

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 5, 2023

Mã giao dịch: NLG

Reuters: NLG.HM

Bloomberg: NLG VN

Định giá hấp dẫn trong bối cảnh ngành nhiều khó khăn

Dự phóng lợi nhuận 2023 điều chỉnh giảm so với đầu năm

Căn cứ tiến độ các dự án và kế hoạch kinh doanh của NLG, BVSC điều chỉnh dự phóng doanh thu lợi nhuận NLG trong 2023. Trong đó, chúng tôi điều chỉnh: i) kế hoạch bàn giao phần thấp tầng Mizuki từ 2023 sang 2024; ii) số sản phẩm bán thêm dự kiến trong Q4.2022 của Izumi không thực hiện như kế hoạch nên không kịp ghi nhận trong 2023; và iii) điều chỉnh tăng chi phí bán hàng và quản lý DN do số liệu ghi nhận DN ở mức cao. Kết quả, doanh thu sau điều chỉnh là 4.635 tỷ. LNST thuộc cổ đông công ty mẹ là 768 tỷ, giảm so với mức 970 tỷ trong dự báo vào đầu 2023 và tăng 38% yoy.

Doanh số bán hàng 2023 khả năng ở mức thấp và sẽ phục hồi vào 2024

Trong báo cáo vào đầu 2023, chúng tôi đã điều chỉnh giảm tiến độ các dự án quy mô lớn và vị trí ở khu vực ngoài trung tâm của Nam Long như Southgate, Izumi, Paragon... Tuy nhiên, tại ĐHCĐ, Ban lãnh đạo chia sẻ chủ trương tập trung kinh doanh các sản phẩm phù hợp với nhu cầu thực (Flora, Ehomes..) và các sản phẩm thương mại trong năm 2023. Các dự án có giá trị lớn sẽ giảm kế hoạch kinh doanh. Do đó, một số dự án dự kiến có thể kinh doanh vào Q4.2023 trước đây như Paragon, Izumi (thuộc GD1) nhiều khả năng sẽ dời sang năm 2024.

Sức mua yếu do kinh tế suy thoái là rủi ro chính với Nam Long

Điểm rủi ro chính với Nam Long hiện tại theo BVSC là rủi ro về sức mua của khách hàng. Theo đánh giá, chúng tôi cho rằng sức mua khách hàng chịu ảnh hưởng từ một số yếu tố: i) suy thoái các ngành liên quan đến sản xuất, tiêu dùng, xuất nhập khẩu; ii) sự tắc nghẽn dòng vốn trên thị trường trái phiếu; và iii) lãi suất cho vay bất động sản mặt bằng chung vẫn ở mức cao 12-13%. Các yếu tố này sẽ chưa cải thiện ngay trong ngắn hạn mà dự báo sẽ vào đầu năm 2024.

Khuyến nghị

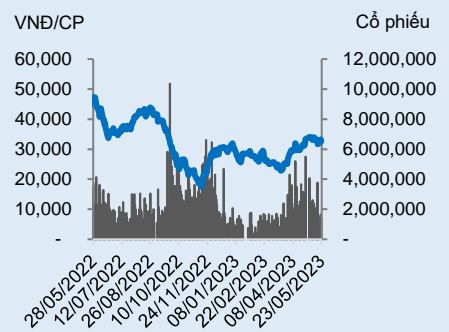
Giá cổ phiếu Nam Long đã có sự phục hồi mạnh mẽ trước các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản, thị trường trái phiếu và sự nới lỏng chính sách tiền tệ vào đầu quý 2. Sự thay đổi này được BVSC kỳ vọng trong Báo cáo Ngành Bất động sản 2023. Tính đến giá ngày 23/5/2023, cổ phiếu NLG giao dịch tại mức PB forward 2023 là 1,5x. Như vậy, trong ngắn hạn, BVSC cho rằng giá cổ phiếu Nam Long đang dần quay trở lại mức hợp lý theo định giá so sánh. Động lực tiếp theo sẽ phụ thuộc vào tính thực thi của các chính sách và sự phục hồi các hoạt động kinh tế. Xét trong trung hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao với triển vọng của Nam Long. Về định giá, BVSC ước tính giá trị hợp lý của NLG theo 2 phương pháp (NAV, PB) là **47.851 đồng/cp**, tương đương với P/B mục tiêu là 2 lần. Khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu Nam Long trong thời gian 12 tháng.

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	47.851
Giá thị trường (23/5/2023)	32.600
Lợi nhuận kỳ vọng	46,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	17.465-47.298
Vốn hóa	12.521 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	384.080.300
KLGD bình quân 10 ngày	1.929.798
% sở hữu nước ngoài	45,05%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
NLG	2,0%	6,9%	25,1%	40,2%
VNIndex	2,1%	2,2%	2,5%	12,5%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Chí Hồng Ngọc
 (84 28) 3914.6888 ext.252
 ngocnch@bvsc.com.vn

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1.2023

Theo BCTC công bố, NLG ghi nhận doanh thu trong quý 1.2023 là 235 tỷ, giảm 60% yoy. Lợi nhuận gộp đạt 159 tỷ, giảm 36% yoy. Biên lợi nhuận gộp bình quân ở mức 68%, tăng cao so với trung bình khoảng 45-50%. Nguyên nhân là do giá vốn mảng BĐS ở mức thấp 4%. Trừ các chi phí, LNST trừ cổ đông thiểu số là 6,8 tỷ. Nhìn chung, kết quả kinh doanh quý 1.2023 của NLG không có nhiều nổi bật với số lượng bàn giao ở mức thấp.

Chi tiết về kết quả kinh doanh lũy kế Q1.2023 như sau:

Khoản mục (Đvt: triệu đồng)	Q1.2022	Q1.2023	Diễn giải
Doanh thu	587.408	235.132	
- Chuyển nhượng BĐS	542.895	174.959	- Chuyển nhượng sản thương mại dự án Fuji
- Xây dựng	5.648	4.154	
- Cho thuê BĐS	5.102	9.024	
- Dịch vụ	33.761	46.993	
Lợi nhuận gộp	250.109	159.683	
- Chuyển nhượng BĐS	232.115	167.484	
- Xây dựng	508	(15.394)	
- Cho thuê BĐS	3.457	(134)	
- Dịch vụ	14.024	7.727	- GPM dịch vụ đạt 16% so với mức 60% trung bình.
Doanh thu tài chính	23.479	45.770	
Chi phí tài chính	(38.691)	(76.533)	
Chi phí bán hàng	(59.206)	(37.066)	
Chi phí quản lý	(134.509)	(141.346)	- Chi phí quản lý tăng 5% yoy.
Liên doanh liên kết	6,4	78.309	
LN khác	3.033	5.689	
LNTT	44.221	34.406	
LNST	32.650	16.232	
Lợi ích CĐ thiểu số	32.020	9.423	
LNST công ty mẹ	630	6.809	

Dự phóng lợi nhuận 2023 điều chỉnh giảm so với đầu năm

Căn cứ tiến độ các dự án và kế hoạch kinh doanh của NLG, BVSC tiếp tục điều chỉnh dự phóng doanh thu lợi nhuận NLG trong 2023. Trong đó, chúng tôi điều chỉnh i) kế hoạch bàn giao phần thấp tầng Mizuki từ 2023 sang 2024; ii) số sản phẩm bán thêm dự kiến trong Q4.2022 của Izumi không thực hiện như kế hoạch nên không kịp ghi nhận trong 2023; và iii) điều chỉnh tăng chi phí bán hàng và quản lý DN do số liệu ghi nhận DN ở mức cao. Kết quả, doanh thu sau điều chỉnh là 4.635 tỷ. LNST thuộc cổ đông công ty mẹ là 768 tỷ, giảm so với mức 970 tỷ trong dự báo vào đầu 2023 và tăng 38% yoy.

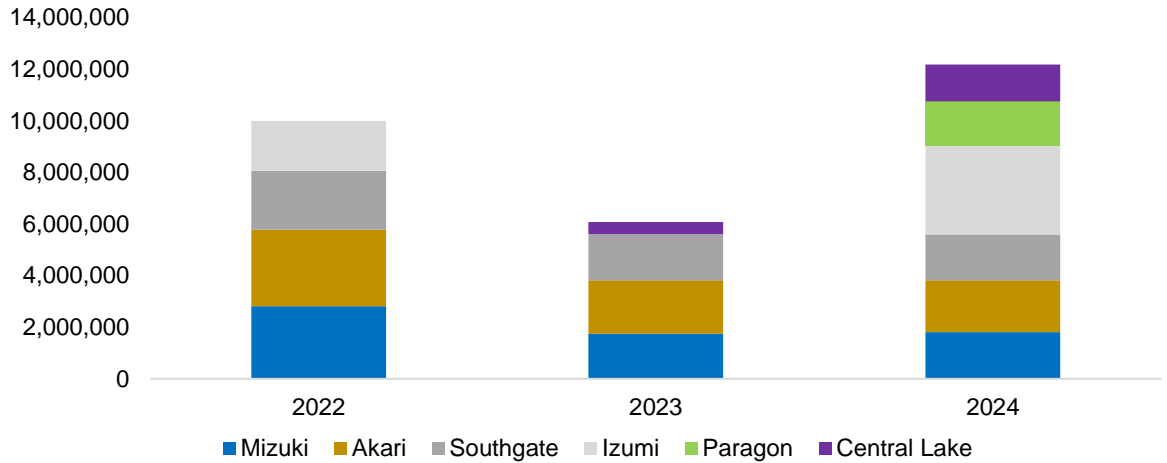
Khoản mục (Đvt: triệu đồng)	2022F	2023F (điều chỉnh)	% yoy	Diễn giải
Doanh thu	4.338.840	4.635.140	7%	
- Chuyển nhượng BĐS	4.083.268	4.354.011		- Doanh thu đóng góp từ Southgate (1.956 tỷ); và Izumi (2.400 tỷ).
- Xây dựng	31.861	35.047		
- Cho thuê BĐS	19.929	21.922		
- Dịch vụ	203.782	224.160		- Giả định tăng 10% yoy.
Lợi nhuận gộp	1.983.959	2.516.752		
- Chuyển nhượng BĐS	1.853.040	2.371.499		- Biên lợi nhuận sẽ dao động 50-55%, cao hơn so với năm 2022 (45,4%) do 100% doanh thu thấp tầng.
- Xây dựng	464	1.752		
- Cho thuê BĐS	6.026	6.629		
- Dịch vụ	124.429	136.872		- GPM trung bình cả năm 60%.
Thu tài chính ròng	187.079	103.938		- Ghi nhận tiếp 25% còn lại từ Paragon.
Chi phí bán hàng	510.912	544.251		- BVSC giả định chi phí bán hàng/DT BĐS là 12,5% so với mức 8% ước tính trước.
Chi phí quản lý	643.621	707.983		- Tăng 10% yoy.
Liên doanh liên kết	24.545	212.687		- Lợi nhuận từ Mizuki 6,7,8.
LNTT	1.069.833	1.591.143		
LNST	865.545	1.351.509		
Lợi ích CĐ thiểu số	309.271	583.264		- Lợi ích cổ đông ở Southgate, Izumi.
LNST công ty mẹ	556.274	768.245	38%	
EPS (đồng/cp)	1.453	2.006		

Doanh số bán hàng 2023 khả năng ở mức thấp và sẽ phục hồi vào 2024

Trong báo cáo vào đầu 2023, chúng tôi đã điều chỉnh giảm tiến độ các dự án quy mô lớn và vị trí ở khu vực ngoài trung tâm của Nam Long như Southgate, Izumi, Paragon... Tuy nhiên, tại ĐHCĐ, ban lãnh đạo chia sẻ chủ trương tập trung kinh doanh các sản phẩm phù hợp với nhu cầu thực (Flora, Ehomes..) và các sàn thương mại trong năm 2023. Các dự án có giá trị lớn sẽ giảm kế hoạch kinh doanh. Do đó, một số dự án dự kiến có thể kinh doanh vào Q4.2023 trước đây như Paragon, Izumi (thuộc GD1) nhiều khả năng sẽ dời sang năm 2024. BVSC điều chỉnh lại dự phóng doanh số bán hàng như sau:

Dự phóng giá trị bán hàng giai đoạn 2023-2024

Nguồn: BVS dự phóng



Mặc dù giá trị hợp đồng dự báo tăng chậm lại, BVSC ước tính doanh thu năm 2024 sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng và quay trở lại mức lợi nhuận 1.000 tỷ. Sự tăng trưởng đến từ: i) điểm rơi bàn giao dự án cao tầng Akari GD2, Mizuki 9,10; và ii) bàn giao phần thấp tầng Mizuki, Southgate và Central Lake với biên lợi nhuận gộp tốt hơn. Về chi phí, chi phí bán hàng và quản lý của Nam Long vẫn là điểm cần lưu ý. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu vẫn ở mức cao, trong khi chi phí quản lý vẫn gia tăng nhanh mỗi năm. Hai chi phí này chiếm tỷ lệ lên đến 25-30% lợi nhuận gộp. Trên cơ sở thận trọng, BVSC ước tính LNST thuộc công ty mẹ năm 2024 là 1.036 tỷ, tăng 35% so với ước thực hiện 2023. Kết quả dự phóng này không thay đổi nhiều so với ước tính vào đầu năm 2023 (LNST trừ thiểu số là 1.002 tỷ).

Kết quả kinh doanh – triệu đồng	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần	4.338.840	4.635.140	6.337.665
Lợi nhuận gộp	1.983.959	2.516.752	2.800.561
Thu tài chính ròng	187.079	103.938	(80.000)
SG&A	1.154.533	1.252.234	1.502.192
LNTT	1.069.833	1.591.143	2.087.284
LNST - MI	556.274	768.245	1.036.674
EPS (đồng/cp)	1.453	2.006	2.707

Sức mua yếu do kinh tế suy thoái là rủi ro chính với Nam Long

Khác với phần lớn doanh nghiệp BĐS, hoạt động kinh doanh và tài chính của Nam Long tương đối an toàn. Công ty ít chịu ảnh hưởng trực tiếp trước các tác nghẽn trên thị trường trái phiếu. Điểm rủi ro chính với Nam Long hiện tại theo BVSC là rủi ro về sức mua của khách hàng. Theo đánh giá, chúng tôi cho rằng sức mua khách hàng chịu ảnh hưởng từ một số yếu tố: i) suy thoái các ngành liên quan đến sản xuất, tiêu dùng, xuất nhập khẩu; ii) sự tắc nghẽn dòng vốn trên thị trường trái phiếu; và iii) lãi suất cho vay bất động sản mặt bằng chung vẫn ở mức cao 12-13%. Các yếu tố này sẽ chưa cải thiện ngay trong ngắn hạn mà dự báo sẽ vào đầu năm 2024. Do đó, công ty định hướng ưu tiên sự an toàn tài chính và tập trung các sản phẩm có giá bán trung bình hợp lý là phù hợp. Các sản phẩm có giá bán trung bình cao sẽ rất khó bán hàng trong năm 2023.

Định giá vẫn còn hấp dẫn trong trung hạn

BVSC sử dụng phương pháp định giá NAV, và so sánh PB để xác định giá trị hợp lý của NLG. Kết quả, giá trị hợp lý xác định của NLG là **47.851 đồng/cp**, tương ứng với mức thặng dư 46% so với giá thị trường ngày 23/5/2023. Định giá này không thay đổi nhiều so với định giá vào đầu năm 2023. Kết quả chi tiết như sau:

Phương pháp	Target	Giá	Tỷ trọng	Kết quả
NAV		52.112	50%	26.056
PB	1,8	43.590	50%	21.795
			Target	47.851

Định giá theo NAV

Kết quả ước tính theo NAV là **52.112 đồng/cp** khi: i) xác định giá trị hợp lý các dự án đang triển khai; ii) dự án chưa triển khai sẽ xác định theo phương pháp so sánh giá thị trường như Waterpoint GD2; và iii) Điều chỉnh tăng thêm 10% cho quỹ đất cao tầng ở các dự án chưa được tính đến.

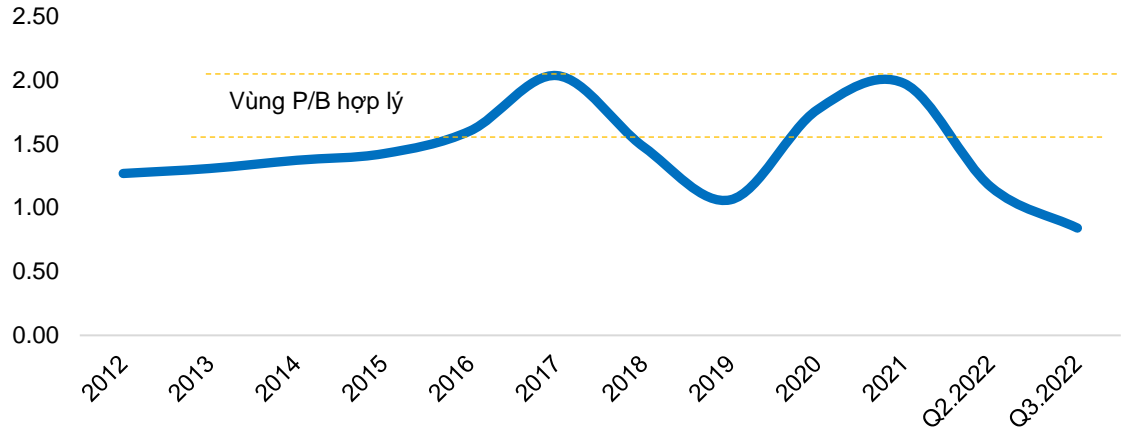
Định giá (triệu VND)	31.12.2022
Tổng tài sản sau khi định giá lại	36.236.167
- Tiền huy động thêm	-
- Nợ phải trả	13.769.578
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu	22.466.589
- Lợi ích thiểu số	4.325.120
Điều chỉnh vốn chủ sở hữu	+10%
Giá trị thị trường của VCSH điều chỉnh	19.955.616
Số lượng cổ phần	382.940.013
Giá cổ phần (đồng/cp)	52.112

Phương pháp so sánh:

BVSC quan sát mức P/B lịch sử của NLG trong quá khứ và kịch bản thị trường phục hồi vào năm 2024 để làm cơ sở. Với kịch bản thị trường sẽ không suy thoái sâu như 2011-2012, sự phục hồi về thanh khoản và giá bán sẽ nhanh hơn vào 2024 thì PB hợp lý sẽ ở mức 1,5 – 2x (tương đương giai đoạn 2016-2017).

P/B lịch sử của Nam Long từ 2012 đến nay

Nguồn: Fiinpro


Khuyến nghị

Giá cổ phiếu Nam Long đã có sự phục hồi mạnh mẽ trước các chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản, thị trường trái phiếu và sự nới lỏng chính sách tiền tệ vào đầu quý 2. Sự thay đổi này được BVSC kỳ vọng trong Báo cáo Ngành Bất động sản 2023. Tính đến giá ngày 23/5/2023, cổ phiếu NLG giao dịch tại mức PB forward 2023 là 1,5x. Như vậy, trong ngắn hạn, BVSC cho rằng giá cổ phiếu Nam Long đang dần quay trở lại mức hợp lý theo định giá so sánh. Động lực tiếp theo sẽ phụ thuộc vào tính thực thi của các chính sách, và sự phục hồi các hoạt động kinh tế. Xét trong trung hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao với triển vọng của Nam Long. Về định giá, BVSC ước tính giá trị hợp lý của NLG theo 2 phương pháp (NAV, PB) là **47.851 đồng/cp**, tương đương với P/B mục tiêu là 2 lần. Khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu Nam Long trong thời gian 12 tháng.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	2.546	2.217	5.206	4.339
Giá vốn	(1.480)	(1.546)	(3.427)	(2.355)
Lợi nhuận gộp	1.066	671	1.778	1.984
Doanh thu tài chính	97	727	445	386
Chi phí tài chính	(21)	(103)	(112)	(199)
Lợi nhuận sau thuế	961	835	1.071	556

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022
Tiền & khoản tương đương tiền	1.901	1.073	3.112	3.773
Các khoản phải thu ngắn hạn	457	610	720	1.310
Hàng tồn kho	4.298	6.069	15.490	14.830
Tài sản cố định hữu hình	58	58	59	67
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.809	3.262	873	2.136
Tổng tài sản	10.904	13.643	23.618	27.085
Nợ ngắn hạn	3.024	4.439	6.318	8.851
Nợ dài hạn	1.680	2.483	3.772	4.919
Vốn chủ sở hữu	6.200	6.720	13.528	13.315
Tổng nguồn vốn	10.904	13.643	23.618	27.085

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-26,8%	-12,9%	134,8%	-16,6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	25,8%	-13,1%	28,3%	-48,1%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	41,9%	30,3%	34,2%	45,7%
Lợi nhuận thuần biên	37,7%	37,7%	20,6%	12,8%
ROA	9,4%	6,8%	5,7%	2,2%
ROE	16,7%	12,9%	10,6%	4,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	43,1%	50,7%	42,7%	50,8%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	75,9%	103,0%	74,6%	103,4%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.699	2.927	2.796	1.448
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	23.873	23.558	35.326	34.668

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính

khanhld@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng

hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS

thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT

phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng

anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản

manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng

phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển

tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản

minhtnn@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD

duongtt@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 688