

業界: 不動産業

推奨

買い

ナムロン投資株式会社 (HSX: NLG)

2021 年第1四半期の利益をサポートする案件を再評価する

現値:	36,900	レポート作成日:	20/05/2021	株主構成	
前理論価格	42,400	流行中株数(100万)	285.3	Nguyễn Xuân Quang IBEWORTH	13.9%
新理論価格	44,600	時価総額(10億ドン)	10,555	PTE LTD	10.3%
配当率	4%	過去6カ月平均売買高	2,871,730	Thai Binh 投資株式会社	6.3%
上昇率	24.8%	外国人投資家保有率	47.95%	TRẦN THANH PHONG	4.9%

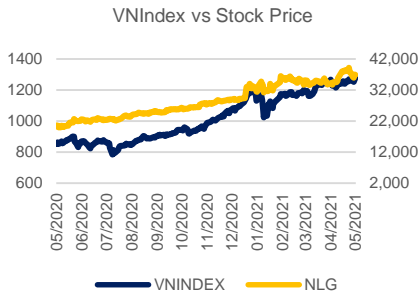
業界分析:

Phan Quốc Bửu
(不動産業、小売行)
buupq@bsc.com.vn

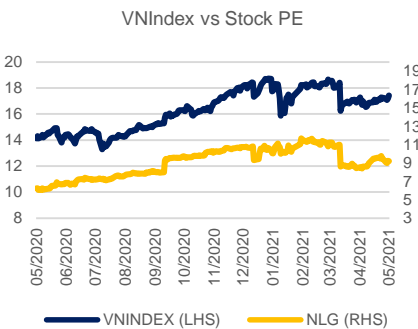
テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
推奨価格: 42,000 VND
損切り価格: 32,450 VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は(1) Mizuki Park 案件の販売価格を引き上げ、(2) 加重平均資本コスト(WACC)が 11%であり、(3) 案件の展開進捗が予定より遅くなるリスク及び費用増加のリスクに対して 10%割引するという仮定を基づく、NLG 株の理論株価を 2021 年 5 月 20 日の終値比 20.8% 増の 4 万 4,600VND/株と評価し、NLG の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2021 年には、NLG の収入を前年比 190.2%増の 6 兆 5,570 億ドン、税引後利益を同 44%増の 1 兆 2,060 億ドン、EPS を 4,228VND/株、Pefw を 8.7xと予測しております。

投資観点

- 2021 年~2022 年期間における新規販売総額が 25 兆 7,760 億ドンに達すると予測された。これは将来に NLG の急激な発展を促進するだろう。
- NLG は建設未土地面積の 681 ヘクタールを所有していることで、2021 年~2025 年期間における利益成長率を確保できる。

リスク

- 案件の販売開始計画は法的な問題及び新型コロナウイルス感染症の流行により遅れる。
- 借入金利、業界の周期などの不動産業の一般的なリスク。

企業アップデート

- 2021 年第1四半期には、財務事業による収入は利益成長をサポートした。NLG は Dong Nai WaterFront 案件(商号:Izumi City)における保有率を 30%に引き上げ、資産を再評価した後他の収入の 4,290 億ドンを計上した。

- 2021 年新規販売総額が高い水準で維持し、2020 年の 110%と相当した。
- NLG は新規販売総額及び新規販売数がそれぞれ、前年比 3.45 倍増の 13 兆 1,590 億ドン、同 306%増の 3,459 製品を達成すると計画を設定した。

	2020	2021F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020	2021F
PE (x)	12.3	8.7	13.7	16.9	収入	3,480	2,546	2,217	6,320
PB (x)	1.8	1.6	1.7	2.2	売上総利益	1,503	1,066	671	2,142
PS (x)	24.7	36.7	3.6	1.7	税引後利益	763	960	835	1,206
ROE (%)	14.9%	18.1%	17.8%	12.9%	EPS	3,193	3,697	2,927	4,228
ROA (%)	6.2%	7.5%	5.5%	2.2%	EPS 成長率	-6%	16%	-21%	44%
EV/ EBITDA (x)	9.1	14.1	3.6	15.6	純借入/株主資本	22%	17%	44%	30%

企業アップデート

2021 年第1四半期には、財務事業による収入は利益成長をサポートした。

2021 年第1四半期には、NLG が Dong Nai WaterFront 案件(商号: Izumi City)における保有率を 30%に引き上げると発表した。現在まで、この案件における NLG の保有率が 65.1%であり、資産を再評価した後、他の収入の 4,290 億ドンを計上した。2021 年第1四半期末の時点で、NLG が親会社の税引後利益計画の 31%を達成した。

	2021 第1 四半期	2020 第1 四半期	前年同 期比(% YoY)	備考
収入	236	416	-43%	
土地、アパート、タウンハウス及び 邸宅販売事業	44	144	227%	NLG のほとんどの案件が建設中にあり、2021 年第 3 四半期～第 4 四半期に譲渡されると見込みだ。その為に、NLG は 2021 年第 1 四半期に 22 製品を譲渡した。
建設事業	66	54	-18%	
サービス供給事業	100	178	78%	建設事業による収入の増加は Mizuki 案件及び Southgate 案件の建設から由来した。
案件譲渡事業	21	36		
売上総利益	40	157	-74%	合併事業からの利益は Southgate 案件の別荘及びガーデンタウンハウスの 84 戸を譲渡したことから由来した。
<u>売上総利益率</u>	<u>17%</u>	<u>38%</u>		
販管費用	138	76	82%	
<u>%販管費用/売上高の比率</u>	<u>58%</u>	<u>18%</u>		管理費用の急増は従業員数の増加と共に、ERP(統合基幹業務システム)の費用及び関連コンサルティング費用から由来した。
EBIT	-98	81	-220%	
財務事業による収入	8	15	-50%	
財務費用	21	3	554%	
関連会社からの損益	32	37	-13%	
税引前利益	348	140	149%	
法人税	(18)	8		
税引後利益	366	117	213%	
少数株主持分	1	7		
親会社の税引後利益	365	110	231%	
EPS(ドン)	3,820	3,243		
売上総利益率	17%	38%		
純利益率	155%	27%		

経営計画は前向きだ。

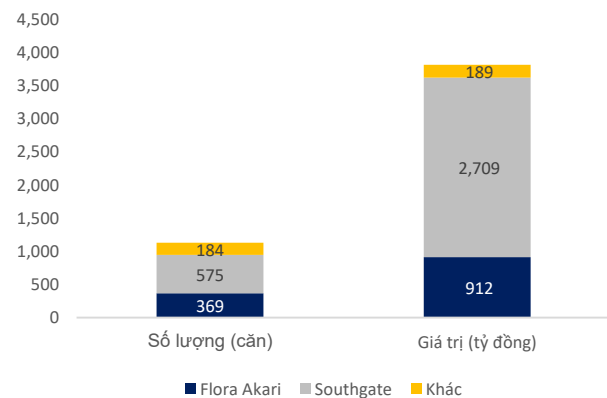
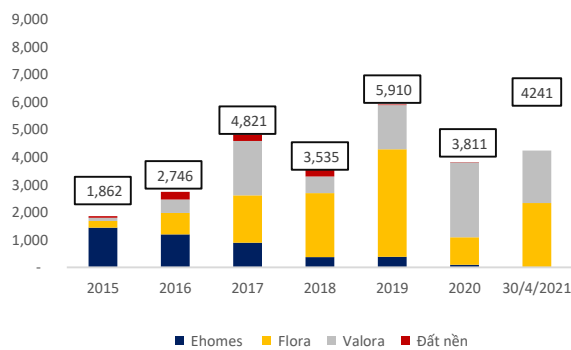
NLG は 2020 年にマイナス成長を計上した後、2021 年の前向きな計画を設定した。具体的には、株主総会では、親会社の税引後利益が前年比+37.5%増の 1 兆 1,510 億ドン、現金配当が 2 回に分けて額面比 15%で実施するという計画を承認した。そのうち、2021 年第 1 次配当金の 750VND/株(額面比 7.5%)を 2021 年 12 月にしはらう予定。残り分は 2022 年株主総会の後に支払われる予定。

NLG は新規販売総額を前年比 3.45 倍増の 13 兆 1,590 億ドン、新規販売数を同 306%増の 3,459 製品と設計した。そのうち、新規販売総額に主に寄付するのは低層住宅区分、特に Valora 製品である。2021 年には、販売開始予定の案件は Mizuki 第 2 次段階、SouthGate、Can Tho 及び Izumi City 案件である。

2021 年新規販売総額が高い水準で維持し、2020 年の 110%に相当した。2021 年 4 月 30 日の時点で、NLG が販売事業による好調な収入を計上したのは Mizuki 案件一第 2 次段階の販売価格が予測より高くなったことから由来した。2021 年 4 月 30 日の時点まで、新規販売総額が 2020 年の 110%に相当する 4 兆 2,410 億ドンに達した。そのうち、942 製品以上が販売開始された。

2021 年 4 月 30 日の時点までの新規販売総額は年間計画の 32.2%を達成した。

2020 年の新規販売総額及び新規販売数

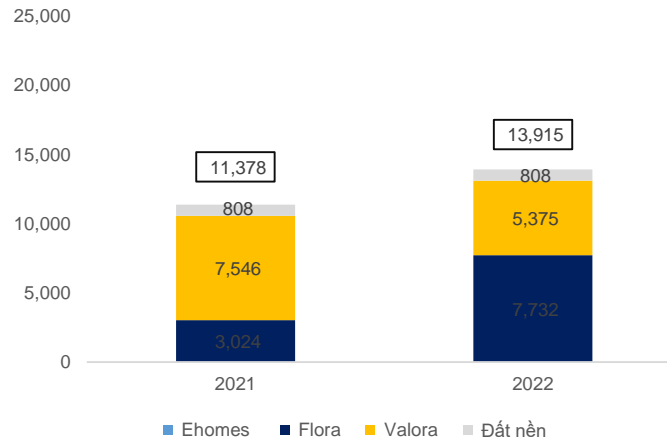


ソース: NLG, BSC Research

ソース: NLG, BSC Research

BSC は NLG の 2021 年の予測済新規販売総額を維持したが、新規販売製品数を上方修正した。BSC の推定によると、2021 年の新規販売総額及び新規販売製品数はそれぞれ、前年比 300%増の 11 兆 3,780 億ドン、同 312%増の 3,518 製品を達成するだろう。そのうち、Mizuki Park Phase 2 案件が新規販売総額の 26.5%を占め、SouthGate 案件が 50%を占める。

2021 年～2022 年期間における NLG の新規販売総額が 2015 年～2020 年期間比 1.13 倍増加する。



ソース: NLG, BSC Research

2021 年の案件進捗及び販売開始計画の更新表

Akara City



案件の外部を完成した。2021 年中に引渡しを開始する。

SouthGate



2021 年に製品の引き渡しを続け、次の段階を販売開始する。

Mizuki Park



2021 年に、1,400 戸のアパートを引続き販売開始する。

WaterFront và Đại Phước – Đồng Nai

NLG が Water Front 案件における所有率を 65 % に引き上げた。



WaterFront 案件及び Dai Phuoc – Dong Nai 案件を 2021 年に販売開始する予定。

Nam Long Hải Phòng

規模: 730 戸の別荘及び 2,300 戸のアパートは 2022 年から販売を開始される見込みです。

ソース: BSC Research

Tên dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Số lượng sản phẩm	Tỷ lệ bán hàng	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Mizuki Park	HCMC	26.4	4,044	35%							
Akari City	HCMC	8.8	5,128	37%							
SouthGate (165 ha)	Long An	165	2,962	45%							
Vssip Hải Phòng	Hải Phòng	170	3,096	N/A							
Cần Thơ	Cần Thơ	43	1,567	N/A							
Paragon Đại Phước	Đồng Nai	21.4	587	N/A							
Spring WaterFront	Đồng Nai	45	3,691	N/A							
WaterPoint P2	Long An	190	6,538	N/A							

ソース: BSC Research

2021 年業績予測

2021 年利益は(1)Waterpoint の第 1 次段階、(2)Akari City 案件、(3)Izumi City 案件における所有率の引き上げ後の再評価ということから由来する。BSC は 2021 年には、NLG の収入を前年比 190.2%増の 6 兆 5,570 億ドン、税引後利益を同 44%増の 1 兆 2,060 億ドン、EPS を 4,228VND/株、Pefw を 8.7xと予測しております。NLG の利益は(1)Akari City 案件の 1,300 製品(収入構成の 47%を占め)、(2)Can Tho 案件及び(3)Southgate 案件の引き渡しから由来する。

単位: 10 億ドン	2017A	2018A	2019E	2020E	2021F	2022F
収入	3,165	3,480	2,549	2,260	6,444	6,549
前年比	0%	0%	0%	0%	0%	0%
売上原価	1,866	1,976	1,480	1,546	4,178	4,522
売上総利益	1,295	1,503	1,066	671	2,142	1,902
販売費用	219	252	119	68	129	131
一般的な管理費用	195	239	306	367	442	449
EBIT	881.3	1,012.9	641.6	236.3	1,570.7	1,321.3
財務費用	94.8	129.0	120.1	726.7	176.6	155.8
金融活動収益	29.3	37.0	44.4	102.5	121.5	122.9
関連会社からの損益	(3)	14	126	142	50	572
税引前利益	950	1,128	1,226	1,015	2,121	1,948
法人税	194	241	219	165	414	245
税引後利益	756	887	1,007	850	1,707	1,703
少数株主持分	221	124	47	15	501	214
親会社の税引後利益	535	763	960	835	1,206	1,489

前年比	55%	43%	26%	-13%	44%	23%
EPS (ドン)	3,403	3,193	3,697	2,927	4,228	5,220
売上総利益率	41%	43%	42%	30%	34%	30%
純利益率	17%	22%	38%	37%	19%	23%
ROE	19%	17%	19%	15%	18%	19%

ソース: BSC Research

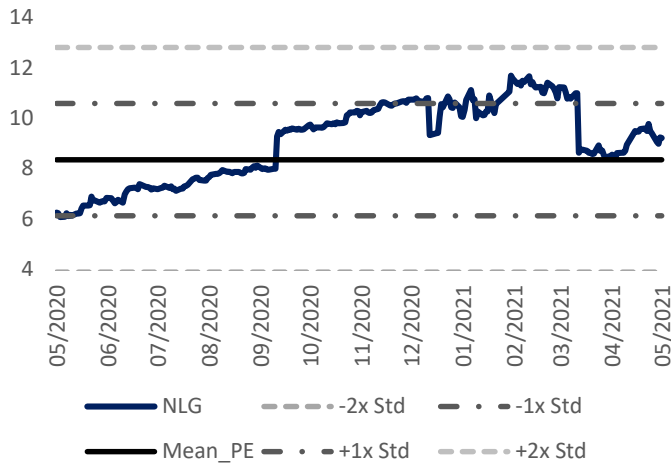
評価

BSC は RNAV 方法に基づく、NLG 株の理論株価を 2021 年 5 月 20 日の終値比 20.8%増の 4 万 4,600VND/株と評価し、NLG の投資評価を「買い」と推奨しております。

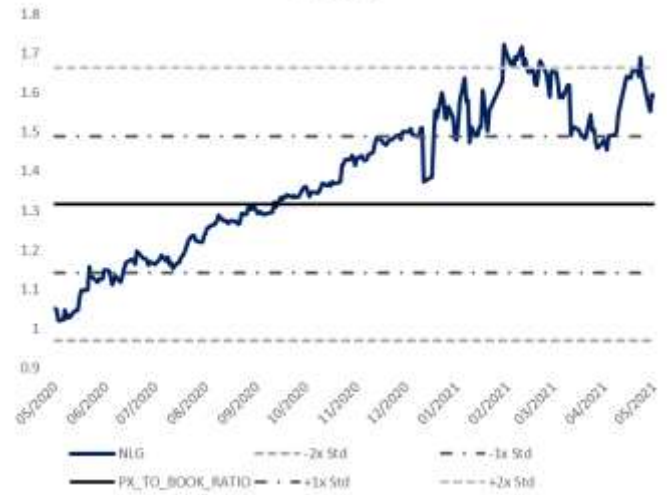
- Mizuki Park 案件の第2次段階の販売価格仮定を調整する。
- Can Tho 案件 43 ヘクタールという新規案件を展開し、WaterFront 案件の比率を 35%から 70%に引き上げる。
- 一般の金利レベルが引き下げされたことにより、案件の加重平均資本コスト(WACC)を 13%から 11.5 に引き下げる。
- 案件展開の進捗が予定より遅くなるリスク及び費用増加に関するリスクに対して 10%割引する。

VALUATION				
bVND	Phương pháp	Tổng giá trị NAV	Tỷ lệ sở hữu	>NLG
Các dự án				14,398
Paragon Đại Phước	DCF	1,780	100%	1,780
Vssip Hải Phòng	DCF	1,176	50%	588
Mizuki Park	DCF	3,719	50%	1,860
Waterpoint GD 1	DCF	3,836	50%	1,918
Waterpoint Phase 2	DCF	2,180	100%	2,180
Akari City	DCF	3,258	50%	1,629
Cần Thơ	DCF	1,457	100%	1,457
WaterFront	DCF	3,712	70%	2,598
Dự án khác	BV	388	100%	388
(+) Tiền mặt		2,196		2,196
(-) Nợ		2,457		2,457
Tổng giá trị NAV				14,137
Tỷ lệ chiết khấu rủi ro				12,724
Số lượng cổ phiếu lưu hành				285,270,660
Giá trị hợp lý				44,602
Giá cổ phiếu		5/20/2021		36,900
Tiềm năng tăng giá				20.87%
WACC		11%		

STOCK PE

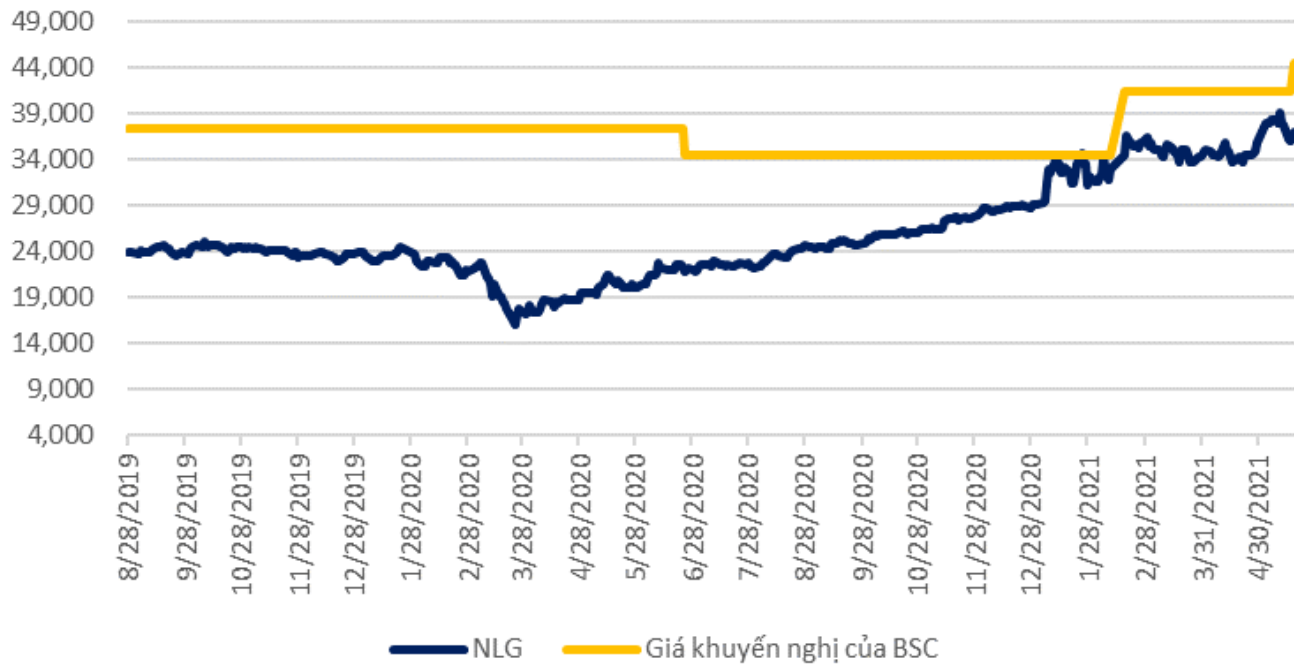


STOCK PB



株価の推移

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



付録

売上高	3,480	2,546	2,217	6,320
売上原価	1,976	1,480	1,546	4,178
売上総利益	1,503	1,066	671	2,142
販売費用	(252)	(119)	(68)	(129)
企業管理費用	(239)	(306)	(367)	(442)
営業利益/損失	1,013	642	236	1,571
金融活動収益	129	120	727	177
金融活動費用	(37)	(44)	(103)	(122)
借入費用	(36)	(40)	(55)	(51)
合併・関連会社関連収益	14	126	142	50
他の収益	9	383	13	17
税引前利益	1,128	1,226	1,015	2,121
法人税額	(241)	(219)	(165)	(414)
税引後利益	887	1,007	850	1,707
少数株主持分	124	47	15	501
少数株主利益等控除利益	763	960	835	1,206
EBITDA	1,026	657	259	1,606
EPS	3,193	3,697	2,927	4,228

現金及び現金相当	2,084	1,894	1,096	485
短期投資	73	46	46	46
短期未収金	1,833	1,500	1,969	2,648
棚卸資産	3,261	4,205	6,028	6,500
その他流動資産	126	109	161	450
流動資産	7,320	7,782	9,300	10,129
有形資産	52	71	77	166
原価償却	13	16	23	35
建設中非流動資産	10	287	47	47
長期投資	38	191	198	198
他の非流動資産	271	288	320	912
非流動資産	2,254	3,006	4,160	4,841
総資産	9,574	10,788	13,460	14,970
買掛金	-	-	-	-
短期借入	201	63	932	494
他の短期借入	2,222	2,661	3,121	4,178
短期借入総額	2,694	2,899	4,386	5,023
長期借入	806	806	1,525	1,454
他の長期借入	790	883	829	829
長期借入	1,596	1,689	2,354	2,283
負債総額	4,290	4,588	6,740	7,306
出資金	2,391	2,597	2,853	2,853
株式会社化による資本剰余金	989	989	989	989
未処分利益	1,294	1,839	2,133	3,078
他の株主資本	(73)	(370)	(371)	(371)
少数株主持分	684	1,145	1,117	1,117
株主資本総額	4,600	5,054	5,603	6,548
総資本	7,865	9,574	10,788	13,460
流行中株数	239	260	285	285

税引後利益	763	960	835	1,206
原価償却及び割当て	13	16	23	35
流動資本変更	(1,104)	(175)	(1,811)	(958)
他の修正	1,321	(252)	(111)	-
営業活動からキャッシュフロー	991	547	(1,067)	284
固定資産購入額	(15)	(302)	(43)	(124)
他の投資額	(1,574)	(231)	(935)	-
投資活動からキャッシュフロー	(1,830)	(631)	(1,016)	(124)
配当金	(207)	(244)	(262)	(262)
借入から金額	600	(138)	1,561	(509)
他の未収金	447	276	(21)	-
金融活動からキャッシュフロー	840	(106)	1,278	(771)
初期キャッシュフロー	2,082	2,084	1,900	1,096
中期キャッシュフロー	2	(190)	(804)	(611)
最末期キャッシュフロー	2,084	1,900	1,096	485

支払能力				
流動比率	0.4	1.1	1.0	1.0
当座比率	2.7	0.7	0.6	0.7

資本構成				
負債比率/総資産	11%	8%	18%	13%
負債比率/株主資本	22%	17%	44%	30%

稼働能力				
棚卸資産回転期間	126	239	286	133
売掛金回収期間	660	921	1208	547
買掛金回収期間	64	35	28	27
現金回転率	722	1124	1465	654

利益性				
売上総利益率	43.2%	41.9%	30.3%	33.9%
税引後利益率	21.9%	37.7%	36.9%	18.7%
ROE	16.6%	19.0%	14.9%	18.4%
ROA	8.0%	8.9%	6.2%	8.1%

評価				
PE	10.9	9.5	11.9	8.7
PB	1.8	1.8	1.8	1.5

成長率				
売上高	10.1%	-26.8%	-12.9%	185.1%
EBIT	14.9%	-36.7%	-63.2%	564.7%
税引前利益	18.7%	8.7%	-17.2%	109.0%
EPS	-6.2%	15.8%	-20.8%	44.5%

ソース: BSC Research.

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

