

業界: 不動産

推奨

強気

ナムロン投資株式会社(HSX: NLG)

案件販売価格の上げは評価成長を促進する。

現値:	61,200	レポート作成日:	11/11/2021	株主構成	
前理論価格	46,400	流行中株数(100万)	345.3	Nguyễn Xuân Quang	11.1%
新理論価格	66,500	時価総額(10億ドン)	21,130	IBEWORTH PTE LTD	8.2%
配当率	0%	過去6カ月平均売買高	6,625,990	Thai Binh 投資株式会社	5.0%
上昇率	8.6%	外国人投資家保有率	35.6%	Nguyễn Thị Bích Ngọc	3.6%

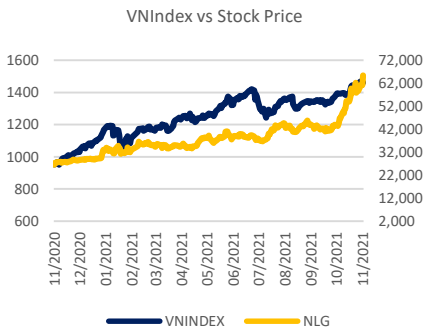
業界分析:

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

テクニク分析:

Phan Quốc Bửu
推奨価格: 75,500 VND
損切り価格: 62,100 VND

株価の推移



評価

NLGは2021年8月5日に作成したレポートに書かれた推奨価格に比べて大幅に上昇し、BSCが評価した理論価格に迫っている。

BSCはRNAV方法に基づく、NLG株の理論株価を2021年11月10日の終値比+8.8%増の6万6,500VND/株に上方修正し、投資評価を「強気」と推奨しております。

業績予測

- BSCはNLGの2021年収入を前年比18%増の2兆6,750億ドン、親会社株主帰属利益を同+23%増の1兆270億ドン、EPSfwを2,975VND/株、PWfwを21.7xと予測しております。
- BSCは2022年には、NLGの収入を前年比68.5%増の4兆4,220億ドン、親会社株主帰属利益を同+20%増の1兆2,270億ドン、EPSfwを3,553VND/株、PWfwを17.2x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は26兆1,550億ドンであり、6,050製品が販売開始されると予測された。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

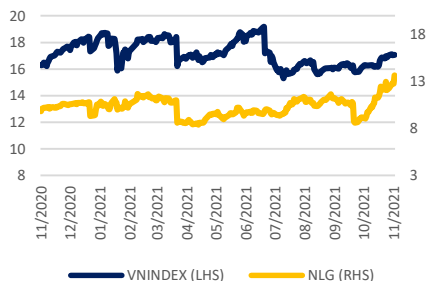
- 案件の販売開始計画は法的な問題及び新型コロナウイルス感染症の流行により遅れる。
- 借入金利、業界の周期などの不動産業の一般的なリスク。

企業アップデート

- 2021年9ヶ月には、NLGの収入及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比-41%減の7,870億ドン、同+182%増の7,090億ドンを達した。

P/E

VNIndex vs Stock PE



- 2021年9ヶ月には、新規販売総額は前年同期比110%増の5兆780億ドンだった。

	2021F	2022F	Peer	VN-Index		2019	2020	2021F	2022F
PE (x)	21.7	17.2	15.2	21.9	収入	2,546	2,217	2,624	4,422
PB (x)	2.5	2.1	2.2	1.3	売上総利益	1,066	671	1,156	1,926
PS (x)	6.2	7.7	3.6	13.3	税引後利益	960	835	1,027	1,227
ROE (%)	11.9%	12.5%	17.8%	3%	EPS	3,697	2,927	2,975	3,556
ROA (%)	4.6%	4.8%	5.5%	8%	EPS 成長率	16%	-21%	2%	20%

企業アップデート

2021年上半期の前向きな業績は案件再評価から由来した。

NLGの2021年9ヶ月の税引後利益を寄与した案件を再評価しております。2021年9ヶ月には、収入は前年同期比41%減となった。この減少は(1)新型コロナウイルス感染症の流行がAkari City案件とSouthgate案件の建設進捗・引き渡し進捗に影響した、(2)案件譲渡事業による収入が減少したためだ。2021年9ヶ月の売上総利益率は30%で、2020年9ヶ月の35%から減速した。

2021年9ヶ月には、NLGはIzumi City(2021年第1四半期に保有率の30%を追加引上げ)案件及びSouthGate(2021年第3四半期に保有率の15%を追加引上げ)案件などの重要な案件での保有率を引き上げた後、譲渡と合併を実施している。金融活動事業による総収入と他の利益は8,170億ドンだった。

2021年9ヶ月には、NLGの収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比41%減の7,870億ドン、同182%増の7,090億ドンで同だった。それによると、NLGは2021年親会社株主帰属利益の年間計画の61.5%を達成した。

	2021年 上半期	2020年 上半期	% YoY	ノート
収入	787	1,342	-41%	2021年9ヶ月には、NLGは29製品、主に前案件の残り製品を引き渡した売上総利益の減少は(1)建設工事が新型コロナウイルス感染症の流行により少なかった、(2)案件譲渡事業による収入が前年同期比減少したちうことのためだ。
土地、アパート、タウンハウス、邸宅からの収入	72	367	-80%	
建設事業	272	463	-41%	
サービス供給事業	329	52	536%	
案件引き渡し事業	102	403	-75%	
売上総利益	233	464	-50%	金融活動による収入は3,880億ドンだった。他の収入は4,230億ドンだった。
売上総利益率	30%	35%		
販管費用	394	263	50%	
販管費用/売上高の比率	50%	20%		
EBIT	-161	200	-181%	
財務事業による収入	388	78	398%	

財務費用	61	78	-22%	販管費用は前年同期比 50%増となった。
関連会社からの損益	95	44	116%	
税引前利益	429	7	6089%	
法人税	690	308	124%	
税引後利益	(19)	27		
少数株主持分	709	261	172%	
親会社の税引後利益	(0)	9		
EBIT	709	251	182%	
EPS(VND/株)	2,055	728		
売上総利益率	30%	35%		
純利益率	90%	19%		

新型コロナウイルス感染症の流行は NLG の販売計画に影響した。

2021年9ヶ月には、新規販売総額は前年同期比増加したが、新規販売総額の成長率が2021年下半期に新型コロナウイルス感染症の流行に影響されているために減速している。2021年9月30日の時点では、NLGの新規販売総額は2021年第2四半期比13%増の5兆780億ドンで、2020年の真意販売総額の130%に相当し、新規販売製品数が Flora Mizuki 案件の637製品、Flora Akari 案件の88製品、Valora SouthGate 案件の338製品、Can Thoでの土地区画の116製品と Ehome Southgate 案件の174戸を含む1,355製品だった。

新型コロナウイルス感染症第4波は2021年第3四半期と第4四半期にNLGの案件販売計画に影響した。具体的には、2021年第3四半期には、NLGのオンラインで販売した製品は275製品だった。

2021年第4読ん半期には、NLGはFlora Mizuki Park 案件(250戸)、Cần Thơ 案件、と Southgate 案件(110戸)と Izumi City 案件(275製品)の販売を展開している。

しかし、販売価格はBSCの予測比急増したことで、BSCがNLGの理論価格を上方修正しております。

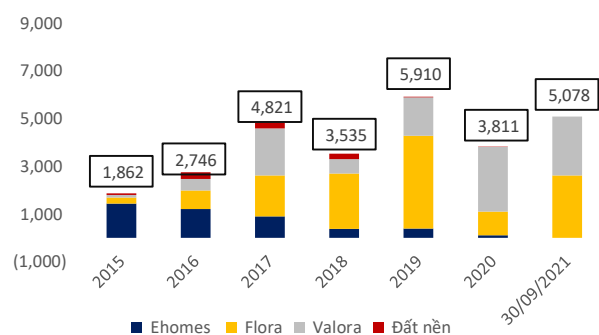
販売価格は前予測比大幅に上昇した。2021年第4四半期には、NLGは新規販売価格で新規案件販売を開始する予定。それによると、(1) Mizuki 案件の販売価格は4,500万 VND/m²である、(2) Izumi City 案件第1期の販売価格は5,000万 VND/株である。上記の販売価格はBSCの前回予測よりも約10~15%高くなっている。

BSCの推定によると、2021年に販売総額と新規販売製品数はそれぞれ前年比164%増の10兆570億ドン、同148%増の2,350製品と調整されます。

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							

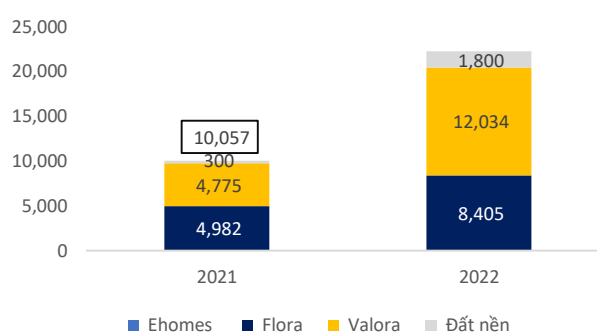
ソース: BSC Research

2021年9月30日の時点でNLGの新規販売総額



ソース: NLG, BSC Research

NLGの2021年～2022年期間における新規案件販売総額



ソース: NLG, BSC Research

NLGは第三者割当を対象とするへの有償増資を通じる2兆VNDを調整した。この計画は2021年第4四半期に完了する予定。

2021年株主総会では、第三者割当への有償増資法案は承認された。新株発行株数は最大6,000万株の見込みだ。発行価格は33,500VND/株である予定。株主資本は2兆VNDの見込みだ。また、NLGは期限の36カ月以内の最初の4期間で、予想金利の9.5%で無担保の非転換社債を発行することを通じて、債務を9,500億ドンに増加する予定だ。

2021年業績予測

2021年利益は(1)Waterpointの第1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18%増の2兆6,750億ドン、親会社株主利益を同23%増の1兆270億ドン、EPSを2,975VND/株、Pefwを21.7xと予測しております。

2022年～2023年の期間には、SouthGate案件、Akari City案件、Izumi City案件とCần Thơ案件の引き渡しのおかげで、NLGの業績見通しはより前向きになるだろう。BSCは2022年には、NLGの収入を前年比68.5%増の4兆4,220億ドン、親会社株主利益を同20%増の1兆2,270億ドン、EPSを3,553VND/株、Pefwを17.2xと予測しております。

単位:10億ドン	2017A	2018A	2019E	2020E	2021F	2022F
収入	3,165	3,480	2,549	2,260	2,675	4,508
前年比		10%	-27%	-11%	18%	69%
売上原価	1,866	1,976	1,480	1,546	1,468	2,496
売上総利益	1,295	1,503	1,066	671	1,156	1,926
販売費用	219	252	119	68	53	90
一般的な管理費用	195	239	306	367	385	404
EBIT	881	1,013	642	236	717	1,431
財務事業による収入	94.8	129.0	120.1	726.7	431.5	50.0
財務費用	29.3	37.0	44.4	102.5	115.5	159.1
関連会社からの損益	(3)	14	126	142	50	614
税引前利益	950	1,128	1,226	1,015	1,512	1,936
法人税	194	241	219	165	164	211
税引後利益	756	887	1,007	850	1,347	1,725
少数株主持分	221	124	47	15	320	498
親会社の税引後利益	535	763	960	835	1,027	1,227
前年比	55%	43%	26%	-13%	23%	20%
EPS (ドン)	3,403	3,193	3,697	2,927	2,975	3,556
売上総利益率	41%	43%	42%	30%	44%	44%
純利益率	17%	22%	38%	37%	38%	27%
ROE	19%	17%	19%	15%	12%	12%

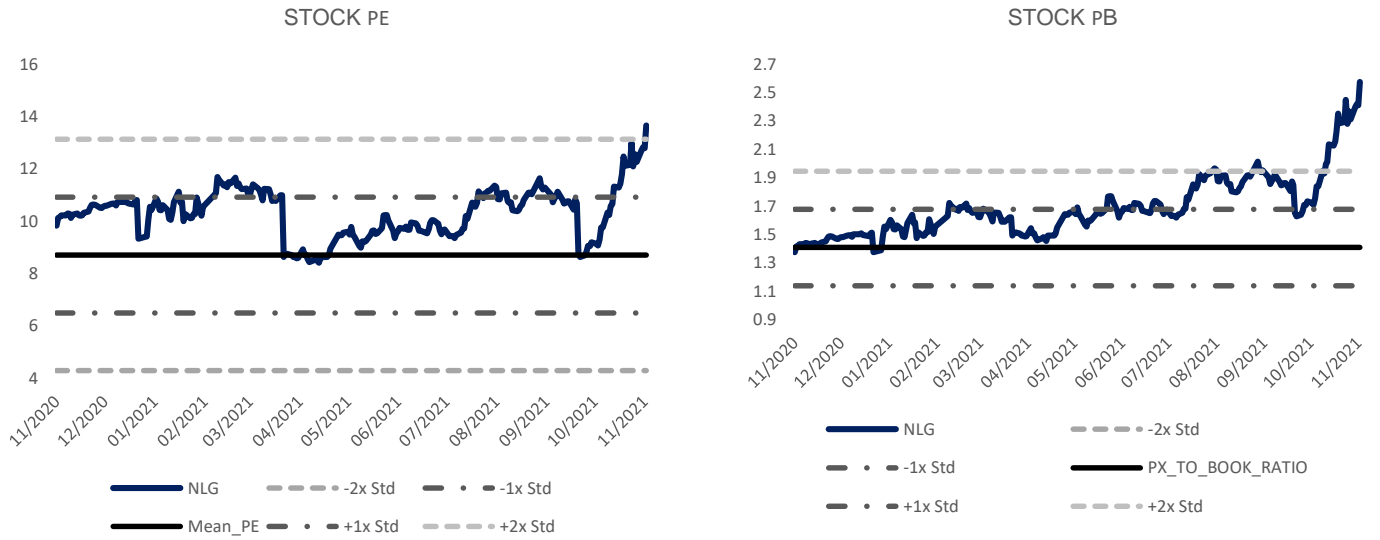
ソース: BSC Research

評価

BSC は RNAV 方法を基づく、NLG 株の理論株価を前理論株価より 4.0%増、2021 年 11 月 10 日 の 終 値 比 +8.8 % 増 の 6 万 6,500VND/ 株 に上方修正し、投資評価を「強気」と推奨しております。

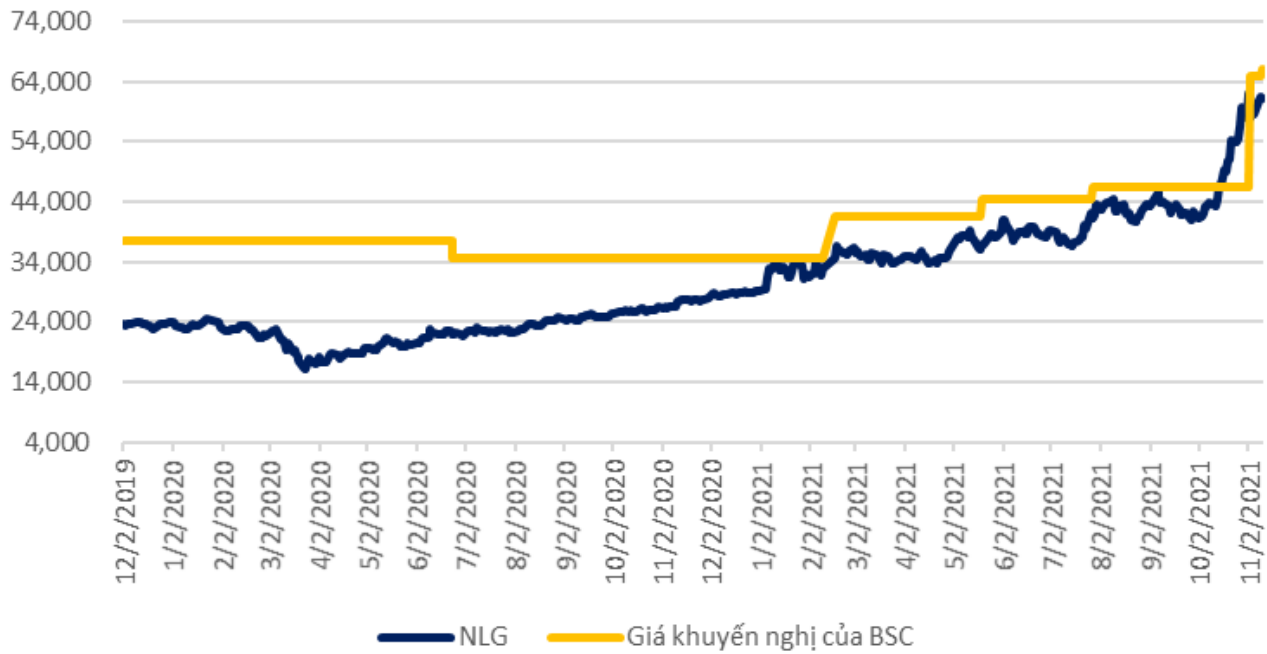
- いくつかの案件の販売計画及び販売価格を修正した。
- 案件の加重平均資本コスト(WACC)を 11%から 10%に引き下げる。
- 案件の進捗がBSCの予測より遅れる可能性がある場合、リスク割引が5%である。

評価				
10 億ドン	方法	NAV の価値 総額	保有率	>NLG
案件				22,146
Paragon Đại Phước	DCF	1,744	100%	1,744
Vssip Hải Phòng	DCF	1,512	50%	756
Mizuki Park	DCF	4,347	50%	2,173
Waterpoint 第 1 段階	DCF	3,914	65%	2,544
Waterpoint Phase 2	DCF	3,270	100%	3,270
Akari City	DCF	4,510	50%	2,255
Cần Thơ	DCF	3,060	100%	3,060
Izumi City	DCF	8,507	70%	5,955
そのほか	BV	388	100%	388
(+) 現金		1,560		2,254
(-) 債務		4,416		4,416
NAV の総価値				19,985
リスクの割引				18,986
流行中株数				285,270,660
合理的な価格				66,553
価格				61,200
				11/11/2021
Upside				8.75%



株価の推移

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



付録

業績 (10億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
売上高	2,546	2,217	2,624	4,422
売上原価	1,480	1,546	1,468	2,496
売上総利益	1,066	671	1,156	1,926
販売費用	(119)	(68)	(53)	(90)
企業管理費用	(306)	(367)	(385)	(404)
営業利益/損失	642	236	717	1,431
金融活動収益	120	727	432	50
金融活動費用	(44)	(103)	(116)	(159)
借入費用	(40)	(55)	(116)	(159)
合併・関連会社関連収益	126	142	50	614
他の収益	383	13	-	-
税引前利益	1,226	1,015	1,512	1,936
法人税額	(219)	(165)	(164)	(211)
税引後利益	1,007	850	1,347	1,725
少数株主持分	47	15	320	498
少数株主利益等控除利益	960	835	1,027	1,227
EBITDA	657	259	748	1,452
EPS	3,697	2,927	2,975	3,556

バランスシート(10億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
現金及び現金相当	1,894	1,096	1,114	3,383
短期投資	46	46	46	46
短期未収金	1,500	1,969	1,099	1,853
棚卸資産	4,205	6,028	17,654	17,654
その他流動資産	109	161	187	315
流動資産	7,782	9,300	20,100	23,251
有形資産	71	77	97	163
原価償却	16	23	31	21
建設中非流動資産	287	47	47	47
長期投資	191	198	198	198
他の非流動資産	288	320	378	638
非流動資産	3,006	4,160	2,162	2,488
総資産	10,788	13,460	22,263	25,739
買掛金	-	-	-	-
短期借入	63	932	1,766	2,211
他の短期借入	2,661	3,121	2,202	3,744
短期借入総額	2,899	4,386	5,152	6,181
長期借入	806	1,525	2,649	3,869
他の長期借入	883	829	1,600	1,600
長期借入	1,689	2,354	4,249	5,469
負債総額	4,588	6,740	9,402	11,650
出資金	2,597	2,853	3,452	3,452
株式会社化による資本剰余金	989	989	2,643	2,643
未処分利益	1,839	2,133	2,898	4,124
他の株主資本	(370)	(371)	(371)	(369)
少数株主持分	1,145	1,117	4,240	4,240
株主資本総額	5,054	5,603	8,622	9,849
総資本	9,574	10,788	13,460	22,263
流行中株数	260	285	345	345

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
税引後利益	960	835	1,027	1,227
原価償却及び割当て	16	23	31	21
流動資本変更	(175)	(1,811)	(10,138)	(557)
他の修正	(252)	(111)	-	-
営業活動からキャッシュフロー	547	(1,067)	(9,080)	691
固定資産購入額	(302)	(43)	(51)	(87)
他の投資額	(231)	(935)	2,076	-
投資活動からキャッシュフロー	(631)	(1,016)	2,025	(87)
配当金	(244)	(262)	(262)	-
借入から金額	(138)	1,561	1,959	1,665
他の未収金	276	(21)	5,376	-
金融活動からキャッシュフロー	(106)	1,278	7,073	1,665
初期キャッシュフロー	2,084	1,900	1,096	1,114
中期キャッシュフロー	(190)	(804)	18	2,269
最終期キャッシュフロー	1,900	1,096	1,114	3,383

指数 (%)	2019	2020	2021F	2022F
支払能力				
流動比率	0.4	0.4	0.3	0.4
当座比率	2.7	2.1	3.9	3.8
資本構成				
負債比率/総資産	8%	18%	20%	24%
負債比率/株主資本	17%	44%	51%	62%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	239	286	213	122
売掛金回収期間	921	1208	2944	2581
買掛金回収期間	35	28	21	103
現金回転率	1124	1465	3136	2600
利益性				
売上総利益率	41.9%	30.3%	44.0%	43.5%
税引後利益率	37.7%	36.9%	38.4%	27.2%
ROE	19.0%	14.9%	11.9%	12.5%
ROA	8.9%	6.2%	4.6%	4.8%
評価				
PE	16.6	20.9	21.7	18.1
PB	3.1	3.1	2.5	2.1
成長率				
売上高	-26.8%	-12.9%	18.4%	68.5%
EBIT	-36.7%	-63.2%	203.4%	99.6%
税引前利益	8.7%	-17.2%	49.0%	28.0%
EPS	15.8%	-20.8%	1.7%	19.5%

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>

