

## CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ NAM LONG - NLG

### CÔNG PHƯƠNG TIỆN ĐẦU TƯ DÀI HẠN, NHƯNG GIÁ CAO TRONG NGẮN HẠN

Thông tin cổ phiếu	Ngày 16/04/2013
Mã chứng khoán	NLG
Ngành	Bất động sản
ICB code	8633
Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá ngày 16/04/2013 (VND)	16.700
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.564,4
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	93.677.564
P/E trailing (thị trường)	65
P/B trailing (thị trường)	1,3

- Nam Long là thương hiệu nổi tiếng trên thị trường BĐS Tp.HCM và các tỉnh lân cận, đặc biệt đối với dòng căn hộ bình dân Ehome. Sự tham gia của ba cổ đông chiến lược là ASPL (thuộc tập đoàn BĐS Malaysia IREKA), Nam Viet Ltd (100% vốn của tập đoàn tài chính Goldman Sachs) và quỹ đầu tư VAF của MeKong Capital đã mở ra những cơ hội phát triển rất lớn cho công ty.
- Phát triển quỹ đất và phát triển đô thị sống được định hướng như một mũi nhọn quan trọng trong chiến lược phát triển của công ty. Nam Long hiện đang có quyền sử dụng đất quy mô tổng cộng 567 ha, đây là tiềm lực mang đến cơ hội phát triển rất lớn cho công ty.
- CTCP Đầu tư Nam Long công bố KQKD cả năm 2012 kiểm toán, trong đó hầu hết các chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận đều đạt mức tăng trưởng thấp so với cùng kỳ năm 2011. Cụ thể DTT đạt 461,7 tỷ đồng (-37,1% y-o-y), hoàn thành 98% KH năm và LNST đạt 30,5 tỷ đồng (-77,7% y-o-y), hoàn thành 57% KH năm.
- Trong giai đoạn hiện nay, đa số công ty BĐS đều gặp khó khăn ở các khía cạnh như tồn kho lớn, nợ nhiều, thiếu vốn lưu động và doanh thu giảm mạnh, NLG không phải là ngoại lệ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NLG không gặp những rủi ro có thể đe dọa đến hoạt động SXKD hay thậm chí đến sự tồn tại của công ty như một số công ty BĐS khác đang niêm yết. Do đó, xét từ góc độ đầu tư dài hạn, NLG là công ty có nhiều tiềm năng phát triển.
- EPS 2013 được dự báo ở mức thấp, dưới 1.000 đồng/cp bởi công ty đã phát hành cổ phiếu với tỷ lệ lớn trong năm 2012, khiến EPS bị pha loãng hơn 50% và đẩy P/E forward lên mức khá cao khoảng 19 lần, trong khi ROA, ROE liên tục giảm từ năm 2009 và lợi nhuận khó tăng trưởng.
- Trong tình hình khó khăn hiện nay, việc sử dụng phương pháp P/E không có nhiều ý nghĩa đối với nhóm ngành BĐS. Chúng tôi cũng không đồng thuận với nhận định này nếu so sánh cơ hội đầu tư ở nhiều cổ phiếu khác. Chuyển sang định giá theo P/B thì chúng tôi cho rằng mức giá NLG vẫn khá cao. So với các công ty đầu tư BĐS ở khu vực miền Nam có quy mô tương đương NLG hay có mô hình hoạt động tương tự thì các cổ phiếu này có chỉ số P/B <1, trong khi P/B của NLG hiện là 1,3 lần. Tổng hợp lại những nhận định nói trên, chúng tôi khuyến nghị theo dõi NLG trong các phiên GD tới. Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý hiện tại của NLG sẽ ở dưới 15.000 đồng/cp.

Chỉ tiêu tài chính	2009	2010	2011	2012
TTS (tỷ đồng)	2.330,0	2.470,3	2.894,7	3.069,8
VCSH (tỷ đồng)	895,9	1.189,8	1.229,6	1.272,7
VĐL (tỷ đồng)	255,1	410,5	615,7	955,1
Tổng DT (tỷ đồng)	630,6	839,8	734,0	461,7
LNST (tỷ đồng)	226,9	245,9	193,3	59,6
LNST (tỷ đồng)	189,4	181,7	137,2	30,5
Nợ/TTS (%)	52,9%	44,6%	47,7%	49,3%
Tỉ suất LN gộp (%)	47,6%	41,6%	37,4%	43,7%
Tỉ suất LN ròng (%)	30,0%	21,6%	18,7%	6,6%
ROA (%)	8,1%	7,4%	4,7%	1,0%
ROE (%)	21,1%	15,3%	11,2%	2,4%
BV (đồng/cp)	35.124	28.985	19.970	13.325
EPS (đồng/cp)	4.170	3.125	1.772	257

#### Báo cáo bao gồm:

Thông tin doanh nghiệp: Trang 2

Những nét chính về tình hình hoạt động của doanh nghiệp: Trang 4

Kết quả sản xuất kinh doanh 2012: Trang 5

Phân tích SWOT: Trang 10

Triển vọng doanh nghiệp: Trang 10

Định giá và Khuyến nghị: Trang 11

Phụ lục: Trang 12

#### Lý Hoàng Anh Thi

+84 8 3820 8116 (ext. 504)

[lhathi@vcbs.com.vn](mailto:lhathi@vcbs.com.vn)

#### Xem cam kết và điều khoản sử dụng tại trang

[www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành và phát triển

Năm 1992: Công ty TNHH Xây dựng Nam Long được thành lập với số vốn ban đầu 700 triệu đồng.

Năm 2005: Công ty TNHH Xây dựng Nam Long chính thức chuyển thành Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long, với vốn điều lệ tăng lên 55 tỷ đồng, gấp 78 lần so với lúc mới thành lập.

Năm 2008: Đánh dấu sự hội nhập và tầm mức phát triển trong thời kỳ mới, Nam Long tiếp nhận sự cộng lực sức mạnh phát triển của hai cổ đông chiến lược là Công ty Nam Việt (100% vốn của Goldman Sachs) và quỹ ASPL (thuộc tập đoàn Ireka – Malaysia).

Năm 2010: Nam Long ký kết hợp tác cùng cổ đông chiến lược thứ ba là quỹ VAF (Vietnam Azalea Fund) do tập đoàn Mekong Capital quản lý.

Tháng 10/2012, Nam Long tăng vốn điều lệ lên 955 tỷ đồng và quyết định niêm yết cổ phiếu trên Sở GDCK Tp.HCM, mã NLG.

### Quá trình huy động vốn

Thời điểm	Vốn tăng thêm (tỷ đồng)	Nguồn tăng	VĐL mới (tỷ đồng)
Năm 2005		Vốn thành lập công ty cổ phần	55,0
T1/2007	116,0	Phát hành cho cổ đông hiện hữu	171,0
T7/2008	70,0	Phát hành riêng lẻ cho NĐT chiến lược	241,0
T5/2009	14,1	Phát hành cho CBCNV	255,1
T1/2010	127,5	Phát hành cổ phiếu thưởng cho CĐ hiện hữu	382,6
T5/2010	27,9	Phát hành riêng lẻ cho NĐT chiến lược	410,5
T11/2011	205,2	Phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu	615,7
T8/2012	21,3	Phát hành cho CBCNV và trả cổ tức bằng cổ phiếu	637,0
T9/2012	318,1	Phát hành cổ phiếu thưởng cho CĐHH	955,1

Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

Kể từ khi thành lập đến nay, Nam Long đã nhiều lần tăng vốn thành công qua các hình thức phát hành cho cổ đông hiện hữu, phát hành cổ phiếu ESOP và phát hành cổ phiếu thưởng. Trong đợt tăng vốn gần nhất là T10/2012, NLG đã phát hành cổ phiếu thưởng, tỷ lệ 100:49,929. Hiện tại, VĐL của NLG là 955,1 tỷ đồng.

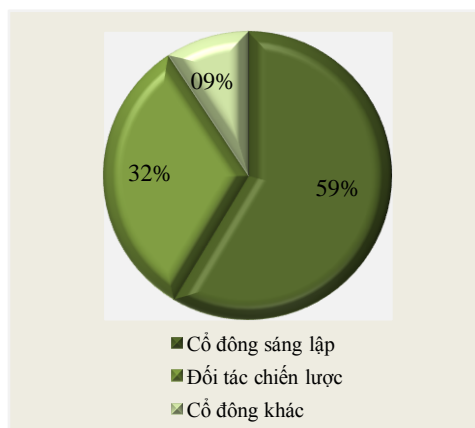
### Lĩnh vực hoạt động

- (1) Hoạt động bán dự án và căn hộ: công ty chú trọng vào hai mảng chính là phát triển quỹ đất sạch và cơ sở hạ tầng đô thị song song với phát triển các dự án về nhà ở như căn hộ, biệt thự, nhà phố.
- (2) Hoạt động xây dựng: thi công xây dựng hạ tầng khu đô thị, khu dân cư và thi công xây dựng nhà ở mang thương hiệu nhà Nam Long.
- (3) Hoạt động cho thuê bất động sản đầu tư: thông qua việc cho thuê cao ốc văn phòng, trung tâm thương mại và dịch vụ mà Nam Long Group hiện đang sở hữu.
- (4) Cung cấp dịch vụ gồm giao dịch mua bán, chuyển nhượng, thuê mua, môi giới, tư vấn bất động sản.
- (5) Các hoạt động khác.

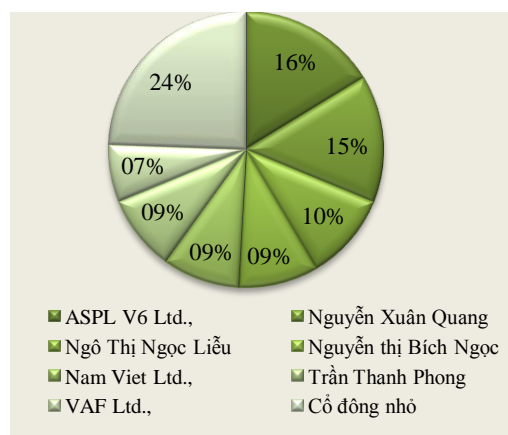
### Thông tin cổ đông

Các cổ đông lớn nắm tổng cộng 75,55% cổ phần, tương đương 72,17 triệu cổ phiếu NLG

Cơ cấu cổ đông tính đến 03/01/2013



Tỷ trọng nắm giữ cổ phần của cổ đông chiến lược



Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

Cấu trúc công ty

Tại thời điểm 30/09/2012, các công ty con và công ty liên kết của Nam Long Group bao gồm:

Tên công ty	Ngành nghề kinh doanh	Vốn ĐL (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu
<b>Công ty con</b>			
CTCP Nam Long DC	Xây dựng và bất động sản	71	51%
CTCP Dịch vụ Nam Long	Dịch vụ và xây lắp	2	71%
CTCP Nam Long - Hồng Phát	Xây dựng và bất động sản	60	75%
CT TNHH Xây dựng Thương mại Nguyên Sơn	Phát triển quỹ đất, xây dựng	135	72%
CTCP Nam Long ADC	Xây dựng và bất động sản	300	56%
CT TNHH Sàn giao dịch BDS Nam Long	Kinh doanh dịch vụ bất động sản	6	70%
CT TNHH Nam Long – Mipha	Xây dựng và bất động sản	36	60%
CTCP Đầu tư Nam Khang	Xây dựng và bất động sản	116	55%
CTCP Nam Long VCD	Xây dựng và bất động sản	650	89%
CT TNHH KD Vật liệu Xây dựng Nam Khang	Kinh doanh thương mại	6	66%
CT CP Tư vấn Thiết kế & Xây dựng Nam Viên	Dịch vụ	400	81%
<b>Công ty liên doanh – liên kết</b>			
CT TNHH Phát triển Gamuda-Nam Long	Bất động sản	142,8	30%
CT TNHH ASPL-PLB Nam Long	Xây dựng và bất động sản	299,5	45%

Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

Vị thế công ty

Với gần 20 năm phát triển, Nam Long đã trở thành thương hiệu nổi tiếng trên thị trường với các sản phẩm đa dạng đáp ứng nhu cầu của các phân khúc thị trường, nhất là dòng căn hộ bình dân Ehome. Tiếp nối thành công của Ehome Đông Sài Gòn 1 và 2, công ty tiếp tục các dòng sản phẩm Ehome 3 Tây Sài Gòn và Ehome 4 Bắc Sài Gòn dành cho người cho thu nhập trung bình với mức giá hợp lý. Đây là các căn hộ có diện tích khoảng vừa phải từ 40-60 m2, mức giá bán vào khoảng 500 triệu đến 1,2 tỷ đồng, hợp với túi tiền của đa số người dân ở Tp.HCM.

Với bề dày kinh nghiệm và bộ máy gồm 11 công ty con và 3 công ty liên kết, Nam Long đã xây dựng một hệ thống các công ty hỗ trợ nhằm thực hiện một phần hoặc toàn bộ các công việc đáp ứng nhu cầu của chuỗi giá trị chính, nhờ đó có thể đưa ra những sản phẩm có chất lượng tốt và giá thật cạnh tranh trên thị trường. Ngoài ra, với sự tham gia của ba cổ đông chiến lược là ASPL thuộc tập đoàn bất động sản hàng đầu Malaysia IREKA, Nam Viet Ltd (100% vốn của tập đoàn tài chính Goldman Sachs) và quỹ đầu tư Vietnam Azelea Fund (VAF) của MeKong Capital đã mở ra những cơ hội phát triển rất lớn cho Nam Long Group.

Năng lực công ty

Nam Long hiện đang có quyền sử dụng đất quy mô tổng cộng 567 ha, có vị trí chiến lược dọc theo các trục lộ phát triển hạ tầng quốc gia, nằm trong các vùng đô thị theo định hướng của nhà nước. Đây là tiềm lực mang đến cơ hội phát triển rất lớn cho công ty. Phát triển quỹ đất và phát triển đô thị sống được định hướng như một mũi nhọn quan trọng trong chiến lược phát triển của công ty. Ở lĩnh vực này, công ty triển khai tiến hành đền bù/nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất và hoặc xin giao thuê các khu đất chưa có quy hoạch chi tiết, chưa có cơ sở hạ tầng đô thị. Hiện Nam Long đang triển khai 16 dự án gồm 8 dự án lớn ở TP.HCM với diện tích 78 ha, 3 khu phức hợp tại Cần Thơ với diện tích 72 ha, 1 khu phức hợp tại Bình Dương với diện tích 16 ha, 1 dự án tại Vũng Tàu với diện tích 17 ha và 3 khu đô thị lớn tại Long An với diện tích 384 ha.

So sánh NLG với các DN có đặc điểm SXKD tương tự trong ngành

STT	Mã	TTS (tỷ đồng)	VĐL (tỷ đồng)	Tỷ suất LN ròng (ttm) (%)	Tỷ suất LN ròng 2011 (%)	Vốn vay/VCSH (%)	ROA (ttm) (%)	ROE (ttm) (%)
1	NLG	3.069,8	955,1	6,6%	18,7%	50,4%	1,0%	2,4%
2	ASM	1.577,4	397,4	1,3%	8,5%	99,0%	0,8%	1,9%
3	BCI	3.570,4	722,7	85,9%	39,4%	27,1%	4,4%	9,6%
4	CCL	524,6	250,0	14,5%	10,3%	67,7%	1,6%	3,2%
5	DIG	0,0	0,0	0,7%	15,1%	0,0%	0,1%	0,2%
6	DXG	816,5	420,0	14,6%	11,5%	0,1%	7,1%	13,2%
7	HQC	2.743,8	600,0	7,7%	12,5%	30,6%	0,9%	3,1%
8	ITC	2.672,2	690,9	4,3%	-79,9%	25,2%	0,2%	0,4%
9	KBC	11.614,7	2.957,1	-173,4%	13,3%	101,1%	-4,2%	-11,5%
10	KDH	2.097,4	439,0	-74,4%	1,0%	48,7%	-3,0%	-5,1%
11	NVT	1.181,1	605,0	-40,0%	-44,1%	46,1%	-6,2%	-13,1%

12	PDR	5.099,0	1.302,0	4,7%	5,4%	194,4%	0,1%	0,3%
13	PFL	708,8	500,0	-1154,5%	8,8%	17,5%	-3,5%	-4,7%
14	PTL	2.697,8	1.000,0	1,0%	7,6%	50,1%	0,1%	0,3%
15	PV2	466,6	373,5	32,3%	15,8%	0,0%	0,1%	0,2%
16	PVL	945,3	500,0	-200,6%	2,4%	4,8%	-2,8%	-5,0%
17	PVR	1.067,8	531,0	-65,5%	1849,3%	23,9%	-1,4%	-2,8%
18	SCR	6.603,3	1.430,0	13,7%	2,7%	122,6%	1,2%	3,5%
19	SJS	5.510,2	1.000,0	-420,8%	-49,9%	144,1%	-5,6%	-17,9%
20	TDC	3.575,5	1.000,0	9,6%	10,6%	36,8%	5,4%	14,2%
21	TDH	2.235,1	378,8	5,8%	5,8%	44,5%	0,7%	1,1%
22	VPH	1.792,4	331,7	11,0%	4,2%	111,3%	0,7%	2,4%
<b>TB các DN được so sánh</b>				<b>-91,5%</b>	<b>0,1%</b>	<b>56,9%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,3%</b>

(Nguồn: BCTC đã hợp nhất 2012 của các DN liên quan, VCBS tổng hợp)

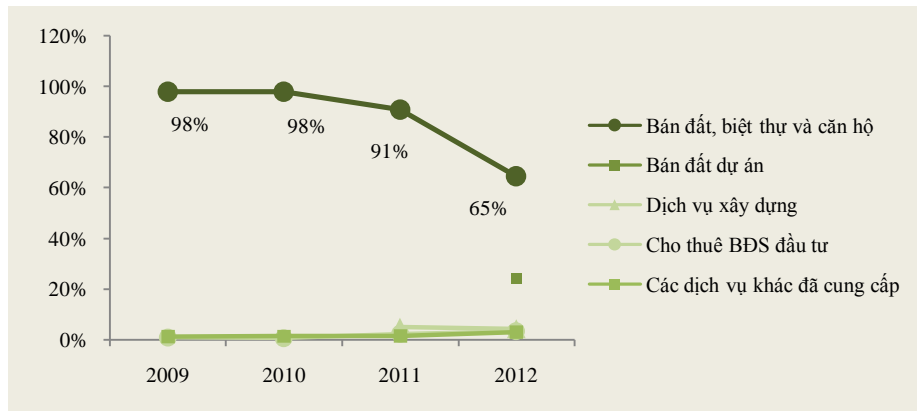
## NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA NLG

**Bán đất nền và xây nhà giá rẻ được coi là hướng đi chính của NLG trong giai đoạn khó khăn.**

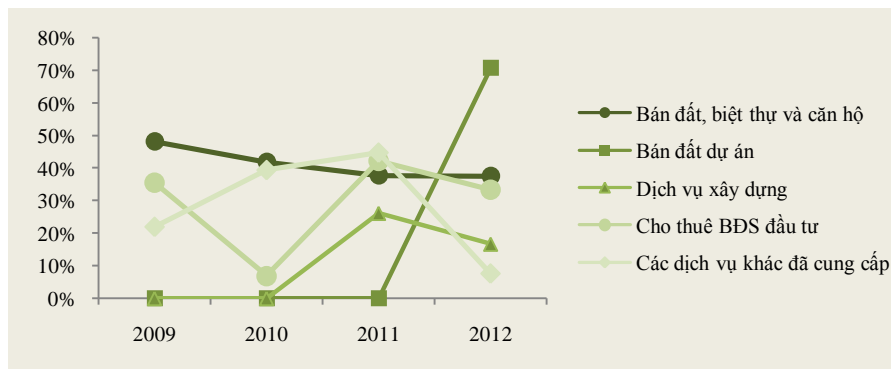
Trong những năm gần đây, doanh thu của NLG chủ yếu đến từ hoạt động bán đất nền nhà phố, căn hộ và biệt thự, bao gồm cả phân khúc cao cấp (như khu biệt thự Thảo Nguyên, biệt thự Nam Phú, khu nhà phố Nam Long Tân Thuận Đông...) và bình dân (Ehome 1&2, Chung cư An Hòa...). Doanh thu từ các nhóm sản phẩm và dịch khác như xây dựng, cho thuê BĐS và dịch vụ đi kèm chiếm tỷ trọng không đáng kể. Tuy nhiên từ năm 2011 đến nay, doanh thu của nhóm sản phẩm này đã giảm dần cả về giá trị lẫn tỷ trọng khi thị trường BĐS gặp khó khăn, đặc biệt là giảm ở phân khúc cao cấp. Riêng trong năm 2012, công ty đã phải bán đất một số dự án, nhờ đó mới ngăn chặn bớt đà suy giảm của doanh thu.

Ngoài ra, công ty cũng tuyên bố sẽ chỉ tập trung nguồn lực và dòng tiền vào phân khúc căn hộ bình dân, các dự án thuộc các phân khúc cao cấp sẽ tạm ngưng đến khi thị trường hồi phục. Bán đất nền và xây nhà giá rẻ được coi là hướng đi chính của công ty trong giai đoạn khó khăn.

**Tỷ trọng doanh thu hàng năm theo nhóm sản phẩm và dịch vụ**



**Tỷ suất lợi nhuận gộp theo nhóm sản phẩm và dịch vụ qua các năm**



Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

Tuy giá trị doanh thu và lợi nhuận gộp suy giảm, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán đất nền, biệt thự và căn hộ duy trì khá ổn định ở mức gần 40%. Đối với mảng cho thuê, tỷ suất lợi nhuận gộp biến động khá thất thường và chịu sự tác động rất lớn từ những diễn biến về giá thuê trên thị trường BĐS.

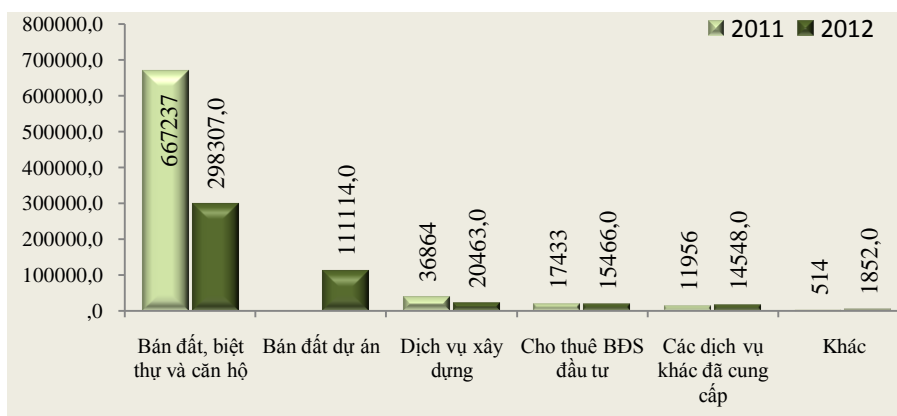
NLG đã phát triển công ty thành mô hình tập đoàn trong cả hai lĩnh vực đầu tư và xây dựng, bằng cách thành lập các công ty con và công ty liên kết, hoạt động theo từng chức năng riêng biệt (xây dựng, phân phối qua sàn GD, tư vấn định giá...) hoặc theo từng dự án cụ thể. Cũng trong giai đoạn này, công ty tích cực tìm kiếm và mở rộng quỹ đất sạch không chỉ ở khu vực Tp.HCM mà còn ở Bình Dương, Cần Thơ và nhất là Long An để tạo cơ sở cho việc phát triển trong tương lai. Tính đến cuối năm 2012, quỹ mô quỹ đất của NLG đã lên đến 567 ha, đa số đã hoàn thành giai đoạn đền bù và giải phóng mặt bằng. Đây được coi là của để dành, là tiềm năng phát triển của công ty trong tương lai.

## KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH 2012

### Tăng trưởng Doanh thu và lợi nhuận gộp

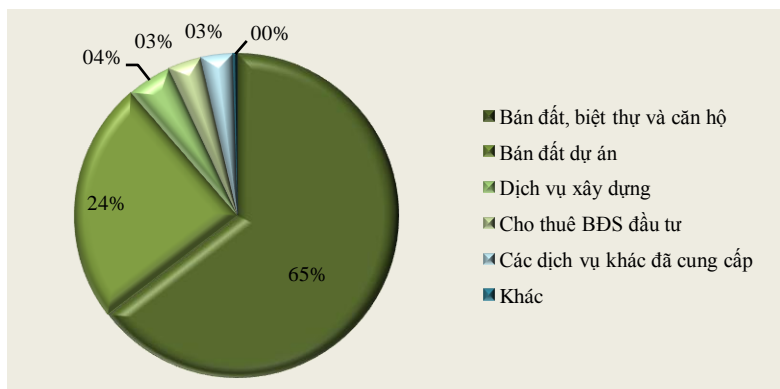
Năm 2012, doanh thu hợp nhất của NLG đạt 461,7 tỷ đồng (-37,1% y-o-y), lợi nhuận gộp đạt 201,7 tỷ đồng (-26,5% y-o-y), đây là năm thứ hai liên tiếp doanh thu và lợi nhuận gộp của công ty suy giảm do khó khăn kéo dài trên thị trường bất động sản. So với mức doanh thu kế hoạch năm đã được điều chỉnh giảm xuống còn 469 tỷ đồng trong T10/2012, doanh thu thực hiện đạt 98% kế hoạch năm.

**Tăng trưởng Doanh thu 2012 theo nhóm sản phẩm và dịch vụ (triệu đồng)**

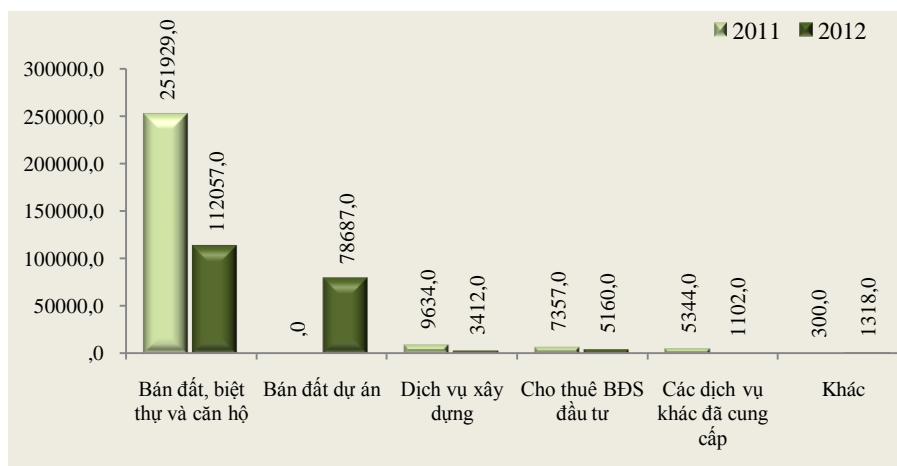


Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

**Cơ cấu doanh thu 2012**

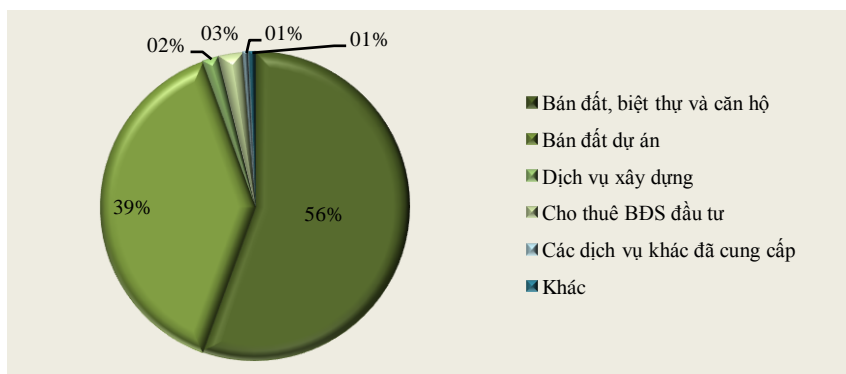


**Tăng trưởng lợi nhuận gộp 2012 theo nhóm sản phẩm và dịch vụ (triệu đồng)**



Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

## Cơ cấu lợi nhuận gộp 2012



Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

Mảng kinh doanh đất nền, căn hộ và biệt thự chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 65%, tuy nhiên DT chỉ đạt 298,3 tỷ đồng (-55,3% y-o-y), lợi nhuận gộp đạt 112,1 tỷ đồng (-55,5% y-o-y), chủ yếu đến từ các dự án Ehome 1& 2, 1 số căn biệt thự và đất nền. Công ty cũng đã chào bán các căn hộ bình dân thuộc các dự án Ehome 3 và 4, tuy nhiên DT chưa được ghi nhận trong năm 2012.

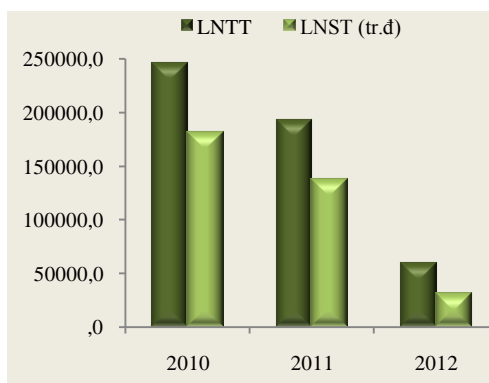
Các mảng kinh doanh truyền thống khác như dịch vụ xây dựng, cho thuê bất động sản cũng giảm khá mạnh cả về giá trị doanh thu, lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận gộp/DT, tuy nhiên trong năm 2012, công ty đã bán đất một số dự án, thu về 111 tỷ đồng nhờ đó đã ngăn chặn đà suy giảm của tổng DT và lợi nhuận gộp.

DTTC năm 2012 đạt 7,1 tỷ đồng (-60% y-o-y), chủ yếu do giảm lãi tiền gửi. Ngược lại, chi phí tài chính đã lên đến 76 tỷ đồng (+163,6% y-o-y), chủ yếu là chi phí lãi vay lên đến 75,3 tỷ đồng (+239,7% y-o-y).

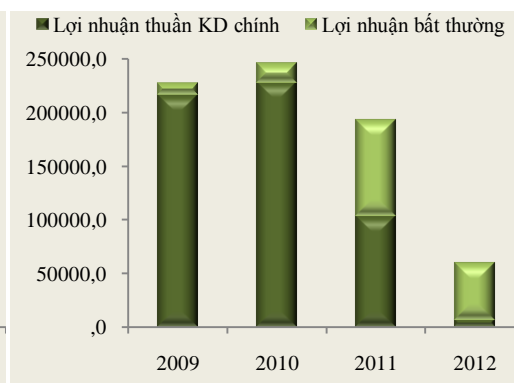
## Tăng trưởng LNTT và LNST

Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh chính năm 2012 của NLG chỉ đạt 6,8 tỷ đồng (-93,4% y-o-y). Ngoài sự sụt giảm lợi nhuận gộp và giảm doanh thu tài chính, chi phí lãi vay năm 2012 đã tăng lên đến 75,3 tỷ đồng (+239,7% y-o-y). Tuy công ty đã tiết kiệm khoảng 33,8 tỷ đồng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp, tuy nhiên chi phí lãi vay vẫn là yếu tố chính khiến kết quả hoạt động kinh doanh chính càng suy giảm mạnh so với năm trước.

## Tăng trưởng LNTT và LNST



## Tỷ trọng LN thuần từ HDKD trong LNTT



Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

LNTT và LNST hợp nhất năm 2012 của NLG đạt tương ứng 59,6 và 30,5 tỷ đồng, giảm 69,2% và 77,7% so với năm 2011 và chỉ hoàn thành 69,3% và 57,5% kế hoạch năm 2012 (đã điều chỉnh giảm trong T10/2012). Đáng chú ý là lợi nhuận bất thường 2012 đạt đến 52,4 tỷ đồng, chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng dự án, là yếu tố đóng góp chính vào kết quả lợi nhuận ròng của công ty.

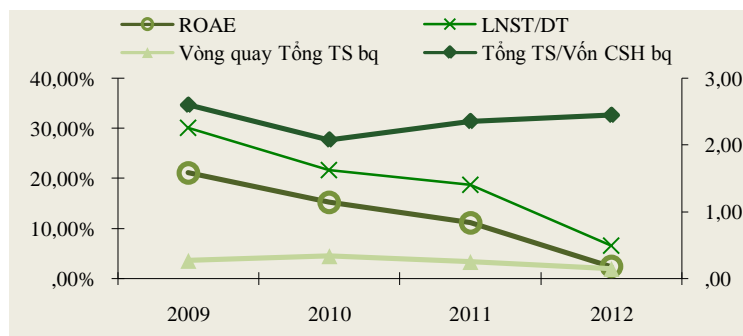
## Hiệu quả hoạt động

Tuy doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2012 đều suy giảm khá mạnh, nhưng tỷ trọng lợi nhuận gộp/DTT đạt 43,7%, cao hơn mức 37,4% của năm 2011 nhờ sự đóng góp của việc bán đất dự án (tỷ suất lợi nhuận gộp/DT đạt gần 71%). Đối với mảng kinh doanh chính là bán đất nền, biệt thự và căn hộ, tỷ suất này đạt 37,6%, giảm nhẹ so với mức 37,8% của năm 2011 nhờ chính sách tập trung vào phân khúc căn hộ bình dân, giảm dần phân khúc cao cấp trong giai đoạn khó khăn.

So với năm 2011, tỷ suất LNTT và LNST trên DTT năm 2012 của công ty chỉ đạt tương ứng 12,9% và 6,6%. Ngoài ra, DT giảm mạnh cũng dẫn đến hệ số vòng quay tổng tài sản giảm xuống chỉ còn 0,15 lần, thấp hơn so với mức 0,25 lần của năm 2011. Ngược lại, hệ số Tổng TS/Vốn CSH lại tăng lên đến 2,45 lần, cao hơn mức 2,35 lần năm 2011 do công ty gia tăng nợ vay, nợ phải trả. Tuy việc gia tăng nợ vay chưa đến ngưỡng có thể khiến công ty mất khả năng thanh toán, nhưng tất cả các yếu tố này đã dẫn đến ROE 2012 chỉ đạt 2,4%, thấp hơn rất nhiều so với mức 11,2% của năm 2011.



## Hiệu quả kinh doanh của công ty qua chỉ số ROE

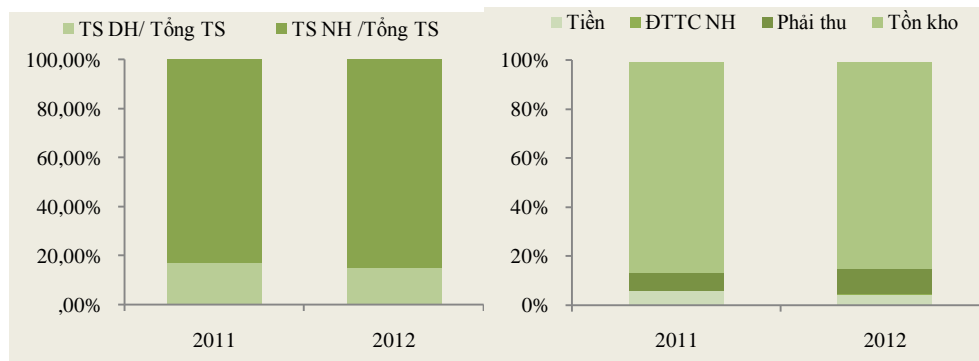


Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

## Những thay đổi đáng chú ý trong cơ cấu tài sản

## Cơ cấu TSNH và TSDH trong Tổng TS

## Cơ cấu các khoản mục trong TSNH



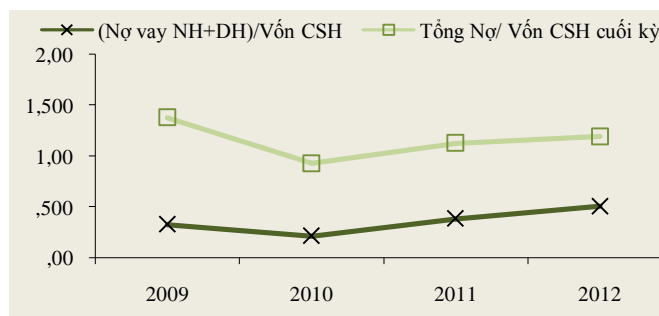
Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

Tính đến cuối năm 2012, cơ cấu tài sản của NLG vẫn nghiêng mạnh về tài sản ngắn hạn với tỷ trọng 81,6%, tài sản dài hạn chỉ chiếm 18,4%. Trong cơ cấu tài sản ngắn hạn, đáng chú ý nhất là tồn kho chiếm tỷ trọng đến 65,8%, kể đến là phải thu chiếm tỷ trọng 25,1%. Lượng tiền mặt cuối kỳ tuy được ghi nhận là 107,4 tỷ đồng, tuy nhiên chỉ chiếm tỷ trọng 6,3% TSNH. Theo thuyết minh BCTC, công ty ghi nhận khoản tồn kho gần 2.190 tỷ đồng dưới dạng chi phí SXKD dở dang, phân bổ ở các dự án ở Long An (1.184 tỷ đồng), dự án Nguyễn Sơn (266,9 tỷ đồng), Ehome 3 (212 tỷ đồng)...

Theo tuyên bố của Ban Giám đốc NLG, các sản phẩm của công ty vẫn tiêu thụ tốt trong giai đoạn khó khăn (ví dụ như các căn hộ thuộc các dự án Ehome 3 và 4) dẫn đến ít hàng tồn kho, nhưng do các quy định về chuẩn mực kế toán nên trong năm 2012 công ty chưa giao nhà, chưa ghi nhận doanh thu nên mức tồn kho trên tài sản ngắn hạn không phản ánh đúng bản chất hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, xét theo tiến độ thực hiện các dự án, đặc biệt là dự án Waterpoint ở Long An, có lẽ phần lớn của khoản chi phí SXKD dở dang nói trên là chi phí đền bù, giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng ... không hẳn là chi phí xây dựng căn hộ. Ngoài ra, trong trường hợp chưa ghi nhận doanh thu thì công ty sẽ phải hạch toán tiền bán căn hộ (theo tiến độ) vào mục người mua trả tiền trước hoặc doanh thu chưa thực hiện, tuy nhiên số tiền người mua trả tiền trước chỉ hơn 306,7 tỷ đồng. Do đó chúng tôi cho rằng giá trị tồn kho thực sự chiếm tỷ trọng cao trong TS ngắn hạn và đang tạo ra rủi ro thanh toán nhanh cho công ty.

## Những thay đổi đáng chú ý trong cơ cấu nguồn vốn

## Biến động tỷ lệ Nợ/vốn CSH



Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

Tính đến cuối năm 2012, hệ số nợ/vốn CSH của NLG chỉ ở mức 1,19 lần, trong đó nợ vay ngắn hạn và dài hạn/vốn CSH chỉ ở mức 0,5 lần. Theo thuyết minh BCTC, lãi suất vay bình quân của công ty vào khoảng 10-11%/năm, thấp hơn mặt bằng lãi suất trên thị trường nhờ một số khoản vay và trái phiếu có lãi suất bằng 0 mà công ty đã vay và phát hành cho một tổ chức là đối tác của công ty. Hệ số khả năng thanh toán hiện

tại đạt 1,9 lần. So với nhiều công ty bất động sản đang niêm yết khác, tuy NLG gia tăng vay nợ trong năm 2012 nhưng hệ số nợ/vốn CSH vẫn ở mức khá thấp và công ty còn nhiều dư địa để gia tăng nợ vay nếu có nhu cầu bổ sung vốn lưu động.

Trong năm 2012, do thiếu vốn lưu động vào các dự án nên NLG đã gia tăng nợ vay ròng thêm 172 tỷ đồng từ một số ngân hàng (lãi suất tối thiểu 15%/năm) và một số tổ chức, cá nhân khác, trong đó tuy có khoản vay không tính lãi (vay của đối tác Indochina Ehome Bình Tân là đối tác của NLG trong dự án Phước Long B và dự án Tiến Hùng) nhưng cũng có khoản vay với lãi suất lên đến 23,5%/năm (vay Ngân hàng Phát triển TP.HCM với dư nợ vay 5,7 tỷ đồng).

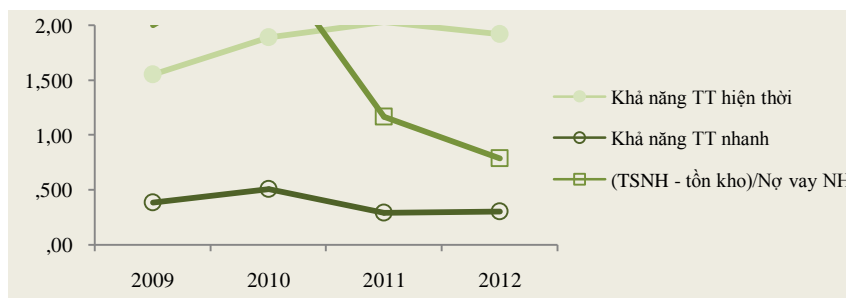
#### Chi tiết các khoản nợ vay cuối năm 2012:

Các khoản nợ vay	Giá trị vay	ngày vay	Lãi suất	Ghi chú	Ngày đến hạn
<b>Chi tiết nợ vay ngắn hạn</b>					
Indochina Ehome Bình Tân	26,43	17/02/12	0,00%		17/10/12
NH Phát triển Nhà	50,00	31/08/11	18,50%		30/08/13
Vay tổ chức & cá nhân	92,14	15/07/11	13,00%	Năm đầu 27%, năm 2: trung bình lãi tiền gửi 6 tháng (VCB, Agribank, BIDV, Vietinbank) + 5%	15/07/13
Agribank - CN 8 HCM	59,60	26/07/12	15,00%		26/07/13
Agribank - CN 8 HCM	49,99	16/11/12	15,00%		22/11/13
NH Phát triển HCM	5,70	17/01/12	23,50%		17/01/13
NH Phát triển HCM	81,26	01/06/12	17,00%		01/06/13
Cá nhân	74,56		0,00%		
Indochina Ehome Bình Tân	62,46	17/02/12	0,00%		
NH Phát triển Nhà	16,00		18,50%		30/08/13
<b>Tổng nợ vay ngắn hạn</b>	<b>518,15</b>				
<b>Lãi suất bình quân</b>			<b>10,8%</b>		
<b>Chi tiết nợ vay dài hạn</b>					
Indovina HCM	47,58	19/04/08	8,19%	Lãi tiền gửi kỳ hạn 6 tháng +0,19%	19/05/15
Việt Nam Thịnh vượng	56,50		15,00%		13/12/17
Indochina Ehome Bình Tân	18,64		0,00%		17/12/14
<b>Tổng nợ vay dài hạn</b>	<b>122,72</b>				
<b>Lãi suất bình quân</b>			<b>10,1%</b>		

Đơn vị: tỷ đồng. Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

Như đã phân tích ở phần cơ cấu tài sản, giá trị hàng tồn kho lớn khiến hệ số khả năng thanh toán nhanh cuối năm 2012 chỉ đạt 0,3 lần. Nếu tính riêng trên nợ vay ngắn hạn, khả năng thanh toán nhanh của NLG cũng chỉ ở mức 0,8 lần. Do đó công ty phải đẩy nhanh tiến độ xây dựng và bán hàng để tạo dòng tiền thanh toán các khoản nợ vay vốn sẽ đến hạn trả gốc trong nửa cuối năm 2013. Điều này sẽ tùy thuộc nhiều vào tình hình phục hồi của thị trường BĐS, đặc biệt là vào các gói hỗ trợ đối với phân khúc nhà giá rẻ. Nếu không, dự báo công ty sẽ tiếp tục phải gia tăng nợ vay để thanh toán các khoản vay cũ tương tự như đã làm trong năm 2011, điều này sẽ khiến tăng chi phí lãi vay, ảnh hưởng đến mục tiêu lợi nhuận năm 2013.

#### Chỉ số về khả năng thanh toán cuối năm



Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

Trong năm 2012, NLG đã hai lần phát hành thêm cổ phiếu (i) lần đầu là trả cổ tức 4% bằng cổ phiếu trong tháng 8; (ii) lần thứ hai là chia thưởng cổ phiếu, tỷ lệ 100:49,929 trong tháng 10. Tổng số cổ phiếu đã phát hành tại thời điểm hiện tại là 95,5 triệu cổ phiếu, trong đó số cổ phiếu đang lưu hành là 93,7 triệu. Chỉ số EPS 2012 đã chịu sự tác động khá lớn của các đợt phát hành thêm này và đã giảm chỉ còn khoảng 260



đồng/cp, như vậy sẽ khiến công ty không thể thực hiện trả đủ mức cổ tức 2012 là 800 đồng/cp như kế hoạch đề ra. Ngoài ra, việc chia thưởng với tỷ lệ lớn trong điều kiện tình hình sản xuất kinh doanh khó khăn, lợi nhuận suy giảm, EPS thấp và NLG sắp niêm yết đang tạo ra nhiều thắc mắc cho nhà đầu tư, trong đó có ý kiến cho rằng việc chia thưởng giúp giảm giá vốn đầu tư vào cổ phiếu NLG của một cổ đông lớn và tạo điều kiện cho cổ đông này thoái vốn sau khi NLG chào sàn HOSE với giá dự kiến 27.000 đồng/cp.

Căn cứ theo những thông tin và số liệu mua cổ phần thì mức giá niêm yết dự kiến gần sát với giá mua NLG của quỹ VAF thuộc Mekong Capital (đã điều chỉnh theo các đợt chia thưởng). Theo thông tin trên website của Mekong Capital, giá vốn đầu tư năm 2010 vào NLG khoảng 9,1 triệu USD, tỷ giá chính thức thời điểm đó là 18.544 VND/USD, như vậy giá mua 1 cổ phần vào khoảng 60-62 ngàn đồng. Mức giá mua này sau khi được điều chỉnh theo các đợt chia thưởng cổ phiếu, trả cổ tức cho đến cuối năm 2012 thì chỉ còn khoảng 25-26 ngàn đồng/cp.

Theo quy định tại điều 53, Nghị định 58/2012/NĐ-CP hướng dẫn thi hành Luật CK thì khi công ty niêm yết trên Sở GDCK, cổ đông là tổ chức, cá nhân có đại diện sở hữu hoặc liên quan đến thành viên HĐQT, Ban Kiểm soát, Tổng GD, Phó tổng GD và Kế toán trưởng phải cam kết nắm giữ 100% cổ phần trong thời gian 6 tháng kể từ ngày niêm yết và 50% cổ phần trong 6 tháng tiếp theo. Tuy nhiên căn cứ theo danh sách thành viên HĐQT, Ban Kiểm soát và Ban GD NLG thì không có tên người đại diện của VAF, do đó quỹ này theo quy định sẽ được phép thoái hết vốn tại NLG nếu muốn.

#### Một số điểm đáng lưu ý khác trong hoạt động SXKD

Trong nửa cuối năm 2012, công ty đã tiếp tục mở bán thành công các căn hộ thuộc các dự án Ehome 3 & 4, với tỷ lệ thành công lên đến 90-100% ngay từ lần bán đầu tiên. Rõ ràng, dòng căn hộ bình dân mang thương hiệu Ehome đang giúp công ty vượt qua giai đoạn khó khăn trên thị trường bất động sản. Tuy nhiên, diện tích đất sử dụng cho việc xây dựng các căn hộ thuộc các dự án Ehome dự kiến chiếm chưa đến 10% tổng quỹ đất của NLG. Nếu thị trường bất động sản hồi phục, dự báo công ty sẽ đa dạng hóa các phân khúc căn hộ, kể cả các loại biệt thự và nhà phố cao cấp như đã kinh doanh trong những năm trước đây.

Tính đến cuối năm 2012, NLG đã sở hữu quỹ đất sạch với tổng diện tích lên đến 567 ha, trong đó hơn 62% thuộc về dự án Waterpoint ở huyện Bến Lức, tỉnh Long An, còn lại là các dự án ở Tp.HCM, Cần Thơ và Bình Dương. Theo nhận định của ban lãnh đạo công ty, sở hữu lượng lớn quỹ đất sạch là lợi thế rất lớn và mang tính chiến lược lâu dài cho sự phát triển của công ty. Dự án Waterpoint đã hoàn tất việc đóng tiền sử dụng đất cho nhà nước và đền bù cho người dân hơn 90% diện tích toàn khu, hiện đang bước vào giai đoạn thiết kế hạ tầng. Đây là dự án tham vọng nhất của NLG khi xét về quy mô, quy hoạch hạ tầng, cơ cấu căn hộ, chi phí đầu tư (tính đến cuối năm 2012 là hơn 1.180 tỷ đồng) và tổng doanh thu dự kiến so với quy mô vốn lưu động. Tuy nhiên, để thực hiện thành công dự án Waterpoint nói riêng và các dự án khác nói chung, NLG sẽ cần bổ sung lượng vốn đầu tư rất lớn và hy vọng thị trường BĐS sớm hồi phục, nếu không các dự án đó sẽ có thể là nơi chôn vốn của công ty, tương tự như nhiều trường hợp của các chủ đầu tư BĐS khác.

## PHÂN TÍCH SWOT

#### Điểm mạnh

Quy mô quỹ đất sạch lên đến 567 ha là điểm mạnh nhất của NLG, thể hiện tiềm năng phát triển trong tương lai. Ngoài ra, Nam Long và Ehome là hai thương hiệu BĐS nổi tiếng ở Tp.HCM và một số tỉnh miền Tây.

#### Điểm yếu

Chính sách bán hàng hiện nay không có tính cạnh tranh cao, công ty vẫn duy trì chỉ từ 5-7 đợt đóng tiền, thời gian đóng tiền ngắn. Hiện nay có rất nhiều chủ đầu tư bất động sản đang đưa ra thời hạn đóng tiền mua nhà lên đến 36 tháng, phân chia thành 20-30 đợt và kèm theo những chính sách khuyến mãi, tặng quà hay tri ân khách hàng...

Thiếu vốn lưu động và dòng tiền kinh doanh liên tục âm, kể cả trong giai đoạn khó khăn. Từ năm 2010 đến nay, công ty luôn phải gia tăng nợ vay để bù đắp cho các dòng tiền kinh doanh và đầu tư.

#### Cơ hội

Việc tập trung vào phân khúc căn hộ bình dân giúp NLG có cơ hội được hưởng những chính sách ưu đãi và các gói kích cầu BĐS của Chính phủ, nhất là gói hỗ trợ 6% cho người mua nhà giá rẻ dự kiến sẽ được triển khai ngay từ giữa năm 2013. Ngoài ra, với quỹ đất sạch ở Tp.HCM và các tỉnh lân cận, NLG có cơ hội rất lớn để gia tăng doanh thu và phát triển thương hiệu khi thị trường bất động sản hồi phục.

#### Thách thức

Huy động vốn để đáp ứng cho lượng quỹ đất đến 567 ha khi thị trường BĐS hồi phục là thách thức lớn nhất đối với NLG. Hiện công ty đã đầu tư hơn 1.000 tỷ đồng vào việc phát triển quỹ đất, lượng tiền mặt cuối năm 2012 không còn nhiều và đang chịu áp lực trả nợ đến hạn. Việc tập trung vào phân khúc căn hộ bình dân tuy có ưu điểm là giá thành thấp và nhu cầu ổn định, tuy nhiên khi thị trường BĐS hồi phục thì công ty không đủ vốn lưu động để khai thác và tận dụng lượng quỹ đất lớn của mình.

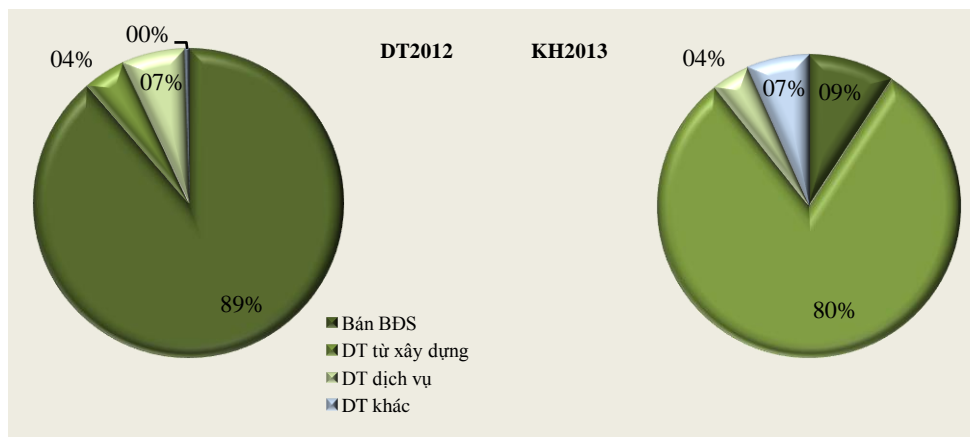
Hiện nay có rất nhiều chủ đầu tư bất động sản cũng đang tập trung vào phân khúc căn hộ bình dân để đón chờ chính sách của nhà nước, điều này có thể khiến sự cạnh tranh trở nên khốc liệt hơn và nguồn cung sẽ nhanh chóng gia tăng, sớm dẫn đến bão hòa.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH TRONG NĂM 2013

### Dự báo doanh thu, lợi nhuận năm 2013

Theo nhận định của ban lãnh đạo NLG, trong năm 2013 công ty vẫn tập trung chủ yếu vào phân khúc căn hộ bình dân với dòng sản phẩm chủ lực là Ehome nhằm đảm bảo thu được dòng tiền ổn định và đón đầu các chính sách hỗ trợ của nhà nước. Ngoài ra, công ty tích cực chào bán một số sản phẩm đất nền và các căn biệt thự còn lại thuộc các dự án Nam Phú (Tân Thuận Đông, Q7, Tp.HCM, hoàn tất trong năm 2010), Thảo Nguyên (Long Thạnh Mỹ, Q9, Tp.HCM, hoàn tất trong năm 2008)...

#### Sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu kế hoạch 2013 so với thực hiện 2012



Cơ cấu DT (tỷ đồng)	Thực hiện 2012	Kế hoạch 2013
Bán BĐS	409,4	113,5
DT từ xây dựng	20,5	991,4
DT dịch vụ	30,0	50,5
DT khác	1,9	81,3
<b>Tổng</b>	<b>461,8</b>	<b>1.236,7</b>

Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

HĐQT đã công bố kế hoạch doanh thu hợp nhất năm 2013 vào khoảng 1.236,7 tỷ đồng, tăng 167,9% so với thực hiện năm 2012, trong đó 80,2% trên tổng doanh thu đến từ hoạt động xây dựng do công ty con Nam Khang (NLG nắm 55% cổ phần) thực hiện, phần còn lại bao gồm doanh thu bán đất nền (7,9% trên tổng doanh thu), doanh thu bán căn hộ (1,2%), doanh thu kinh doanh dịch vụ (4,1%) và doanh thu khác.

Theo đánh giá của chúng tôi, DT năm 2013 sẽ khác biệt đáng kể so với kế hoạch nói trên. Cụ thể, căn cứ vào tiến độ thực hiện các dự án và để được ghi nhận doanh thu, chúng tôi nhận thấy rằng công ty không có nhiều dự án đạt đến giai đoạn có thể bàn giao căn hộ như Ehome3. Ngoài ra, đang có rất nhiều chủ đầu tư BĐS khác trên cùng địa bàn với NLG cũng chuyển hướng xây dựng và kinh doanh căn hộ bình dân, sự cạnh tranh trong phân khúc này được dự báo sẽ rất khốc liệt. Do đó có thể công ty sẽ đẩy mạnh doanh thu từ việc bán căn hộ tồn kho của các dự án đã hoàn tất trước đó, bán đất nền và chuyển nhượng dự án. Ở mảng xây dựng, rất khó có cơ sở để tin rằng công ty sẽ đạt DT đến 991,4 tỷ đồng, tăng gấp 47 lần so với thực hiện năm 2012. Do đó về tổng thể, tuy chưa có đủ số liệu để lập dự báo, nhưng chúng tôi cho rằng trừ phi thị trường BĐS sớm hồi phục hoặc NLG chuyển nhượng dự án lớn, kết quả KD 2013 của NLG sẽ khó có thể đạt được 50% kế hoạch nói trên.

NLG cũng đưa ra LNST kế hoạch 2013 là 69,5 tỷ đồng, tăng 127,5% so với thực hiện năm 2012, tỷ suất LNST/DTT vào khoảng 5,6%. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng NLG có thể đạt mức lợi nhuận này cho dù dự báo công ty sẽ không đạt kế hoạch doanh thu, bởi vì công ty đang đẩy mạnh việc bán đất nền ở một số dự án ở Cần Thơ hay Long An vốn có tỷ suất lợi nhuận cao hơn 40%, và chuyển nhượng một số dự án khác cũng có tỷ suất lợi nhuận rất cao. Trong trường hợp NLG đạt kế hoạch LNST nói trên, EPS sẽ vào khoảng 750 đồng/cp.

### Chính sách cổ tức

Theo kế hoạch năm 2012, NLG đưa ra mức cổ tức 800 đồng/cp được trả trong 2 đợt gồm đợt 1 trả 400 đồng/cp vào T10/2012 (thực tế chưa trả) và đợt 2 trả 400 đồng/cp dự kiến trong T4/2013 với điều kiện doanh thu và lợi nhuận đạt tương ứng 676 và 58 tỷ đồng. Với kết quả cả năm 2012 không đạt được cả hai điều kiện doanh thu và lợi nhuận nói trên, đồng thời căn cứ trên mức EPS chỉ đạt 257 đồng/cp, dễ thấy rằng công ty cũng sẽ không trả cổ tức đợt 2.

Theo kế hoạch của NLG từ năm 2013 đến năm 2020, công ty sẽ trả cổ tức bằng 30% LNST. Với dự báo LNST nói trên, mức cổ tức năm nay sẽ chỉ vào khoảng 250-300 đồng/cp.

**ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**

So sánh P/E, P/B của NLG với các công ty BĐS đang niêm yết có quy mô tổng tài sản tương đương hoặc có mô hình SXKD tương tự

STT	Mã	Sàn GDCK	Giá đóng cửa ngày 16/04/2013	EPS 2012 (đ/cp)	P/E	Thư giá cuối 2012	P/B
1	NLG	HOSE	16700	257	65,0	13.325	1,3
2	ASM	HOSE	6.300	334	18,9	16.981	0,4
3	BCI	HOSE	14.700	2.384	6,2	24.853	0,6
4	CCL	HOSE	3.700	330	11,2	10.940	0,3
5	DIG	HOSE	11.600	220	(*)	17.180	0,7
6	DXG	HOSE	10.600	3.620	2,9	13.230	0,8
7	HDG	HOSE	11.800	2.950	4,0	14.715	0,8
8	HQC	HOSE	5.000	387	12,9	12.568	0,4
9	ITC	HOSE	7.900	87	(*)	25.600	0,3
10	KBC	HOSE	6.700	-1.517	(*)	13.440	0,5
11	KDH	HOSE	7.500	-1.200	(*)	24.300	0,3
12	NBB	HOSE	22.900	9.600	2,4	69.800	0,3
13	NVT	HOSE	3.600	-1.154	(*)	6.570	0,5
14	PDR	HOSE	12.500	37	(*)	10.952	1,1
15	PFL	HNX	2.200	-500	(*)	9.993	0,2
16	PTL	HOSE	2.700	48	(*)	10.120	0,3
17	PV2	HNX	3.200	18	(*)	11.140	0,3
18	PVL	HNX	3.000	-530	(*)	10.374	0,3
19	PVR	HNX	4.000	-290	(*)	10.280	0,4
20	SCR	HNX	6.900	620	11,1	15.700	0,4
21	SJS	HOSE	14.000	-3.036	(*)	15.400	0,9
22	TDC	HOSE	9.200	1.573	5,8	12.057	0,8
23	TDH	HOSE	11.400	540	21,1	35.350	0,3
24	VPH	HOSE	4.500	456	9,9	16.100	0,3
<b>Bình quân</b>					<b>9,7</b>		<b>0,5</b>

Đơn vị: đồng/cp, nguồn: VCBS tổng hợp

(\*):P/E quá cao nên không có ý nghĩa tham khảo, tương tự các trường hợp EPS âm nên không tính P/E.

**Khuyến nghị**

Trong giai đoạn hiện nay, đa số công ty BĐS đều gặp khó khăn ở các khía cạnh như tồn kho lớn, nợ nhiều, thiếu vốn lưu động và doanh thu giảm mạnh, NLG không phải là ngoại lệ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NLG không gặp những rủi ro có thể đe dọa đến hoạt động SXKD hay thậm chí đến sự tồn tại của công ty như 1 số công ty BĐS khác đang niêm yết. Do đó, xét từ góc độ đầu tư dài hạn, NLG là công ty có nhiều tiềm năng phát triển dựa trên những yếu tố như sở hữu lượng quỹ đất sạch rất lớn nếu so với nhiều công ty BĐS khác có cùng quy mô vốn hoặc hoạt động ở Tp.HCM và các tỉnh miền Nam, có thương hiệu nổi bật... Nếu thị trường BĐS hồi phục, chúng tôi cho rằng NLG sẽ tiếp tục gặt hái được nhiều thành công và phát triển hơn so với hiện nay.

Căn cứ theo tiến độ thực hiện các dự án mà NLG đã công bố, chúng tôi cho rằng doanh thu và lợi nhuận công ty chủ yếu sẽ đến từ việc bán căn hộ Ehome3 và bán đất nền. Tuy nhiên trong năm 2013, cho dù LNST được dự báo sẽ cao hơn thực hiện năm 2012, nhưng EPS 2013 được dự báo ở mức thấp, dưới 1.000 đồng/cp bởi công ty đã phát hành cổ phiếu với tỷ lệ lớn trong năm 2012, khiến EPS bị pha loãng hơn 50% và đẩy P/E forward lên mức khá cao khoảng 19 lần, trong khi ROA, ROE liên tục giảm từ năm 2009 và lợi nhuận khó tăng trưởng.

Theo quan điểm của lãnh đạo công ty NLG, trong tình hình khó khăn hiện nay, việc sử dụng phương pháp P/E không có nhiều ý nghĩa đối với nhóm ngành BĐS. Chúng tôi cũng không đồng thuận với nhận định này nếu so sánh cơ hội đầu tư ở nhiều cổ phiếu khác. Chuyển sang định giá theo P/B thì chúng tôi cho rằng mức giá NLG vẫn khá cao. So với các công ty đầu tư BĐS ở khu vực miền Nam có quy mô tương đương NLG (ví dụ như BCI, HDG, HQC, ITC, NBB, PTL, TDC...) hay có mô hình hoạt động tương tự (ví dụ như ASM, DIG, DXG, SCR, TDH...) thì đa số các cổ phiếu này có chỉ số P/B <1, trong khi P/B của NLG hiện nay là 1,3 lần.

Tổng hợp lại những nhận định nói trên, chúng tôi khuyến nghị theo dõi biến động giá NLG trong các phiên giao dịch tới. Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý hiện tại của NLG sẽ ở dưới 15.000 đồng/cp.

## CÁC DỰ ÁN CÔNG TY ĐÃ VÀ ĐANG TRIỂN KHAI

Đơn vị: tỷ đồng

Dự án	NLG góp vốn	Loại hình căn hộ	Tổng diện tích m2	Tiến độ thực hiện dự án	Tồn kho cuối 2012
Tân Thuận Đông, Q7, Nam SG (Ehome 5 - Bridgeview)	100%	Biệt thự Nam Phú	107.610	Hoàn tất	153,0
		Chung cư	29.479	Đã hoàn tất chung cư An Viên, chưa xây Ehome 5	
		Nhà phố	139.435	Hoàn tất khu phố Nam Thông	
Long Thanh Mỹ, Q9, Đông SG	100%	Nhà phố			
		biệt thự		Đang chào bán khu biệt thự Thảo Nguyên	
		Căn hộ cao cấp cho thuê	8.572		
Casa - Rạch Chiếc, Q9, Đông SG	45%	Căn hộ		Đã giải phóng mặt bằng, đang lên bản vẽ thiết kế	
		Biệt thự Waterside			
Golf view Phước Long B - Đỗ Xuân Hợp Q9 Đông SG (Ehome 1&2)	100%	Căn hộ		Vẫn đang chào bán căn hộ thuộc Ehome 1&2	41,9
Phú Hữu, Q.9, Đông SG	40%	Căn hộ		Đã giải phóng mặt bằng, đang lên bản vẽ thiết kế...	
		Biệt thự & nhà phố			
Ngọc Chung, Q.Bình Chánh, Tây Nam SG	72,34%	Căn hộ		Đã giải phóng mặt bằng, đang lên bản vẽ thiết kế	
		Biệt thự & nhà phố			
97B, Nam SG	45%	Căn hộ			
		Biệt thự & nhà phố		Đã giải phóng mặt bằng	
Nam Long - Tiến Hùng, Q.Bình Tân, Tây SG (Ehome 3)	65%	Căn hộ E-home		Ehome 3 đang xây dựng, chưa bàn giao xong nhà	212,0
Capital Tower, khu Phú Mỹ Hưng, Q7, Nam SG	51%	Văn phòng hạng B+		Hoàn tất	
		Căn hộ 85m2	4.348		
Nam Long - Hưng Thạnh, Cần Thơ	100%	Đất nền		Đã xong giải phóng mặt bằng và bán đất nền	
		Biệt thự & nhà phố	78.972		
Nam Long Cần Thơ	100%	Biệt thự & nhà phố		Chưa xong giải phóng mặt bằng	94,2
Nam Long - Hồng Phát, Cần Thơ	75,25%	Căn hộ	29.841		
		Biệt thự & nhà phố	41.218	Chưa xong giải phóng mặt bằng	
Vĩnh Phú - Bình Dương & Bắc SG (Ehome 4)	60%	Biệt thự & nhà phố		Ehome 4 đang xây dựng, chưa bàn giao xong nhà	119,2
		Căn hộ			
Hồ Tràm - BR-VT	60%	Villa & Bungalow		Đã giải phóng mặt bằng	14,9
		Khách sạn & nhà hàng			
Long An - An Thanh	89,30%	Biệt thự & nhà phố			
		TTTM – DV		Bắt đầu chào bán nhà phố Nam Khang	
		Villa			1.184,4
Long AN - Waterpoint	89,30%	Căn hộ			
		Khu vực KD - giải trí		Chưa xong giải phóng mặt bằng	
		Khu công nghệ cao			

Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

## DANH SÁCH CÁC DỰ ÁN MANG LẠI DOANH THU CHO CÔNG TY GIAI ĐOẠN TỪ NĂM 2013 – 2020

Đơn vị: triệu đồng

STT	Hạng mục	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>I</b>	<b>Khu dân cư</b>	<b>15.400</b>	<b>1.384.373</b>	<b>1.922.995</b>	<b>2.720.907</b>	<b>4.230.983</b>	<b>5.735.517</b>	<b>4.002.704</b>	<b>5.322.827</b>
	<b>Ehome</b>	<b>-</b>	<b>1.036.893</b>	<b>1.639.742</b>	<b>1.012.913</b>	<b>1.360.803</b>	<b>575.924</b>	<b>416.062</b>	<b>982.383</b>
	Ehome 1,2: Đông SG	-	-	-	-	-	-	-	-
	Ehome4: Bắc Sài Gòn	-	157.790	338.433	452.268	517.675	447.463	416.062	47.821
	Ehome 5: Bridgeview	-	327.838	577.619	31.223	-	-	-	-
	Ehome 6: Golfview	-	299.653	271.114	-	-	-	-	-
	Ehome7: Greenhill	-	251.612	44.402	-	-	-	-	-
	Ehome 8: Aquamarine	-	-	408.174	-	234.448	-	-	934.562
	Ehome 9: East Gate	-	-	-	450.032	450.032	-	-	-
	Ehome 10: Waterpoint	-	-	-	79.390	158.648	128.461	-	-
	<b>Townhouse</b>	<b>15.400</b>	<b>156.512</b>	<b>25.383</b>	<b>485.006</b>	<b>277.556</b>	<b>355.143</b>	<b>341.654</b>	<b>1.119.919</b>
	P11:Bắc SG								
	(Bình Dương)	15.400	156.512	25.383	-	-	-	-	-
	P11:Waterpoint								
	(Long An)	-	-	-	187.506	277.556	355.143	341.654	527.038
	P08: Aquamarine								
	Townhouse	-	-	-	297.500	-	-	-	592.881
	<b>Villa</b>	<b>-</b>	<b>190.968</b>	<b>257.870</b>	<b>1.222.988</b>	<b>1.437.835</b>	<b>2.245.953</b>	<b>2.768.035</b>	<b>2.402.117</b>
	P09: Waterpoint	-	-	-	907.678	932.104	1.768.927	2.768.035	2.402.117
	P08: Aquamarine Villa	-	190.968	257.870	-	-	477.026	-	-
	P15: Oceana Villa	-	-	-	315.310	505.731	-	-	-
	<b>Condo</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1.154.789</b>	<b>2.558.497</b>	<b>476.953</b>	<b>818.408</b>
	P09: Waterpoint	-	-	-	-	118.802	135.276	476.953	818.408
	P08: Aquamarine	-	-	-	-	-	-	-	-
	Condo	-	-	-	-	1.035.987	2.423.221	-	-
<b>II</b>	<b>Đất</b>	<b>98.103</b>	<b>428.453</b>	<b>336.793</b>	<b>639.654</b>	<b>188.595</b>	<b>198.025</b>	<b>587.510</b>	<b>218.322</b>
	<b>Đất nền</b>	<b>98.103</b>	<b>428.453</b>	<b>336.793</b>	<b>525.133</b>	<b>188.595</b>	<b>198.025</b>	<b>587.510</b>	<b>218.322</b>
	P10: An Thanh	51.721	44.472	68.022	-	-	-	-	-
	P12: NL I	46.382	200.191	-	-	-	-	-	-
	P13: NL III	-	19.800	96.582	231.397	188.595	198.025	207.926	218.322
	P08: Aquamarine	-	-	-	-	-	-	379.584	-
	P14: NL II	-	163.990	172.189	293.736	-	-	-	-
	<b>Đất dự án</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>114.521</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
	P15: Oceana Hotel								
	Land	-	-	-	114.521	-	-	-	-
<b>III</b>	<b>Doanh thu khác</b>	<b>1.123.223</b>	<b>936.142</b>	<b>863.548</b>	<b>886.204</b>	<b>381.017</b>	<b>499.504</b>	<b>762.227</b>	<b>309.818</b>
	Quản lý & Cho thuê								
	BDS	37.646	24.391	16.031	49.523	52.540	55.915	62.386	59.854
	Cho thuê từ NLDC	12.839	13.658	14.666	15.946	16.917	17.889	18.816	19.660
	Xây dựng								
	Cho thuê từ	991.431	865.005	796.926	780.457	267.474	360.138	455.049	149.350
	Waterpoint	-	33.088	35.925	40.278	44.086	65.562	73.059	80.954
	Doanh thu khác	81.307	-	-	-	-	-	152.917	-
	<b>TỔNG DOANH THU</b>	<b>1.236.726</b>	<b>2.748.968</b>	<b>3.123.336</b>	<b>4.246.765</b>	<b>4.800.595</b>	<b>6.433.046</b>	<b>5.352.441</b>	<b>5.850.967</b>

Nguồn: Bản cáo bạch của NLG, VCBS tổng hợp

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: Tỷ đồng	2009	2010	+/-% 2009	2011	+/-% 2010	2012	+/-% 2011
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>1.781,8</b>	<b>1.925,6</b>	<b>8,1%</b>	<b>2.403,7</b>	<b>24,8%</b>	<b>2.604,5</b>	<b>8,4%</b>
Tiền và tương đương tiền	121,3	206,2	70%	141,6	(31,3%)	113,5	(19,8%)
Các khoản đầu tư ngắn hạn	5,0	-		-	-	-	-
Các khoản phải thu	303,6	289,3	(4,7%)	179,2	(38,1%)	264,8	47,8%
Hàng tồn kho	1.342,7	1.411,0	5,1%	2.058,9	45,9%	2.197,8	6,7%
Tài sản lưu động khác	9,1	18,9	(107,7%)	23,8	25,9%	26,5	11,3%
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>548,2</b>	<b>544,7</b>	<b>(0,6%)</b>	<b>490,9</b>	<b>(9,9%)</b>	<b>465,2</b>	<b>(5,2%)</b>
Các khoản phải thu dài hạn	-	-		-	-	-	-
Tài sản cố định	9,4	49,1	422,3%	53,2	8,4%	60,1	13,0%
Bất động sản đầu tư	166,4	118,9	(28,5%)	82,2	(30,9%)	64,2	(21,9%)
Đầu tư dài hạn	334,2	334,9	0,2%	270,4	(19,3%)	264,5	(2,2%)
Tài sản dài hạn khác	38,0	32,4	(14,7%)	77,2	138,3%	71,6	(7,3%)
Lợi thế thương mại	-	9,2	-	7,8	(15,2%)	4,7	(39,7%)
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>2.330,0</b>	<b>2.470,3</b>	<b>6,0%</b>	<b>2.894,7</b>	<b>17,2%</b>	<b>3.069,7</b>	<b>6,0%</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>1.245,7</b>	<b>1.100,9</b>	<b>(-11,6%)</b>	<b>1.382,1</b>	<b>25,5%</b>	<b>1.514,5</b>	<b>9,6%</b>
Nợ ngắn hạn	1.160,7	1.018,2	(12,2%)	1.183,7	16,3%	1.357,6	14,7%
Nợ dài hạn	85,0	82,7	(2,7%)	198,4	139,9%	156,8	(21%)
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>883,4</b>	<b>1.189,7</b>	<b>34,6%</b>	<b>1.229,6</b>	<b>3,4%</b>	<b>1.272,6</b>	<b>3,5%</b>
Vốn chủ sở hữu	883,4	1.189,7	34,6%	1.229,6	3,4%	1.272,6	3,5%
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	-	-	-	-	-	-	-
<b>LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	<b>200,8</b>	<b>179,5</b>	<b>(10,6%)</b>	<b>282,9</b>	<b>57,6%</b>	<b>282,5</b>	<b>(0,1%)</b>
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>2.330,0</b>	<b>2.470,3</b>	<b>6,0%</b>	<b>2.894,7</b>	<b>17,2%</b>	<b>3.069,7</b>	<b>6,0%</b>

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Đơn vị: Tỷ đồng	2009	2010	+/-% 2009	2011	+/-% 2010	2012	+/-% 2011
<b>Doanh số thuần</b>	<b>603,5</b>	<b>839,7</b>	<b>39,1%</b>	<b>734,0</b>	<b>(12,6%)</b>	<b>461,7</b>	<b>(37,1%)</b>
Giá vốn hàng bán	(330,1)	(490,3)	48,5%	(459,4)	(6,3%)	(260,0)	(43,4)
Lãi gộp	300,4	349,4	16,3%	274,5	(21,4%)	201,7	(26,5%)
Thu nhập tài chính	13,9	15,9	14,4%	17,6	10,7%	7,1	(59,7%)
Chi phí tài chính	(7,0)	(25,0)	257,1%	(28,8)	15,2%	(75,9)	163,5%
Chi phí bán hàng	(23,3)	(33,1)	42,1%	(34,7)	4,8%	(25,9)	(25,4%)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(67,2)	(79,4)	18,2%	(125,2)	57,7%	(100,1)	(20,0%)
<b>Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>216,7</b>	<b>227,8</b>	<b>5,1%</b>	<b>103,5</b>	<b>(54,6%)</b>	<b>6,8</b>	<b>(93,4%)</b>
Thu nhập khác	3,3	9,7	193,9%	89,2	819,6%	82,1	(8,0%)
Chi phí khác	(0,1)	(1,9)	1800%	(1,3)	(31,6%)	(29,7)	2.184,6%
Thu nhập khác, ròng	3,2	9,7	203,1%	87,9	806,2%	52,3	(40,5%)
<b>Lãi lỗ trong công ty liên doanh</b>	<b>6,8</b>	<b>10,3</b>	<b>51,5%</b>	<b>1,8</b>	<b>(82,5%)</b>	<b>0,4</b>	<b>(77,8%)</b>
<b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>226,8</b>	<b>245,9</b>	<b>8,4%</b>	<b>193,2</b>	<b>(21,4%)</b>	<b>59,5</b>	<b>(69,2%)</b>
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(37,4)	(58,7)	57,0%	(99,5)	69,5%	(29,0)	(70,9%)
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>189,4</b>	<b>181,7</b>	<b>(4,1%)</b>	<b>137,1</b>	<b>(24,5%)</b>	<b>30,5</b>	<b>(77,8%)</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	30,8	(4,9)	-	29,9	-	5,9	(80,3%)
Cổ đông của Công ty mẹ	158,6	186,6	17,7%	107,2	(42,6%)	24,6	(77,1%)
<b>Lãi cơ bản trên cổ phiếu</b>	<b>4.170</b>	<b>3.125</b>	<b>(25,1%)</b>	<b>1.772</b>	<b>(43,3%)</b>	<b>264</b>	<b>(85,1%)</b>

Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp



CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tổng tài sản	24,1%	6,0%	17,2%	6,0%
Vốn chủ sở hữu	36,5%	34,7%	3,4%	3,5%
Doanh thu	71,5%	39,1%	-12,6%	-37,1%
LNTT	46,8%	8,4%	-21,4%	-69,2%
LNST	60,4%	-4,1%	-24,5%	-77,8%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất LN gộp	47,6%	41,6%	37,4%	43,7%
Tỷ suất LN ròng	30%	21,6%	18,7%	6,6%
ROA	8,1%	7,4%	4,7%	1,0%
ROE	21,1%	15,3%	11,2%	2,4%
<b>Cơ cấu vốn và tài sản</b>				
Nợ phải trả/TNV	52,9%	44,6%	47,7%	49,3%
Nợ dài hạn/TNV	6,9%	7,5%	14,4%	10,4%
Nợ chịu lãi/Nợ phải trả	23,7%	22,9%	33,9%	42,3%
TSNH/TTS	76,5%	77,9%	83,0%	84,8%
Phải thu ngắn hạn/TSNH	17%	15,0%	7,5%	10,2%
Hàng tồn kho/TSNH	75,4%	73,3%	85,7%	84,4%
TS cố định/TSDH	1,7%	9,0%	10,9%	12,9%
ĐTTC dài hạn/TSDH	61%	61,5%	55,1%	56,9%
<b>Khả năng thanh toán</b>				
TS thanh toán hiện thời	1,6	1,9	2,0	1,9
TS thanh toán nhanh	0,4	0,5	0,3	0,3
TS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,1	0,1
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Số ngày các khoản phải thu	139,2	128,9	116,5	175,5
Số ngày hàng tồn kho	1.347,2	1.024,9	1.378,4	2.987,8
Vòng quay TTS	27,1%	34,0%	25,4%	14,9%
Vòng quay TSCĐ	6671,9%	1709,6%	1377,5%	768,0%
Vòng quay VCSH	70,4%	70,6%	59,7%	36,3%

Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

## CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) nhằm cung cấp thông tin tổng quan hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích thực trạng và triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank  
198 Trần Quang Khải, Hà Nội  
Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024  
Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

**<http://www.vCBS.com.vn>**