

**CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (HSX: NLG)**
**Nguyễn Khắc Minh Tâm**

Chuyên viên phân tích

Email: tamnkm@fpts.com.vn

Tel: (84) – 28 6290 8686 - Ext :7576

**Biến động giá cổ phiếu NLG và VNIndex**

(từ 03/05/2013 – 23/05/2018)


**Thông tin giao dịch (23/05/2018)**

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	32.500
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	42.300
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	25.900
Số lượng CP niêm yết (cp)	157,226,409
Số lượng CP lưu hành (cp)	188,671,690
KLGD BQ 30 phiên (CP/ngày)	352,894
% sở hữu nước ngoài	49.0%
P/E trailing (Q1/2018)	10,7x
EPS trailing Q1/2018 (VNĐ/cp)	3.405
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	6.132

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	Công ty cổ phần Đầu tư Nam Long
Địa chỉ	06 Nguyễn Khắc Viện, Q. 7, HCM
Doanh thu chính	Bán đất, nhà phố, biệt thự và căn hộ
Chi phí chính	Phát triển quỹ đất, thuê thầu xây dựng
Lợi thế cạnh tranh	Có quỹ đất lớn, vị trí thuận lợi
Rủi ro chính	Sự biến động của các yếu tố vĩ mô

**Danh sách cổ đông (05/02/2018)**

	Tỷ lệ %
Nguyễn Xuân Quang	15,5%
PYN ELITE FUND	6,8%
Nguyễn Thị Bích Ngọc	6,3%
Trần Thanh Phong	5,5%
Khác	65,9%

**KỲ VỌNG VÀO 3 ĐẠI DỰ ÁN CÙNG DÒNG VỐN NGOẠI**

**Doanh thu năm 2017 của NLG đạt 3.165 tỷ đồng, tăng 24,7%yoy**, sự tăng trưởng chủ yếu đến từ doanh thu chuyển nhượng một phần dự án Mizuki trị giá 838 tỷ đồng. Dự án này đang được triển khai và cũng sẽ là động lực tăng trưởng của NLG trong năm 2018-2019.

**Năm 2017, lợi nhuận sau thuế đạt 535 tỷ đồng, tăng 54,9% yoy** nguyên nhân chủ yếu đến từ chi phí giá vốn chuyển nhượng dự án thấp (lượng quỹ đất này đã được NLG tích lũy trước đó), mức biên lợi nhuận gộp của việc chuyển nhượng này đạt 54%. Ngoài ra với các mảng hoạt động truyền thống, NLG duy trì được mức sinh lời ổn định.

**Cổ tức năm 2017 dự kiến** chi trả bằng tiền với tỷ lệ 4,14% mệnh giá, còn lại là cổ tức chi trả bằng cổ phiếu với tỷ lệ 11,25%. Năm 2018, NLG đặt kế hoạch chia cổ tức với tỷ lệ 5% tiền mặt và 10% bằng cổ phiếu.

**Kết quả kinh doanh Q1/2018:** Tính đến hết Q1/2018 doanh thu và LNST của NLG đạt 539 tỷ và 32 tỷ, hoàn thành 13,9% và 5,2% kế hoạch đặt ra. Tuy so với kế hoạch đặt ra tỷ lệ hoàn thành trong Q1/2018 chưa cao nhưng so với cùng kỳ doanh thu và LNST tăng rất mạnh lần lượt 110,5% yoy và 50,2% yoy. Hoạt động giao dịch BĐS thường tăng mạnh quý 2, quý 4 trong năm và NLG đang có nguồn cung dự án dồi dào đáp ứng đúng nhu cầu và khả năng của người mua, cho thấy triển vọng tích cực trong năm 2018.

**Một số rủi ro cần lưu ý:**

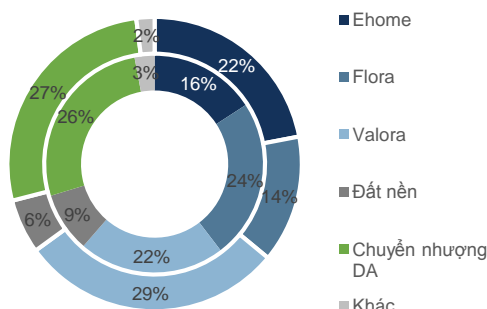
- **Tâm lý người tiêu dùng** hiện tại đang bị tác động vì những lo ngại về công tác phòng cháy chữa cháy tại các chung cư.
- **Các yếu tố vĩ mô** đang có những diễn biến không thuận lợi cho ngành bất động sản nói chung.
- **Rủi ro pha loãng** từ đợt phát hành cổ phiếu theo hình thức đấu giá vào tháng 7/2018 với khoảng 40 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư trong và ngoài nước. Ngoài ra còn lượng trái phiếu trị giá 500 tỷ đồng có kỳ hạn tới đa 4 năm kể từ ngày 15/04/2016, ước tính số lượng chuyển đổi khoảng 21,4 triệu cổ phiếu, tại mức giá khoảng 23.500 đồng/cổ phiếu.

**Nhận định:** EPS trượt 12 tháng (tính đến quý 1/2018) đã điều chỉnh (trừ quỹ khen thưởng, phúc lợi) đạt 3.405 đồng/cổ phiếu và mức P/E trailing khoảng 10,7x (trong khoảng hai năm trở lại đây P/E trailing của NLG luôn dao động quanh mức 10x). Tiềm năng tăng trưởng trong các năm tới của NLG hiện đang phụ thuộc vào tiến độ thực hiện và mức độ hấp thụ của thị trường đối với ba đại dự án **Mizuki, Akari City và Waterpoint**. Ngoài ra, các diễn biến vĩ mô đang có những biến động khó lường, theo chiều hướng không thực sự thuận lợi cho ngành bất động sản nói chung. Kết hợp với những thông tin về rủi ro pha loãng, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu NLG tại thời điểm hiện tại.



## 1. SƠ LƯỢC VỀ DOANH NGHIỆP

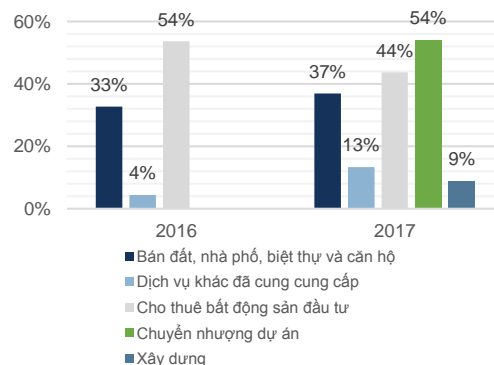
BIỂU ĐỒ 1: Cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm



Vòng trong: Cơ cấu doanh thu năm 2016  
Vòng ngoài: Cơ cấu doanh thu năm 2017

Nguồn: NLG, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 2: Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh



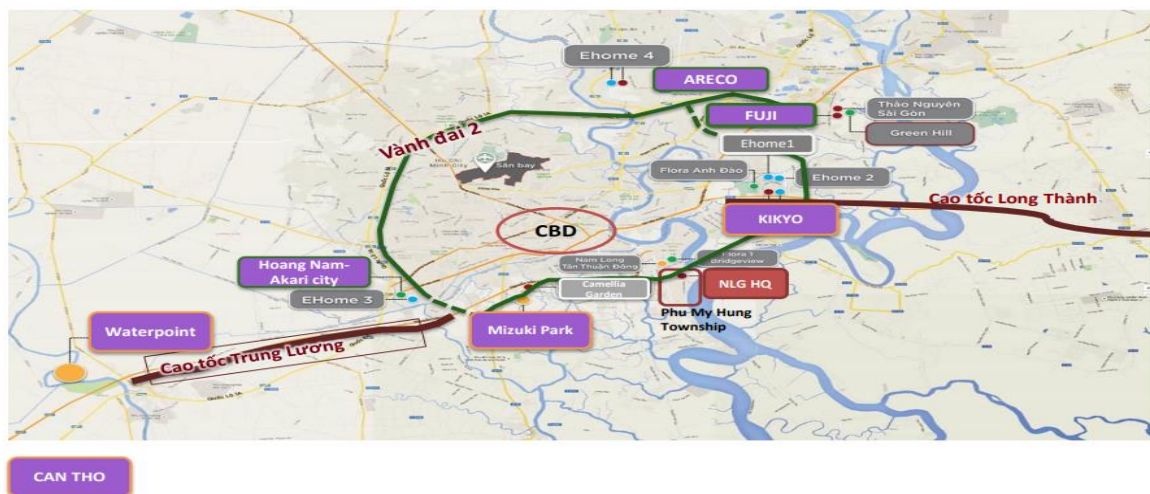
Nguồn: NLG, FPTs Research

Nam Long là một trong những chủ đầu tư có kinh nghiệm lâu đời nhất của thị trường BĐS Việt Nam với 23 năm hình thành và phát triển. Thị trường chính của NLG chủ yếu tập trung tại thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận như Cần Thơ, Long An. NLG đang tìm hiểu thị trường và sẽ mở rộng hoạt động kinh doanh ra các tỉnh phía Bắc như Hà Nội, Hải Phòng... Sản phẩm cốt lõi của NLG bao gồm 3 phân khúc chính là:

- **Ehome** dòng căn hộ dành cho đối tượng thu nhập trung bình và ổn định có mức giá từ 450 triệu/căn đến dưới 1 tỷ đồng/căn.
- **Flora** dòng căn hộ dành cho đối tượng thu nhập trung khá có mức giá bán từ 1,1 tỷ/căn.
- **Valora** là dòng sản phẩm biệt thự/nhà phố cho đối tượng thu nhập cao.

Tầm nhìn đến 2020, NLG sẽ đứng trong top 3 Nhà phát triển đô thị hàng đầu Việt Nam. Chiến lược kinh doanh của NLG phát triển tập trung vào sản phẩm nhà ở vừa túi tiền, sử dụng thiết kế hiệu quả để tối ưu không gian căn hộ và dự án nhằm mang lại cho khách hàng những ngôi nhà “dễ sở hữu” nhất. Các sản phẩm của NLG sẽ nằm trong không gian sống chất lượng và đầy đủ tiện ích, với hệ sinh thái bao gồm: trường học, bệnh viện, dịch vụ - giải trí, khu phức hợp văn phòng... Ưu thế của công ty là lượng quỹ đất lớn, có sự kết nối giao thông thuận lợi vào các khu vực trung tâm (đường Vành đai 2, cao tốc Trung Lương, Long Thành Dầu Giây, Metro...).

BIỂU ĐỒ 3: Vị trí các dự án của Nam Long



Nguồn: NLG, FPTs Research

Các dự án màu xám: đã hoàn thành và đang trong quá trình hoàn tất bàn giao.

Các dự án màu tím viền xanh: Các dự án tiềm năng có diện tích dưới 10ha.

Các dự án màu tím viền cam: Các dự án có diện tích lớn hơn 10ha.

## 2. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG & KẾT QUẢ KINH DOANH 2017

**BẢNG 1: Kết quả kinh doanh năm 2017**

(Tỷ đồng)	2016A	2017A	%Yoy	Các tỷ lệ biên	2016A	2017A
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.534</b>	<b>3.164</b>	<b>24,7%</b>	Tỷ suất lợi nhuận gộp	32,5%	41,0%
<i>Doanh thu bán đất, nhà phố, biệt thự và căn hộ</i>	<i>2.480</i>	<i>2.243</i>	<i>-9,7%</i>	Chi phí bán hàng/Doanh thu	7,5%	6,9%
<i>Doanh thu từ chuyển nhượng dự án</i>		838		Chi phí QLDN/Doanh thu	6,1%	6,2%
<i>Doanh thu từ các dịch vụ khác đã cung cấp</i>	34	64	88,5%	Tỷ suất EBIT/Doanh thu	18,9%	27,9%
<i>Doanh thu từ cho thuê BĐS đầu tư</i>	20	15	-25,5%	Chi phí lãi vay/Doanh thu	0,8%	0,9%
<i>Doanh thu xây dựng</i>		4		Tỷ suất LNST/Doanh thu	19,1%	30,1%
<b>Giá vốn hàng bán</b>	1.711	1.866	9,1%	Tỷ suất LNST*/Doanh thu	15,3%	23,9%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>823</b>	<b>1.295</b>	<b>57,3%</b>			
Chi phí bán hàng	189	219	15,6%			
Chi phí quản lý	154	195	26,7%			
<b>EBIT</b>	<b>480</b>	<b>881</b>	<b>33,8%</b>			
Doanh thu tài chính	26	95	-27,3%			
Chi phí tài chính	28	29	2,6%			
Chi phí lãi vay	20	29				
Lợi nhuận khác	7	6	28,6%			
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>485</b>	<b>953</b>	<b>96,5%</b>			
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>386</b>	<b>756</b>	<b>95,1%</b>			
<b>LNST thuộc về cty mẹ</b>	<b>345</b>	<b>535</b>	<b>55,1%</b>			
<b>EPS (VNĐ/CP)</b>	<b>2.159</b>	<b>3.314</b>	<b>53,5%</b>			

Nguồn: NLG, FPT Research

LNST\*: Lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ

**Doanh thu thuần tăng:** năm 2017 doanh thu thuần của NLG tăng 24,74% yoy, sự tăng trưởng chủ yếu tới từ khoản ghi nhận doanh thu chuyển nhượng dự án khu đô thị Mizuki Park. NLG đã liên kết cùng Hankyu Realty và NishiNippon Railroad nhằm gia tăng nguồn lực để triển khai đại dự án Mizuki Park trên quỹ đất rộng 26,4ha tại huyện Bình Chánh. Theo thỏa thuận NLG đã chuyển nhượng một phần dự án cho công ty cổ phần NNH Mizuki ghi nhận 838 tỷ chiếm 27% doanh thu trong năm 2017.

**Doanh thu từ sản phẩm chiến lược sụt giảm:** doanh số bán đất, nhà phố, biệt thự và căn hộ là 2.240 tỷ, giảm 9,68% yoy, nguyên nhân do sự sụt giảm doanh thu mạnh trong Q1/2017 là -70% yoy và Q3/2017 là -63% yoy. Trong Q1/2017, động thái từ các ngân hàng thương mại nâng lãi suất huy động tiền gửi dài hạn tạo áp lực lên lãi suất cho vay dài hạn đã khiến toàn thị trường bất động sản có một khởi đầu ảm đạm. Đến quý 3 thị trường bất động sản bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng “tháng bảy mưa ngâu”<sup>1</sup> và bản thân Nam Long cũng không có nhiều sản phẩm tung ra thị trường trong quý này khiến cho doanh thu giảm đáng kể, thời điểm bàn giao sản phẩm từ nửa sau của năm 2017 chủ yếu tập trung vào quý 4.

**Tháng 11/2017 NLG hợp tác với Anabuki Housing Service** là đơn vị chuyên nghiệp trong dịch vụ quản lý nhà ở tại Nhật Bản. Hợp tác này giúp Nam Long nâng cao chất lượng chuỗi giá trị sản phẩm cung cấp cho khách hàng (phát triển quỹ đất, xây dựng, quản lý dự án, bán hàng và dịch vụ hậu mãi) góp phần gia tăng thương hiệu và uy tín trên thị trường.

<sup>1</sup> Tháng bảy mưa ngâu: tháng 7 âm lịch trong quan niệm của nhiều người Việt là tháng xui xẻo hay gặp vận hạn đen đủi, kiêng làm những việc lớn như mua nhà, tậu xe, đi xa

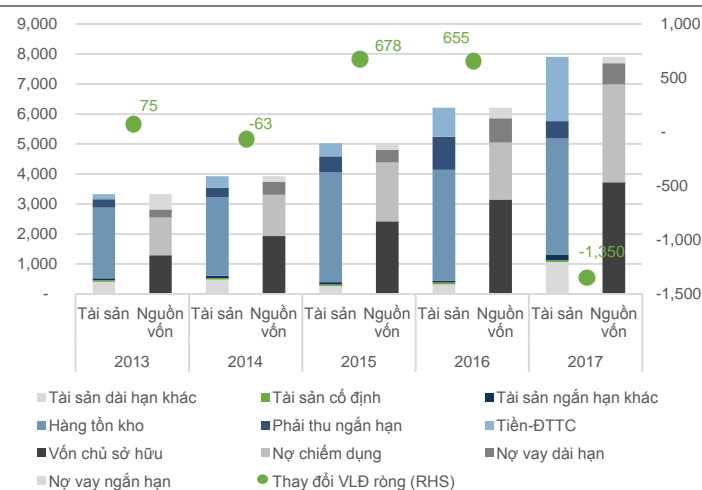
**BẢNG 2: Các công ty con của NLG**

CÔNG TY CON		TỶ LỆ SỞ HỮU
Phát Triển Quỹ Đất Và Văn Phòng & Thương Mại		
Nam Long VCD		90,4%
Nguyễn Sơn		87,3%
Nam Long - Hồng Phát		75,3%
Nam Phan		100,0%
Nam Long PMD		100,0%
Phát Triển Nhà Ở		
Nam Long ADC		97,1%
Kikyo Valora		50,0%
Nguyễn Phúc		50,0%
Thảo Nguyễn		50,0%
Kikyo Flora		50,0%
NLG - NNR -HR Fuji		50,0%
Xây Dựng Và Dịch Vụ		
Nam Khang		100,0%
SGD Nam Long		100,0%
Dịch Vụ Nam Long		100,0%

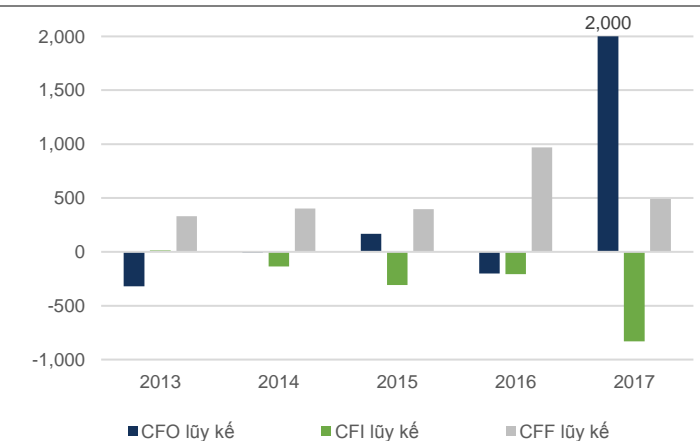
Nguồn: NLG, FPTs Research

**Lợi nhuận sau thuế năm 2017** đạt 756 tỷ đồng tăng 95,1% so với năm 2016. Nguyên nhân của sự tăng trưởng mạnh về lợi nhuận là do trong năm 2017 có thêm 838 tỷ doanh thu chuyển nhượng BĐS chiếm 26% tổng doanh thu, biên lợi nhuận gộp chuyển nhượng này đạt mức 54% (năm 2016 không có doanh thu từ mảng kinh doanh này). Bên cạnh đó, biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi được duy trì ổn định, các chi phí hoạt động cũng được công ty kiểm soát tốt.

Lợi nhuận sau thuế thuộc về công ty mẹ trong năm 2016 chiếm 90% lợi nhuận sau thuế hợp nhất. Tuy nhiên, trong năm 2017 con số này chỉ chiếm 71%, dự báo trong các năm tới tỷ lệ này sẽ tiếp tục giảm. Nguyên nhân là do việc đẩy mạnh hợp tác phát triển các dự án nhà ở (góp vốn thực hiện các dự án dưới dạng đầu tư vào công ty con, tỷ lệ góp vốn chỉ khoảng 50%) với các đối tác nước ngoài, đây cũng là chiến lược phù hợp nhằm gia tăng nguồn lực tạo điều kiện thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận.

**BIỂU ĐỒ 1: Cơ cấu nguồn vốn và tài sản NLG**


Nguồn: NLG, FPTs Research

**BIỂU ĐỒ 2: Tình hình dòng tiền của NLG 2013 -2017**


Nguồn: NLG, FPTs Research

**Cơ cấu tài sản** năm 2017, hàng tồn kho chiếm 49% trên tổng tài sản, tăng nhẹ 5% so với năm 2016. Hàng tồn kho chủ yếu là lượng quỹ đất chưa triển khai dự án (chiếm khoảng 59%), riêng dự án WaterPoint có diện tích 355,1ha tại Long An chiếm 38% tổng hàng tồn kho. Các khoản tăng đột biến trong năm 2017 có tiền và tương đương tiền tăng gấp 2,25 lần so với năm 2016 nhờ dòng CFO



trong năm là rất tốt. Đầu tư vào liên doanh liên kết cũng tăng gần gấp 3,3 lần do trong năm NLG đã góp vốn đầu tư 750 tỷ vào công ty TNHH Mizuki để thực hiện dự án Mizuki Park.

**Cơ cấu nguồn vốn** của NLG với 47% là vốn chủ sở hữu, 12% nợ vay, còn lại là nợ chiếm dụng. Đáng chú ý tại thời điểm 31/12/2017 khoản mục người mua trả tiền trước chiếm 17% trên tổng nguồn vốn tương đương 1.250 tỷ, tăng 92% so với năm 2016. Nguyên nhân do trong năm 2017, NLG đã mở bán nhiều dự án và thu tiền đặt cọc của người mua. Ngoài ra, nợ vay của NLG có khoản trái phiếu chuyển đổi trị giá khoảng 471 tỷ đồng tính đến ngày 31/12/2017 (ngày 15/04/2016 NLG đã phát hành [trái phiếu chuyển đổi trị giá 500 tỷ đồng](#) cho Ibeworth Pte.Ltd, một công ty do Keppel Land Limited nắm giữ 100% vốn chủ sở hữu). Nợ chiếm dụng năm 2017 xuất hiện thêm khoản mục doanh thu chưa thực hiện dài hạn là phần giá trị của khoản lợi nhuận mà nhóm công ty nhận được từ việc chuyển nhượng một phần dự án Nguyên Sơn cho công ty cổ phần TNHH Mizuki theo tỷ lệ sở hữu của nhóm công ty trong liên doanh này trị giá 324 tỷ đồng.

### **Lưu chuyển dòng tiền**

**Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động kinh doanh:** tăng đột biến từ -261 tỷ đồng năm 2016 lên 2.261 tỷ đồng, nguyên nhân do NLG hạch toán giảm 471 tỷ tiền trả trước cho công ty TNHH Hoàng Nam vì hai bên đã hoàn thành xong thủ tục chuyển nhượng quyền sử dụng đất. Ngoài ra NLG cũng tung ra thị trường nhiều dự án trong năm 2017 giúp công ty ghi nhận khoản mục người mua trả tiền trước và doanh thu chưa thực hiện dài hạn tăng đột biến làm tăng các khoản phải trả lên 1.275 tỷ đồng (gấp 47 lần so với cùng kỳ) đóng góp đáng kể vào lượng tăng dòng tiền CFO trong năm.

**Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động đầu tư:** Nam Long tiến hành đầu tư mạnh mẽ hơn trong năm 2017 (-786 tỷ đồng) so với năm 2016 (-45 tỷ đồng). Dòng CFI năm 2017 ghi nhận khoản mục chi đầu tư 750 tỷ góp vốn vào công ty cổ phần TNHH Mizuki.

**Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính:** Trong giai đoạn 2013-2016, NLG liên tục tăng nguồn vốn tài trợ từ cả nguồn VCSH và đi vay (vay ngân hàng và trái phiếu chuyển đổi). Tuy nhiên, với dòng CFO tăng mạnh trong năm 2017 giúp NLG cải thiện được dòng tiền, giảm huy động VCSH và tích cực trả bớt nợ vay, chi trả cổ tức cao trong năm khiến dòng tiền CFF âm trong năm 2017.

## **3. CÁC THÔNG TIN QUAN TRỌNG TẠI ĐHĐCĐ 2018**

**BẢNG 2: Thông qua kế hoạch phân phối lợi nhuận năm 2017 và kế hoạch cho năm 2018**

Đơn vị (tỷ đồng)	Thực hiện 2017		KH2018	
	% LNST	Số tiền (tỷ đồng)	% LNST	Số tiền (tỷ đồng)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>100,0%</b>	<b>535</b>	<b>100,0%</b>	<b>614</b>
<i><u>Phân phối cho</u></i>				
- Quỹ khen thưởng	5,0%	27	<b>4,0%</b>	25
- Quỹ phúc lợi	2,0%	11	1,6%	10
- Thưởng cho HĐQT	1,0%	5	1,0%	6
<b>Lợi nhuận sau khi trích lập</b>	<b>92,0%</b>	<b>492</b>	<b>93,4%</b>	<b>573</b>
Chi trả cổ tức bằng tiền	13,3%	71	15,4%	94
Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu	39,8%	213	30,9%	190
<b>Lợi nhuận giữ lại của năm 2017</b>	<b>38,9%</b>	<b>208</b>	<b>47,1%</b>	<b>289</b>

Nguồn: NLG, FPTs Research

Sau khi trích lập các quỹ từ LNST theo quy định, NLG tiến hành chia cổ tức năm 2017 như sau:

- Cổ tức tạm ứng bằng tiền 2,25% mệnh giá vào Đợt 1 là 35,38 tỷ đồng, đã thực hiện trong tháng 11/2017 (vốn điều lệ tại thời điểm tháng 11/2017: 1.572 tỷ đồng).
- Cổ tức quyết toán bằng tiền 1,89% mệnh giá còn lại là 35,68 tỷ đồng và cổ tức bằng cổ phiếu 11,25%/mệnh giá là 213,2 tỷ đồng sẽ thực hiện trước tháng 08/2018.

Kế hoạch chi trả cổ tức năm 2018 sẽ được thực hiện như sau:

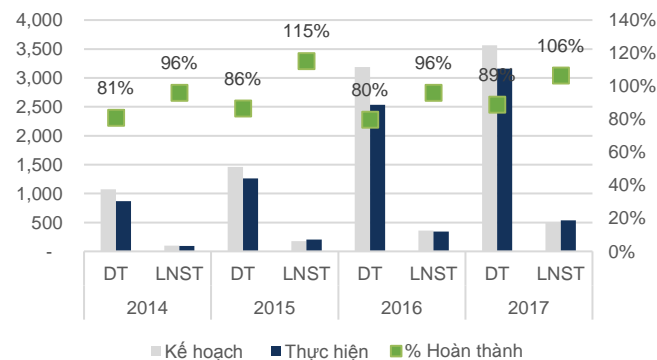
- Tạm ứng cổ tức bằng tiền 2,5% mệnh giá, tương đương 47,17 tỷ, dự kiến thực hiện trong tháng 12 năm 2018.
- Chi cổ tức bằng tiền 2,5% mệnh giá và cổ tức bằng cổ phiếu 10% mệnh giá, dự kiến thực hiện trong quý 2.2019.

**Tăng vốn điều lệ từ 1,557 tỷ lên 1,887 tỷ:** Báo cáo việc chào bán thành công 31.345.281 cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá bán 18.000 đồng/cổ phiếu vào tháng 3/2018 đem về 566 tỷ đồng. Dự kiến lượng cổ phiếu mới này sẽ được giao dịch chính thức trên sàn HOSE vào tháng 6/2018. Số tiền thu được từ việc chào bán sẽ được dùng để đầu tư gia tăng quỹ đất sạch của công ty.

**Phát hành 40 triệu cổ phiếu:** tại ĐHCĐ cũng đã thông qua việc phát hành 40 triệu cổ phần với giá khởi điểm không thấp hơn 120% giá trị sổ sách tương đương 22.300 đồng/cổ phần. Hình thức chào bán là bán đấu giá cho nhà đầu tư cá nhân, tổ chức trong và ngoài nước với mục đích sử dụng vốn mở rộng quỹ đất.

**Tái khởi động dự án khu đô thị Waterpoint:** Ban lãnh đạo của NLG khẳng định sẽ triển khai dự án Waterpoint sau 10 năm tích lũy từ năm 2008 với quy mô 356 ha. Theo BCTC tại ngày 31/03/2018 giá vốn của dự án là 1,504 tỷ tương đương 0,43 triệu/m<sup>2</sup> thấp hơn rất nhiều so với giá trị giao dịch thực tế của các lô đất lân cận (khoảng 9 triệu/m<sup>2</sup>). NLG dự kiến sẽ ký kết hợp tác sơ bộ với nhà đầu tư ngoại đến từ Nhật Bản trong quý 2/2018 và đặt ra kỳ vọng mở bán một phần các khu thương mại trong quý 4/2018.

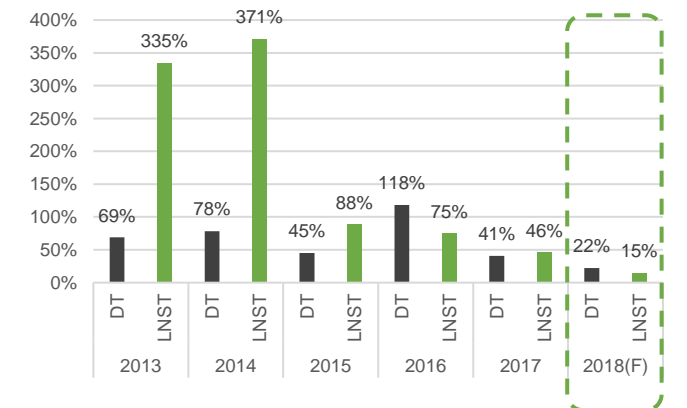
BIỂU ĐỒ 5: Kế hoạch, thực hiện và tỷ lệ hoàn thành DT và LNST



Nguồn: NLG, FPTs Research

LNST: Lợi nhuận sau thuế thuộc về công ty mẹ

BIỂU ĐỒ 6: Kế hoạch tăng trưởng của BLĐ so với năm liền kề



Nguồn: NLG, FPTs Research

\*LNST: Lợi nhuận sau thuế thuộc về công ty mẹ

**Thống kê tỷ lệ hoàn thành kế hoạch của NLG:** BLĐ của NLG thường đặt kế hoạch khá lạc quan và rất ít khi hoàn thành mục tiêu đề ra trong những năm gần đây. Tuy nhiên, xét trong giai đoạn 2014-2017 tỷ lệ hoàn thành kế hoạch luôn duy trì trên mức 80% do đó công ty luôn tăng trưởng cả về doanh thu và lợi nhuận trong 5 năm qua: CAGR<sub>Doanh thu</sub> (2014-2017) là 39.3%; CAGR<sub>LNST\*</sub> (2014-2017) là 73.5%.

**Chi tiết kế hoạch kinh doanh năm 2018 như sau:**
**BẢNG 3: Kế hoạch hoạt động kinh doanh năm 2018**

(tỷ đồng)		Kế hoạch 2018	So với TH 2017
<b>Doanh thu bán hàng &amp; cung cấp dịch vụ</b>		<b>9.096</b>	<b>144%</b>
<b>I.</b>	<b>Doanh số (Hợp đồng mua bán)</b>	<b>7.578</b>	<b>183%</b>
	+ Doanh số bán sản phẩm	6.346	192%
	+ Chuyển nhượng dự án	31.100	152%
	+ BĐS thương mại	73	99%
<b>II.</b>	<b>Doanh số (ký hợp đồng đặt cọc mới)</b>	<b>1.518</b>	<b>69%</b>
<b>III.</b>	<b>Doanh thu hợp nhất</b>	<b>3.855</b>	<b>122%</b>
<b>LNST của cổ đông công ty mẹ</b>		<b>614</b>	<b>115%</b>

Nguồn: NLG, FPTs Research

Với những dự án đã triển khai và khả năng triển khai các dự án tồn kho chúng tôi nhận định rằng kế hoạch năm 2018 BLĐ đặt ra là phù hợp và khả năng hoàn thành kế hoạch của NLG trong năm 2018 là khả quan vì những nguyên nhân sau đây:

**Tiến độ triển khai dự án:** doanh thu các dự án bán đất, căn hộ nhà phố, biệt thự nằm trong kế hoạch bàn giao sản phẩm trong năm 2018 của NLG cho tới thời điểm hết quý 1/2018 đều đang được triển khai đúng tiến độ. Bên cạnh đó, theo báo cáo tài chính hợp nhất ngày 31/12/2017, NLG có 1.249 tỷ đồng (tương đương 33% doanh thu kế hoạch) tiền người mua trả tiền trước ngắn hạn, đây là khoản tiền khách hàng ứng trước<sup>2</sup> cho nhu cầu mua sản phẩm. Chúng tôi đánh giá cao khả năng hoàn thành kế hoạch của công ty.

**BẢNG 4 : Các dự án đã triển khai**

STT	Dự án	Sản phẩm	Tiến độ bàn giao	SL sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu của NLG	Giá trị dự án ước tính
1	Kikyo Resident	Flora Kikyo	Từ quý 3.2018->2019	234	50%	317.800.000.000
2		Ehomes Kikyo	Từ 12/2018->2019	475	100%	862.600.000.000
			Từ 12/2017->2019	765	100%	
3	Fuji Resident	Valora Kikyo	Từ 12/2017->2019	110	50%	817.200.000.000
4		Valora Fuji	Từ 12/2017->2018	84	50%	567.500.000.000
5		Flora Fuji	Từ 12/2017->2018	789	50%	953.400.000.000
6	Mizuki	Valora island	Từ quý 3.2018->2019	44	50%	295.100.000.000
		Ehomes NSG	Từ quý 1.2019	1,678	87%	1.135.000.000.000
		<b>Mizuki Flora</b>	<b>Từ quý 2.2019</b>	<b>3,959</b>	<b>50%</b>	<b>10.782.500.000.000</b>
		<b>Mizuki Valora</b>	<b>Từ quý 3.2019</b>	<b>170</b>	<b>50%</b>	
7	Dalia Garden	Land lot	Từ quý 1/2017->2018	606	75%	522.100.000.000

Nguồn: NLG, FPTs Research

- Ehome: dòng căn hộ dành cho đối tượng thu nhập trung bình và ổn định có mức giá từ 450 triệu/căn đến dưới 1 tỷ đồng/căn.
- Flora: dòng căn hộ dành cho đối tượng thu nhập trung khá có mức giá bán từ 1,1 tỷ/căn.
- Valora: là dòng sản phẩm biệt thự/nhà phố cho đối tượng thu nhập cao.
- Dự án Mizuki Flora và Valora được kỳ vọng là hai dự án đem lại sự tăng trưởng cho NLG.

<sup>2</sup> tiền khách hàng ứng trước: Kể từ khi đủ điều kiện chào bán, NLG bắt đầu tiến hành thu tiền mua nhà theo tiến độ hoàn thành công trình. Khách hàng sẽ đóng khoảng 10-30% tổng giá trị sản phẩm cho mỗi thời điểm của quá trình hoàn thành dự án. Thời gian kể từ khi chào bán đến khi hoàn thành công trình của NLG thường dưới 12 tháng.

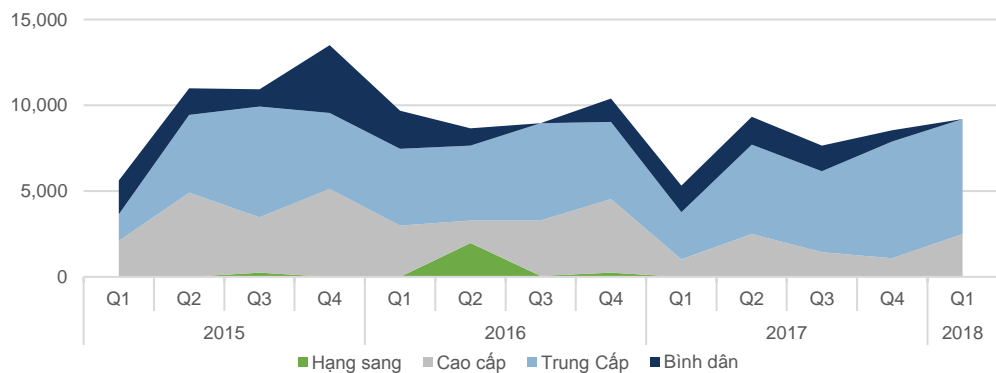
**Nhu cầu mua nhà tăng:** tốc độ tăng dân số cơ học của Tp.HCM khoảng 2,5%/năm (250.000 người/năm chủ yếu ở lứa tuổi lao động) dẫn đến áp lực dân số. Theo cục thống kê Tp.HCM năm 2016 dân số hiện tại là 8,6 triệu người, nhưng số người thường xuyên sinh sống và làm việc trên địa bàn TP khoảng 13 triệu người trong khi đó đồ án quy hoạch chung xây dựng Tp.HCM đến năm 2025 đã được Chính phủ phê duyệt chỉ dựa trên mức dân số là 10 triệu người. Thói quen ở chung của một hộ gia đình gồm nhiều thế hệ đã thay đổi dẫn đến nhu cầu ở riêng của những người nằm trong độ tuổi lao động (chiếm 50,9% dân số tại Tp.HCM theo số liệu năm 2016) gia tăng.

Chúng tôi nhận định nhu cầu của nhóm “first home buyer”<sup>3</sup> hiện đang rất cao, việc thực hiện quyết định tham gia giao dịch BĐS của nhóm này phụ thuộc nhiều vào các sản phẩm vừa túi tiền và chính sách hỗ trợ của nhà nước.

**Sức mua của người tiêu dùng được cải thiện:** theo báo cáo ngày 30.03.2018 của [Nielsen](#), các chỉ số liên quan đến triển vọng về việc làm của người tiêu dùng, khả năng tài chính cá nhân cũng như mức độ sẵn sàng chi tiêu của người tiêu dùng đều tăng tích cực hơn so với các năm trước.

**Khả năng hấp thụ sản phẩm ở phân khúc bình dân:** Số lượng căn hộ/nhà ở xã hội mở bán mới trên thị trường trong vài năm trở lại đây là khá ít so với các phân khúc còn lại, tính đến Q1/2018 không có dự án ở phân khúc này chào bán theo số liệu của CBRE. Trong khi đó NLG là công ty BĐS có uy tín với thương hiệu Ehome – sản phẩm thuộc phân khúc bình dân. Vì vậy, khi 849 tỷ đồng sản phẩm Ehome được tung ra thị trường trong năm 2018 khả năng rất cao là sẽ được bán hết.

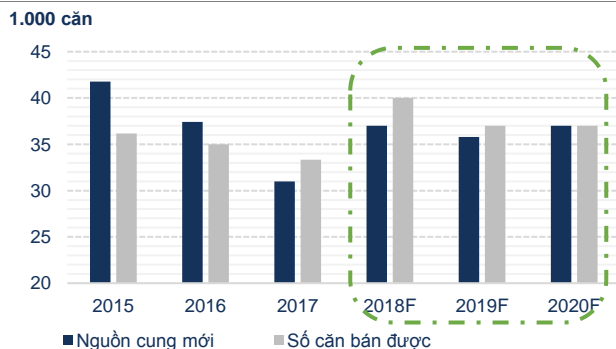
Biểu đồ 7 : Số căn hộ mở bán mới tại Tp.HCM



Nguồn: CBRE, FPTs Research

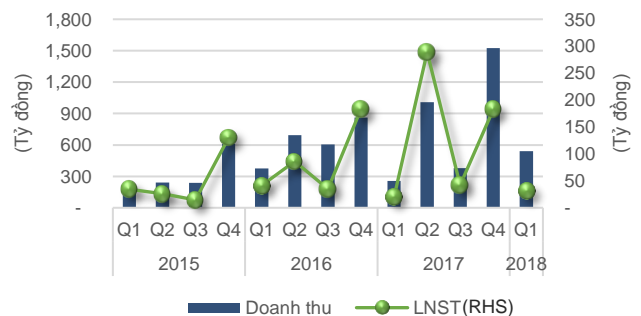
**Khả năng hấp thụ sản phẩm ở phân khúc trung cấp:** theo số liệu của CBRE tại TP.HCM trong 5 năm trở lại đây, năm 2017 là năm đầu tiên có số lượng căn hộ bán được nhiều hơn số lượng chào bán mới trong đó có 20.200 căn bán được nằm ở phân khúc trung cấp. Năm 2018, khả năng hấp thụ phân khúc trung cấp sẽ tiếp tục tăng trưởng 20% so với năm 2017 đạt khoảng 40.000 căn.

BIỂU ĐỒ 8: Triển vọng số căn mở bán mới và doanh số



Nguồn: CBRE, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 9: Kết quả kinh doanh của NLG giai đoạn 2015-Q1.2018



Nguồn: NLG, FPTs Research

<sup>3</sup> First home buyer: là người đi mua nhà lần đầu tiên.



**Kết quả kinh doanh quý 1/2018:** Tính đến hết quý 1/2018 doanh thu và LNST của NLG đạt 539 tỷ và 32 tỷ, hoàn thành 13,9% và 5,2% kế hoạch đặt ra. Tuy so với kế hoạch đặt ra tỷ lệ hoàn thành trong quý 1/2018 không cao nhưng so với cùng kỳ doanh thu và LNST tăng lần lượt 110,5% yoy và 50,2% yoy do hoạt động giao dịch BĐS thường tăng mạnh vào quý 2 và quý 4, cho thấy triển vọng khá tốt trong năm 2018.

**BẢNG 5 : Các dự án triển khai trong năm 2018**

STT	Tên đại dự án	Sản phẩm	Thời gian dự án	SL sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu <sup>(*)</sup>	Giá trị dự án ước tính
1	Akari City	Flora/Ehome	2018-2024	4,617	100%	9.897.200.000.000
2	Areco	Flora	2018-2019	518	100%	976.100.000.000
3	Waterpoint	Khu dân cư	2018-2024	-	100%	20.430.000.000.000
4	Nam Long 2	Lô đất	2018-2021	1,200	100%	1.816.000.000.000

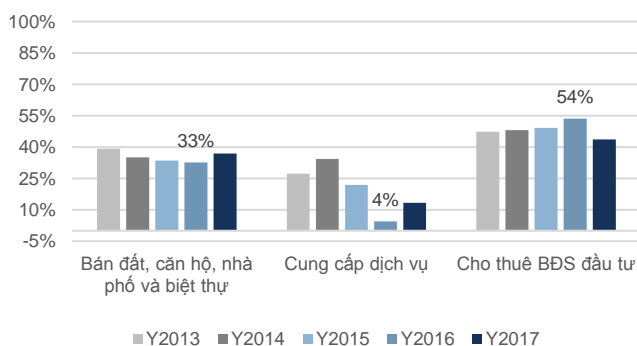
Nguồn: NLG, FPT Research

Tỷ lệ sở hữu<sup>(\*)</sup>: tính đến 31/12/2017

**Thành lập liên doanh triển khai dự án:** Ngoài các dự án đã triển khai và sẽ bàn giao trong năm 2018, NLG sẽ triển khai thêm 4 dự án lớn tạo động lực tăng trưởng cho những năm sắp tới. Các liên doanh giữa NLG và đối tác nước ngoài sẽ được thành lập ngay trong năm nay nhằm gia tăng nguồn lực triển khai nhanh nhất các đại dự án tồn kho. Cụ thể ngày 20/04/2018 hai nhà đầu tư Nhật Bản và Nam Long cùng góp vốn theo tỷ lệ 50% - 50% để thực hiện dự án **Akari City** với tổng vốn đầu tư khoảng 7.676 tỷ đồng. Dự án **Waterpoint** trị giá hơn 20.000 tỷ cũng sẽ được ký kết hợp tác sơ bộ với nhà đầu tư ngoại trong Q2/2018. Nếu các thỏa thuận hợp tác với đối tác chiến lược diễn ra đúng kế hoạch NLG sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ chuyển nhượng một phần dự án<sup>4</sup> trong năm 2019 dựa trên cơ sở định giá và tỷ lệ góp vốn của hai bên.

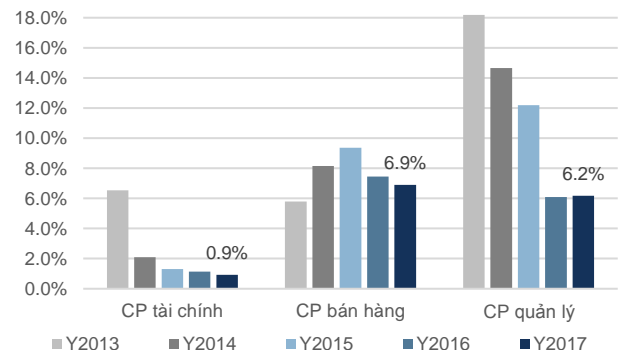
**Kiểm soát tốt chi phí:** Thống kê đối với mảng kinh doanh cốt lõi của NLG là bán đất, căn hộ, nhà phố và biệt thự (chiếm khoảng 70% cơ cấu doanh thu) cho thấy chi phí giá vốn có sự ổn định trong giai đoạn từ 2013-2017. Các chi phí khác cũng được kiểm soát tốt hơn qua các năm, tỷ lệ chi phí quản lý và bán hàng so với doanh thu đang có xu hướng giảm hoặc đi ngang. Cơ cấu sử dụng nguồn vốn của công ty đa dạng và hiệu quả hơn khiến tỷ lệ chi phí tài chính/doanh thu đang có xu hướng giảm.

**BIỂU ĐỒ 10: Biên lợi nhuận gộp của NLG tại các sản phẩm**



Nguồn: CBRE, FPT Research

**BIỂU ĐỒ 11: Tỷ lệ biên Chi phí hoạt động – tài chính của NLG**



Nguồn: NLG, FPT Research

**Doanh thu và lợi nhuận ước tính:** Tổng hợp các yếu tố đã nêu trên chúng tôi ước tính doanh thu năm 2018 là 3.956 tỷ và lợi nhuận là 642 tỷ tương ứng với mức độ tăng trưởng cùng kỳ là 25% yoy, 20% yoy và lần lượt vượt 2,6% và 4,6% so với kế hoạch đã đặt ra.

<sup>4</sup> chuyển nhượng một phần dự án: là hình thức hợp tác của NLG và đối tác nước ngoài để cùng triển khai các dự án. NLG sẽ bán một phần dự án cho đối tác, sau đó hai bên cùng góp vốn vào một công ty liên doanh thực hiện dự án.

## ĐÁNH GIÁ VÀ NHẬN ĐỊNH

### Trong ngắn hạn

NLG là công ty bất động sản chuyên cung cấp các sản phẩm thuộc phân khúc trung cấp và bình dân nhưng được tích hợp các tiện ích trong môi trường khu đô thị. So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, NLG hầu như chưa bị cạnh tranh tại phân khúc phát triển dự án theo mô hình khu đô thị. Kết hợp với sự uy tín về chất lượng của Nam Long chúng tôi nhận định trong ngắn hạn hoạt động kinh doanh của công ty là **KHẢ QUAN**. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần theo dõi tác động của tâm lý lo ngại về công tác phòng cháy chữa cháy tại các chung cư, đặc biệt sau thảm họa chung cư Carina Plaza đến hoạt động kinh doanh của những nhà phát triển căn hộ nói chung và Nam Long nói riêng.

### Trung và dài hạn

Trong trung và dài hạn của ngành bất động sản, chúng tôi đánh giá NLG là công ty có ưu thế tốt nhất tại phân khúc phát triển dự án theo mô hình khu đô thị bao gồm ưu thế về lượng quỹ đất, vị trí dự án, năng lực triển khai dự án và uy tín thương hiệu. Tuy nhiên bất động sản là ngành có chu kỳ và phụ thuộc nhiều vào các yếu tố vĩ mô nên nhà đầu tư cần theo dõi đối với hoạt động kinh doanh của công ty theo tình hình chuyển động chung của toàn ngành bất động sản.

**BẢNG 6 : So sánh NLG với các doanh nghiệp tương đồng về kinh doanh bất động sản**

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 2017 (tỷ đồng)	LNST 2017 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LN HĐKD 3 năm	Biên lợi nhuận gộp bình quân 3 năm	ROE bình quân 3 năm	D/E bình quân 3 năm	P/E trailing
DXG	9.927	2.882	751	74,8%	49,7%	27,9%	0,9	12,4
TDH	1.208	1.843	131	78,3%	15,8%	6,9%	0,7	9,9
SCR	2.766	1.841	229	31,8%	30,6%	6,5%	1,2	10,7
<b>Bình quân</b>	<b>4.634</b>	<b>2.189</b>	<b>370</b>	<b>61,6%</b>	<b>32,0%</b>	<b>13,5%</b>	<b>0,9</b>	<b>11,0</b>
<b>Trung vị</b>	<b>2.766</b>	<b>1.843</b>	<b>229</b>	<b>74,8%</b>	<b>30,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>0,9</b>	<b>10,7</b>
<b>NLG</b>	<b>6.132</b>	<b>3.165</b>	<b>756</b>	<b>82,6%</b>	<b>35,5%</b>	<b>15,6%</b>	<b>1,1</b>	<b>10,7</b>
So sánh với nhóm	1,3	1,4	2,0	1,3	1,1	1,2	1,1	1,0

Nguồn: FPTs Research

Nhóm các doanh nghiệp so sánh đều có hoạt động kinh doanh phát triển dự án bất động sản tại TP.HCM. Tuy nhiên, các chỉ số được so sánh của DXG luôn ở mức cao so với các doanh nghiệp còn lại đặc biệt là mức biên lợi nhuận gộp bình quân 3 năm đạt 49,68%. Cơ cấu doanh thu của DXG cho thấy sự đa dạng và kết hợp hiệu quả giữa các mảng hoạt động, doanh thu từ dịch vụ môi giới ổn định chiếm khoảng 33% (biên lợi nhuận gộp là 73%), phát triển BĐS chiếm khoảng 58% doanh thu (biên lợi nhuận gộp khoảng 35,3%), doanh thu khác chiếm khoảng 9%. Dịch vụ môi giới đứng “top” đầu trên thị trường BĐS kết hợp với hoạt động phát triển các dự án giúp DXG làm chủ quá trình, từ tạo ra sản phẩm đến việc đưa đến tay người mua. Các chỉ số về khả năng sinh lời của doanh nghiệp này cũng vượt trội các doanh nghiệp còn lại trong nhóm, hiện DXG đang được thị trường đánh giá mức P/E trailing cao hơn các doanh nghiệp còn lại.

NLG là doanh nghiệp có tỷ trọng doanh thu về phát triển dự án bất động sản cao hơn so với DXG, TDH, SCR, doanh thu từ các dịch vụ khác chỉ chiếm khoảng 2,6%. Từ năm 2017, hoạt động chuyển nhượng dự án của NLG có mức rủi ro thấp hơn khi tận dụng được nguồn lực từ các đối tác ngoại so với việc phải sử dụng nợ vay hay các nguồn vốn khác. Hiện NLG có EPS trượt 12 tháng (tính đến quý 1/2018) đã điều chỉnh (trừ quỹ khen thưởng, phúc lợi) đạt 3.405 đồng/cổ phiếu và mức P/E trailing khoảng 10,7x gần bằng mức P/E trailing trung bình của nhóm doanh nghiệp so sánh và P/E trailing của NLG cũng dao động quanh mức 10x trong khoảng hai năm trở lại đây.

Bên cạnh đó, tiềm năng tăng trưởng trong năm 2018 và các năm tới của NLG hiện đang phụ thuộc nhiều vào tiến độ thực hiện và thời gian chào bán của hai đại dự án Akari City và Waterpoint. Ngoài ra, các diễn biến vĩ mô đang có những biến động khó lường, theo chiều hướng không thực sự thuận lợi cho ngành bất động sản (xem chi tiết rủi ro từ các yếu tố vĩ mô phía dưới). Kết hợp với những thông tin về rủi ro pha loãng của cổ phiếu, chúng tôi nhận định cần **THEO DÕI** đối với cổ phiếu NLG.

### Rủi ro pha loãng

Rủi ro pha loãng đến từ trái phiếu chuyển đổi trị giá 500 tỷ đồng có kỳ hạn tối đa 4 năm kể từ ngày 15/04/2016. Trái phiếu sẽ được chuyển đổi sang cổ phiếu theo quyết định của trái chủ, ước tính số lượng cổ phiếu chuyển đổi là 21,3 triệu cổ phiếu tại mức giá 23.500 đồng/cổ phiếu trong khi giá chốt phiên ngày 08/05/2018 là 35.000 đồng/cổ phiếu. Ngoài ra, khoảng 40 triệu cổ phiếu (tương đương 21,2% số lượng cổ phiếu đang lưu hành – 188,7 triệu cổ phiếu) sẽ được phát hành với hình thức đấu giá, mức giá khởi điểm là 22.300 đồng/cổ phiếu, mức giá này cũng sẽ được điều chỉnh cho phù hợp với các yếu tố làm pha loãng giá trị cổ phiếu trong thời gian trái phiếu chưa chuyển đổi, đối tượng bao gồm các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

Với số tiền huy động được qua hai lần phát hành trong năm 2018 ước tính khoảng 1.457 tỷ đồng, NLG sẽ bổ sung lượng vốn cần thiết để thực hiện các dự án chiến lược, tạo “bước đệm” cho sự tăng trưởng trong các năm tới. Nhà đầu tư cần theo dõi hiệu quả sử dụng vốn tại các dự án sắp triển khai.

### Rủi ro đến từ diễn biến của các yếu tố vĩ mô:

Theo số liệu của ủy ban giám sát tài chính quốc gia: Q1/2018, tín dụng trung và dài hạn tăng 4,3% yoy, chiếm 53,2% (cuối năm 2017 là 52,8%) tổng mức tăng trưởng. Thị trường bất động sản đã tăng trưởng trở lại từ năm 2015 kéo dài cho đến hiện nay kết hợp với dấu hiệu về tín dụng trung dài hạn tiếp tục tăng trưởng cho thấy dòng tiền vẫn đang không ngừng chảy vào thị trường BĐS. Điều này đặt ra rủi ro về khả năng xuất hiện “bong bóng” trên thị trường.

Lãi suất cho vay BĐS tăng: Theo số liệu tại một số NHTM chúng tôi nhận thấy lãi suất đối với các khoản vay mua nhà đã tăng khoảng 10% so với thời điểm cuối năm 2017 (lãi suất cho vay BĐS hiện đang dao động ở mức 11%).

Ngân hàng nhà nước (NHNN) siết chặt cho vay BĐS: NHNN thông qua [thông tư 19/2017/TT-NHNN](#) đưa ra quy định nhằm điều chỉnh hệ số rủi ro các khoản vay kinh doanh BĐS tăng từ 150% lên 200% nhằm đảm bảo an toàn cho các tổ chức tín dụng. Tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn sẽ được điều chỉnh xuống 45% trong năm 2018 và 40% trong năm 2019.

Chúng tôi cho rằng các yếu tố trên kết hợp với dự báo của CBRE về giá BĐS tại các phân khúc có xu hướng tăng trong các năm tới sẽ làm **giảm thanh khoản** của thị trường bất động sản trong trung hạn.

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 18 cổ phiếu NLG và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Trụ sở chính**

Số 52 đường Lạc Long Quân,  
Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng  
Gấm, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt  
Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, P. Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà  
Nẵng  
ĐT: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888