 5T23, hoạt động bán hàng khá khiêm tốn với giá trị bán trước đạt 660 tỷ đồng (đạt 7% kế hoạch kinh doanh của công ty), với phần lớn số căn bán được là từ Akari City - Giai đoạn 2 (tòa AK7-10). Theo doanh nghiệp, số căn hộ bán được trung bình tại Akari City là hơn 1 căn hộ/ngày, khả quan hơn so với quý trước (trong Q1/23 bán được 20 căn hộ tại Akari City, tương đương chưa đến 1 căn hộ được bán/ngày). Chúng tôi đánh giá cao nỗ lực đẩy mạnh doanh số của NLG, với các chính sách hỗ trợ khách hàng hấp dẫn, bao gồm: 1/ Khách hàng chỉ cần thanh toán ~40% GTHĐ đến khi nhận nhà, 2/ Hỗ trợ lãi suất vay 8% trong vòng 18 tháng.

Trong nửa cuối năm 2023, bên cạnh Akari City, công ty sẽ đẩy mạnh kế hoạch bán hàng tại Southgate (đặc biệt là các sản phẩm dành cho khách hàng cao cấp) và dự án nhà ở xã hội tại Cần Thơ. Theo ước tính của chúng tôi, NLG có thể đạt giá trị bán trước 6.430 tỷ đồng (đạt 68% kế hoạch công ty) cho cả năm 2023, chủ yếu đến từ:

- Akari city: nhờ chính sách hấp dẫn người mua và tiến độ xây dựng ổn định (tòa AK7-10 đã xây xong tầng 15 vào tháng 6), chúng tôi kỳ vọng NLG có thể bán được ~580 căn trong 2H23, với giá trị đặt trước dự kiến khoảng 1.914 tỷ đồng. Cho năm 2023, chúng tôi dự kiến giá trị bán trước của Akari là 2.277 tỷ đồng (đạt 86% kế hoạch của công ty).
- Southgate – Ehome: Theo NLG, giai đoạn 2B (192 căn) và giai đoạn 3 (563 căn) dự kiến mở bán từ 2H2023. Với mức giá chấp nhận được cho khách hàng trung cấp (~1 tỷ đồng/căn), chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2B và phần lớn giai đoạn 3 sẽ được bán thành công và đóng góp giá trị bán hàng là 767 tỷ đồng (đạt 95% kế hoạch của công ty).
- Southgate – Valora: từ 2H23, NLG sẽ mở bán phân khu The Pearl (~160 căn thấp tầng) và The Park Village (~96 căn). Sản phẩm tiêu biểu là biệt thự lớn/biệt thự sinh thái dành cho khách hàng cao cấp với mức giá từ 10-20 tỷ đồng/căn). Dù ở mức giá cao cấp, chúng tôi kỳ vọng nhà đầu tư có thể hấp thụ ~40% tổng số căn hộ, do 1/ Tín hiệu phục hồi của thị trường sẽ rõ ràng hơn trong Q4/23 và 2/ Điểm nhấn bán hàng chính của dự án – Trung tâm thương mại – sẽ khởi công xây dựng từ Q4/23. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá trị bán hàng là 1.356 tỷ đồng (trong 2H23); và đến năm 2023, giá trị bán hàng của dự án Southgate sẽ đạt 1.548 tỷ đồng (đạt 44% kế hoạch công ty).
- EhomeS – Cần Thơ: Dự án dự kiến hoàn thành nộp tiền sử dụng đất vào quý 2/23, mở bán từ quý 3. Do giá bán ở mức chấp nhận được (Từ 600 triệu - 1 tỷ đồng/căn), chúng tôi kỳ vọng NLG có thể hoàn thành mục tiêu giá trị bán hàng là 800 tỷ đồng cho năm 2023.
- Mizuki Park: Chúng tôi kỳ vọng giá trị bán hàng là 1.041 tỷ đồng từ các căn còn lại trong phân khu Flora Paranoma và The Mizuki (bàn giao từ 2H23).

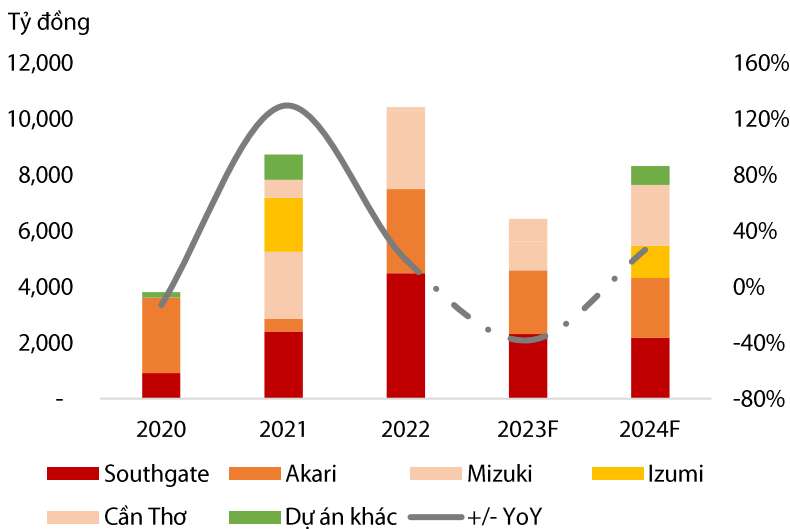
Hình 8: Kế hoạch bán trong 2H2023 của dự án Southgate



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Đến năm 2024, chúng tôi kỳ vọng các sản phẩm còn lại tại Southgate có thể được hấp thụ, đồng thời các dự án tiềm năng khác được khai thác hiệu quả hơn với các lợi thế từ: 1/ Thương hiệu Tập đoàn Nam Long là nhà phát triển BĐS uy tín, 2/ Thị trường đang trên đà hồi phục và các nhà đầu tư sẽ bị thu hút bởi các dự án có pháp lý tốt và vị trí đặc địa. Đặc biệt với các dự án có thể mở bán trong năm 2024 gồm: 1/ Izumi (tỉnh Đồng Nai), khi quy hoạch sử dụng đất của tỉnh đã được rà soát và phê duyệt thành công; 2/Akari giai đoạn 3 – nhờ giai đoạn 2 được hấp thụ tốt, có thể bán thành công ~30% tổng số căn hộ. Chúng tôi ước tính NLG có thể ghi nhận giá trị bán hàng năm 2024 là 8.322 tỷ đồng (+29%YoY), với sự đóng góp đáng kể từ: 1/ 2.033 tỷ từ Southgate-Valora (phân khu The Pearl và the Park Village), 2/ 1.152 tỷ từ Izumi giai đoạn 1A2 (169 căn thấp tầng), 3/ 1.858 tỷ từ E-homeS Cần Thơ và 2.148 tỷ từ Akari-giai đoạn 3 (~1.512 căn hộ cho tổng giai đoạn).

Hình 9: Giá trị bán hàng cho giai đoạn 2020-2024F



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt dự phóng

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá RNAV để xác định giá trị hợp lý của NLG. Các dự án có kế hoạch phát triển cụ thể được định giá theo mô hình DCF còn các dự án đã hoàn thiện pháp lý nhưng chưa triển khai trong 12 tháng tới sẽ được định giá theo giá trị thị trường (MV). Đối với các dự phóng còn lại không có thông tin rõ ràng, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách (BV). Theo phương pháp RNAV, chúng tôi giả định WACC ở mức 9,6% cho các dự án có khả năng mở bán cao trong giai đoạn 2023-2024. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của NLG là **35.800 đồng/cổ phiếu**, với tổng mức sinh lời là **12,4%** so với giá đóng cửa ngày 11/07/2023 (đã bao gồm cổ tức tiền mặt 500 đồng/cổ phiếu). Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu này.

Dự án	Phương pháp	NPV
Mizuki	DCF	1.093
Akari	DCF	1.724
Southgate	DCF	2.264
Can Tho	DCF	1.451
VSIP Hai Phong	BV	34
Paragon Dai Phuoc	DCF	1.471
Izumi	DCF	5.083
Waterpoint phase 2	MV	3.642
Khác	BV	607
Tổng		17.369
(+) Tiền & Tương đương tiền		1,556
(+) Đầu tư tài chính		855
(+) Khác		(4.111)
(-) Nợ		(3.788)
Giá trị tài sản ròng		13.751
Số lượng CP đang lưu hành (triệu cp)		383
Giá mục tiêu		35.800

KQ HĐKD	Tỷ đồng			
	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
Doanh thu thuần	5.206	4.339	3.817	8.531
Giá vốn	-3.427	-2.355	-2.639	-5.428
Lãi gộp	1.778	1.984	1.178	3.103
Chi phí bán hàng	-416	-511	-449	-1.005
Chi phí quản lý	-581	-644	-304	-658
Thu nhập từ HĐTC	445	386	335	207
Chi phí tài chính	-112	-199	-172	-213
Lợi nhuận khác	435	29	29	29
Lợi nhuận từ LDLK	91	25	167	82
Lợi nhuận trước thuế	1.640	1.070	783	1.545
Thuế TNDN	-162	-204	-123	-293
Lợi ích cổ đông thiểu số	407	309	125	338
Lợi nhuận sau thuế	1.071	556	535	914
EBIT	2	51	188	1.095
EBITDA	811	865	433	1.449

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	134,8%	-16,6%	-12,0%	123,5%
Lợi nhuận HĐKD	213,0%	6,6%	-50,0%	234,8%
EBITDA	-99,7%	2115,5%	268,8%	481,0%
Lợi nhuận sau thuế	28,3%	-48,1%	-3,8%	70,9%
Tổng tài sản	73,1%	14,7%	-4,6%	16,7%
Vốn chủ sở hữu	59,4%	0,7%	1,8%	6,1%
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	34,2%	45,7%	30,9%	36,4%
EBITDA/ Doanh thu	15,6%	19,9%	11,3%	17,0%
EBIT/ Doanh thu	0,0%	1,2%	4,9%	12,8%
LNST/ Doanh thu	20,6%	12,8%	14,0%	10,7%
ROA	4,5%	2,1%	2,1%	3,0%
ROCE	0,0%	0,2%	1,0%	5,3%
ROE	12,0%	6,2%	5,8%	9,7%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	2,7	1,2	1,7	1,7
Vòng quay HTK	0,2	0,2	0,2	0,4
Vòng quay kh. phải trả	1,4	0,6	1,0	1,0
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	3,5	2,7	3,4	2,8
Nhanh	1,0	1,0	1,0	1,2
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng nợ/ Vốn CSH	40,4%	57,6%	43,7%	47,0%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	14,5%	20,1%	24,1%	25,2%
Vay dài hạn / Vốn CSH	25,9%	37,5%	19,6%	21,8%

BẢNG CĐKT	Tỷ đồng			
	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
Tiền	3.112	3.773	3.131	4.958
Đầu tư tài chính ngắn hạn	744	987	855	855
Các khoản phải thu	1.934	3.570	2.279	5.095
Tồn kho	15.490	14.830	15.515	15.203
Tài sản ngắn hạn khác	505	559	635	635
Tài sản cố định hữu hình	438	430	433	433
Tài sản cố định vô hình	31	95	87	79
Đầu tư tài chính dài hạn	873	2.136	2.205	2.205
Tài sản dài hạn khác	491	704	704	704
TỔNG TÀI SẢN	23.618	27.085	25.845	30.166
Khoản phải trả	2.478	3.678	2.587	5.322
Tiền hàng phải trả & ứng trước	2.463	3.271	3.996	4.107
Vay và nợ ngắn hạn	1.293	1.804	2.205	2.447
Vay và nợ dài hạn	2.315	3.375	1.796	2.119
Khoản phải trả ngắn hạn khác	1.457	1.543	1.543	1.543
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	83	98	119	128
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	10.090	13.770	12.246	15.667
Vốn đầu tư của CSH	6.472	6.484	6.484	6.484
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	2.444	2.493	2.653	3.215
Khoản thu nhập khác	2	2	2	2
Quỹ đầu tư phát triển	11	11	11	11
TỔNG VỐN	8.929	8.990	9.149	9.712
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.598	4.325	4.450	4.788

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
EPS (đồng/cp)	3.754	1.453	1.339	2.364
P/E (x)	9,5	24,6	26,7	15,1
BV (đồng/cp)	23.318	23.407	23.892	25.362
P/B (x)	1,5	1,5	1,5	1,4
DPS (đồng/cp)	500	500	500	500

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
RNAV	35.800	100%	35.800

Giá mục tiêu (VND/cp) 34.200

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá	Khuyến nghị	Thời gian
19/10/2021	41.930	Tích lũy	Trung hạn
21/07/2021	40.840	Tích lũy	Trung hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
 lam.ntp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager
 vu.thx@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Đỗ Thanh Tùng
Manager
 tung.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An
Senior Analyst
 an.ntn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Đỗ Thạch Lam
Senior Analyst
 lam.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- Bất động sản

Lê Tự Quốc Hưng
Analyst
 hung.ltq@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Nguyễn Hồng Loan
Analyst
 loan.nh@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Đặng Chính
Analyst
 chinh.nd@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- Ngân hàng

Cao Ngọc Quân
Analyst
 quan.cn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Trịnh Thị Thu Hoài
Analyst
 hoai.ttt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1545)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
 my.tth@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Bernard Lapointe
Senior Consultant
 bernard.lapointe@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

Nguyễn Hà Trinh
Senior Consultant
 trinh.nh@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
 ha.ttn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

Bùi Đặng Cát Khánh
Assistant
 khanh.bdc@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn

F (+84) 28 6291 7986 W www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006

F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006

F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578

F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

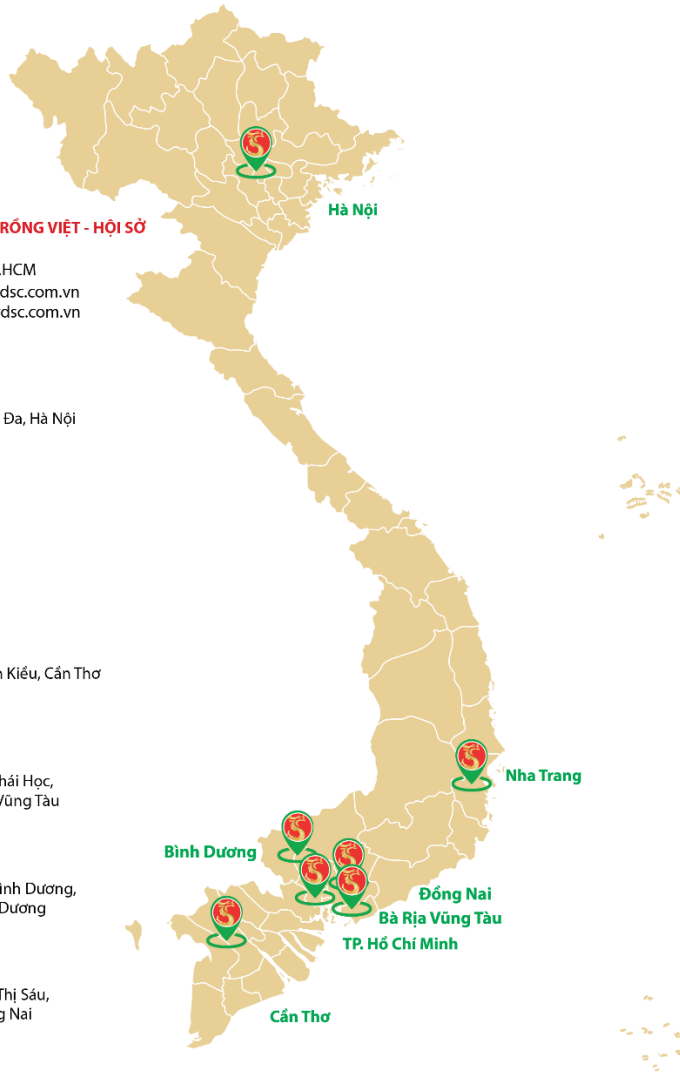
Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Toà nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2023.**