

## CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (NLG) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b> VND57.900	<b>Giá mục tiêu</b> VND61.200	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 2,15%	<b>Khuyến nghị</b> TRUNG LẬP	<b>Ngành</b> Bất động sản
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	---------------------------------	------------------------------

Ngày 03/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung bình</b>

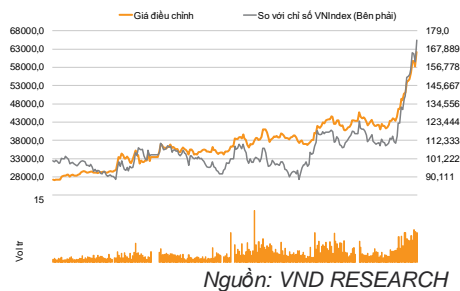
Consensus\*: Mua:9 Giữ:4 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 27,5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- LN ròng 2021 giảm 2,4%
- LN ròng 2022-23 tăng 17,5%/8,5%.

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	62.200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27.100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	161.899
Thị giá vốn (tỷ VND)	21.476
Free float (%)	42
P/E trượt (x)	16,1
P/B hiện tại (x)	2,4

### Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Xuân Quang	12,5%
Ibeworthy Pte. Ltd.	8,2%
PYN Elite Fund	7,2%
Khác	72,1%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

### Triển vọng tăng trưởng đã phản ánh vào giá

- NLG đạt 297 tỷ đồng LN ròng trong Q3/21, tăng 915,5% svck. LN ròng 9T21 tăng 241,0% svck lên 709 tỷ đồng, đạt 60,4% dự phóng của chúng tôi.
- Dự phóng LN ròng tăng trưởng kép 29,2% giai đoạn 2021-23 trên cơ sở lượng bàn giao mạnh mẽ từ sáu dự án và các khoản thu nhập một lần.
- Hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn là 61.200 đồng.

### Thu nhập một lần thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ròng Q3/21

Doanh thu (DT) NLG Q3/21 giảm 76,4% so với cùng kỳ (svck) xuống 150,9 tỷ đồng, do giãn cách xã hội ở phía Nam làm hạn chế bàn giao tại các dự án Akari City và Southgate, dẫn đến DT bàn giao bất động sản giảm 95,3% svck. NLG hợp nhất CTCP Southgate và ghi nhận khoản lãi tài chính 361 tỷ đồng, giúp lợi nhuận (LN) ròng Q3/21 tăng 915,5% svck lên 297,1 tỷ đồng. Kết quả, LN ròng 9T21 tăng 241,0% svck lên 709 tỷ đồng, chủ yếu nhờ thu nhập một lần khi đánh giá lại Southgate và Izumi City, đạt 60,4% dự phóng của chúng tôi.

### Điều chỉnh giảm doanh số ký bán 2021 nhưng vẫn lạc quan triển vọng 2022

Trong 9T21, NLG đã bán 1.355 căn từ 5 dự án, ước đạt 5.078 tỷ đồng, thấp hơn dự kiến nhưng cao ấn tượng so với 3.811 tỷ đồng trong cả năm 2020. Chúng tôi điều chỉnh doanh số ký bán năm 2021 xuống 24,7% còn 9.595 tỷ đồng (+151,8% svck) trong bối cảnh dịch bệnh phức tạp ở phía Nam kể từ tháng 5/2021. Chúng tôi kỳ vọng dự án Paragon Đại Phước sẽ mở bán trong 2022, cùng với 5 dự án đang được triển khai và kỳ vọng thị trường nhà ở phục hồi, chúng tôi ước tính doanh số ký bán năm 2022 tăng mạnh mẽ 70,2% svck lên 16.332 tỷ đồng.

### Tăng dự báo LN ròng 2022-23 lên 17,5%/8,5% nhờ triển vọng bàn giao tích cực

Chúng tôi chỉ điều chỉnh thay đổi nhỏ trong ước tính LN ròng 2021 dù 2021 thiếu hụt DT từ bàn giao dự án, vì khoản lãi tài chính từ hợp nhất CTCP Southgate đã bù đắp những khoản này. Chúng tôi tăng 17,5% dự báo LN ròng 2022 lên 1.695 tỷ đồng (+44,2% svck), nhờ 1) lượng sản phẩm bàn giao bị hoãn trong 2021 và 2) thu nhập một lần 600 tỷ đồng từ chuyển nhượng cổ phần Paragon Đại Phước. Chúng tôi cũng điều chỉnh LN ròng 2023 tăng 8,5% lên 1.962 tỷ đồng (+15,8% svck) do có thêm sự đóng góp của Paragon Đại Phước theo kế hoạch của NLG.

### Hạ khuyến nghị xuống Trung lập và nâng giá mục tiêu lên 61.200 đồng

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu NLG lên 31,0% do giá nhà đất tăng mạnh tại các tỉnh lân cận TP.HCM và kế hoạch mở bán tích cực của DN. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng những yếu tố tích cực đó đã được phản ánh vào giá, hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập. Tiềm năng tăng giá là giá bán cao hơn dự kiến tại các dự án đang triển khai. Rủi ro giảm giá 1) pháp lý cấp phép mở bán bị trì hoãn, 2) lãi suất mua nhà tăng cao, ảnh hưởng tới hoạt động ký bán các căn hộ tầm trung của NLG và 3) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng cao.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.260	4.587	7.265	11.089
Tăng trưởng DT thuần	(12,9%)	106,9%	58,4%	52,6%
Biên lợi nhuận gộp	30,3%	33,5%	41,1%	44,9%
Biên EBITDA	9,6%	12,8%	23,9%	30,2%
LN ròng (tỷ)	835	1.175	1.695	1.962
Tăng trưởng LN ròng	(13,1%)	40,8%	44,2%	15,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(14,0%)	40,8%	44,2%	19,6%
EPS cơ bản	2.927	3.404	4.908	5.862
EPS điều chỉnh	2.780	3.234	4.663	5.577
BVPS	19.641	26.325	29.564	33.501
ROAE	15,7%	16,0%	17,6%	18,6%

Nguồn: VND RESEARCH

## TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG ĐÃ PHẢN ÁNH VÀO GIÁ

### Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu cao hơn

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu cho NLG tăng 31,0% lên 61.200 đồng do:

1) Chúng tôi cập nhật định giá dự án Paragon Đại Phước theo phương pháp DCF. Việc chuyển nhượng 50% cổ phần tại dự án này được kỳ vọng sẽ hoàn tất trong nửa đầu 2022 (vào Q3/21 NLG đã hoàn tất chuyển nhượng 25% cổ phần), NLG cũng lên kế hoạch mở bán những sản phẩm đầu tiên trong 2022;

2) Chúng tôi cập nhật định giá dự án Waterpoint (190ha, NLG sở hữu 100%) theo phương pháp so sánh (từ P/B 2x trong định giá trước) để phản ánh giá nhà đất tại Long An đã tăng mạnh mẽ trong hai năm qua. Chúng tôi áp dụng giá đất 2,2 triệu đồng/m<sup>2</sup>, tương đương 60% giá đất tại dự án Southgate hiện tại;

3) Chúng tôi tăng giá định giá bán trung bình lên 20%/10% tại các dự án Izumi City và Southgate, do giá nhà ở các tỉnh lân cận của TP.HCM tăng nhanh hơn dự kiến;

4) Chúng tôi hạ mức chiết khấu RNAV xuống 10% để phản ánh sự phục hồi của thị trường nhà ở cũng như kinh tế phục hồi diện rộng trong năm 2022.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng những điều tích cực đã được phản ánh vào giá sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 40,4% kể từ 01/10/2021 và hiện đang giao dịch thấp hơn 5,7% so với giá mục tiêu của chúng tôi. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập. Chúng tôi vẫn ưa thích NLG cho dài hạn vì 1) NLG sở hữu quỹ đất lớn 681ha tính đến cuối Q3/21. Phần lớn nằm ở các tỉnh lân cận TP.HCM như Đồng Nai, Long An, nơi đang thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư nhờ phát triển cơ sở hạ tầng và 2) NLG do sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp và bình dân, những phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu thực ở của người dân.

Tiềm năng tăng giá là giá bán cao hơn dự kiến tại các dự án đang triển khai. Rủi ro giảm giá 1) pháp lý cấp phép mở bán bị trì hoãn, 2) lãi suất mua nhà tăng cao, ảnh hưởng tới hoạt động ký bán các căn hộ tầm trung của NLG và 3) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng cao.

Hình 1: Định giá (tỷ đồng)

Tên dự án	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Phương pháp	Chú thích
Southgate	3.939	DCF	NLG hợp nhất CTCP Southgate và ghi nhận khoản lãi tài chính 361 tỷ đồng trong Q3/21. Chúng tôi tăng giá định giá bán trung bình lên 10% tại dự án này, do giá nhà ở các tỉnh lân cận của TP.HCM tăng nhanh hơn dự kiến.
Waterpoint	4.097	So sánh	Cập nhật định giá theo phương pháp so sánh (từ P/B 2x trong định giá trước).
Mizuki Park	1.249	DCF	
Cần Thơ	1.481	DCF	
Akari	1.714	DCF	Dự kiến hơn 1.000 căn hộ sẽ được bàn giao trong Q4/21.
Hải Phòng	992	DCF	
Izumi City	10.832	DCF	Tăng giá định giá bán trung bình lên 20% tại dự án này, được thúc đẩy bởi cơ sở hạ tầng đang phát triển mạnh mẽ tại Đồng Nai.
Đại Phước	2.663	DCF	Cập nhật định giá theo phương pháp DCF (từ BV trong định giá trước).
Khác	718	BV	
<b>Tổng</b>	<b>27.684</b>		
<b>Cộng:</b>			
Tiền và tương đương tiền	2.254		
Tài sản khác	2.146		
<b>Trừ:</b>			
Nợ góp	4.000		
Nợ phải trả khác	359		
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.240		
<b>RNAV</b>	<b>23.484</b>		
<b>Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ)</b>	<b>345</b>		
<b>Chiết khấu RNAV</b>	<b>10%</b>		Hạ mức chiết khấu RNAV xuống 10% để phản ánh sự phục hồi của thị trường nhà ở cũng như kinh tế phục hồi diện rộng trong năm 2022.
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>61.200</b>		

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đơn vị bản địa)	Giá mục tiêu (đơn vị bản địa)	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ tăng trưởng kép 3 năm (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu
						2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Vinhomes	VHM VN	82.900	102.200	15.868	44,7	9,5	5,6	2,3	1,6	28,2	34,3	-	-	27,8
Novaland	NVL VN	105.200	107.700	6.815	51,4	25,4	15,5	3,5	2,8	14,7	20,1	-	-	114,7
Khang Điền	KDH VN	47.200	45.500	1.334	23,6	23,7	13,8	3,0	2,6	14,7	21,4	1,7	1,7	22,6
Đất Xanh	DXG VN	23.300	N/A	610	N/A	14,3	9,8	2,0	1,6	14,5	18,5	N/A	N/A	43,6
<b>Trung bình trong nước</b>					<b>37,2</b>	<b>18,2</b>	<b>11,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>17,6</b>	<b>22,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>47,9</b>
<b>Trung vị trong nước</b>					<b>37,0</b>	<b>17,9</b>	<b>12,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>14,7</b>	<b>20,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>30,8</b>
Nam Long	NLG VN	57.900	61.200	879	29,2	17,9	12,4	2,2	2,0	16,0	17,6	2,1	2,1	30,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY (ĐÓNG CỬA NGÀY 03/11/2021)

### Kết quả 9T21: thu nhập một lần thúc đẩy tăng trưởng lợi LN ròng

Hình 3: Tóm tắt kết quả kinh doanh

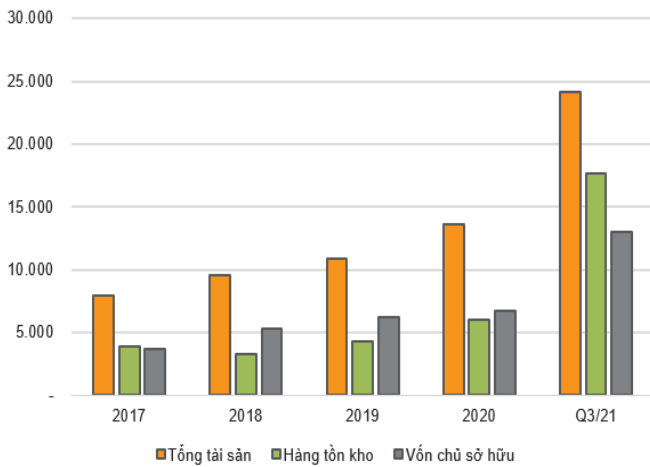
	Q3/21	Q3/20	Thay đổi svck	9T21	9T20	Thay đổi svck	So với dự báo 2021	Chú thích
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>150,9</b>	<b>640,1</b>	<b>-76,4%</b>	<b>787,5</b>	<b>1.298,3</b>	<b>-39,3%</b>	<b>15,8%</b>	
Bản giao, chuyển nhượng BDS	25,5	544,3	-95,3%	174,2	770,2	-77,4%		Do giãn cách xã hội ở phía Nam làm hạn chế bản giao tại các dự án Akari City và Southgate.
Cung cấp dịch vụ, xây dựng	122,7	89,8	36,6%	600,7	515,7	16,5%		Phần lớn doanh thu dịch vụ đến từ các dự án BCC.
Doanh thu khác	2,7	6,0	-55,0%	12,6	12,4	1,5%		
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)</b>	<b>76,4</b>	<b>125,0</b>	<b>-38,9%</b>	<b>232,8</b>	<b>420,3</b>	<b>-44,6%</b>		
Biên lợi nhuận gộp	50,6%	19,5%	31,1 điểm %	29,6%	32,4%	-2,8 điểm %		Về lại mức bình thường do doanh thu xây dựng và cung cấp dịch vụ lỗ 292 tỷ đồng trong Q3/20.
Chi phí bán hàng	9,0	10,0	50,0%	35,7	25,3	41,1%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	127,7	79,3	85,1%	358,3	238,1	50,5%		
Doanh thu tài chính	371,6	16,4	-49,6%	388,4	78,0	398,3%		
Chi phí tài chính	18,6	11,6	554,3%	60,8	21,1	188,2%		Trong Q3/21, NLG đã hợp nhất CTCP Southgate và ghi nhận khoản lãi đánh giá lại 361 tỷ đồng.
Lợi nhuận từ công ty liên kết	0,0	1,1	-13,2%	94,8	43,8	116,3%		
Lợi nhuận hoạt động thuần	292,7	41,6	-160,6%	261,1	257,6	1,4%		
Thu nhập khác	1,2	2,3	42,6x	429,0	6,9	6117,4%		
LN trước thuế	293,9	44,0	568,8%	690,1	264,5	160,9%		
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)</b>	<b>297,1</b>	<b>29,3</b>	<b>915,5%</b>	<b>709,4</b>	<b>208,1</b>	<b>241,0%</b>	<b>60,4%</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Tổng tài sản của NLG tăng mạnh tính cuối Q3/21

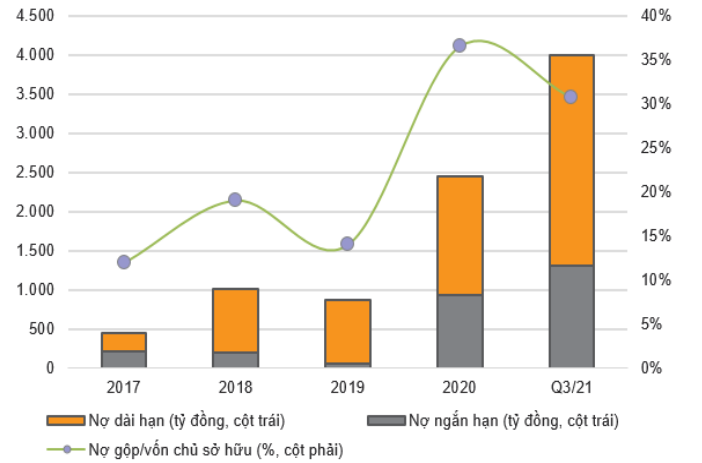
Tổng tài sản của NLG tính đến cuối Q3/21 đã tăng đáng kể lên 24.115 tỷ đồng (từ 13.643 tỷ đồng vào cuối năm 2020) do hợp nhất công ty Đồng Nai Waterfront City và CTCP Southgate. Việc đẩy mạnh phát triển các dự án quy mô lớn dẫn đến nhu cầu vốn lưu động của NLG tăng đáng kể. NLG đã phát hành riêng lẻ 60 triệu cổ phiếu để huy động gần 2.000 tỷ đồng trong Q3/21 để tài trợ cho các dự án này. Tổng dư nợ vay cũng tăng 151,3% svck lên 4.000,3 tỷ đồng trong Q3/21. Cuối Q3/21, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của NLG tăng 5,2% svck lên 0,3x.

**Hình 4: Hàng tồn kho cuối Q3/21 tăng mạnh do hợp nhất công ty Đồng Nai Waterfront City và CTCP Southgate (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 5: Tổng dư nợ góp của NLG tăng mạnh kể từ năm 2020 để tài trợ cho các dự án lớn**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Triển vọng năm 2021-23: LN ròng tăng mạnh mẽ nhờ lượng lớn sản phẩm được bàn giao

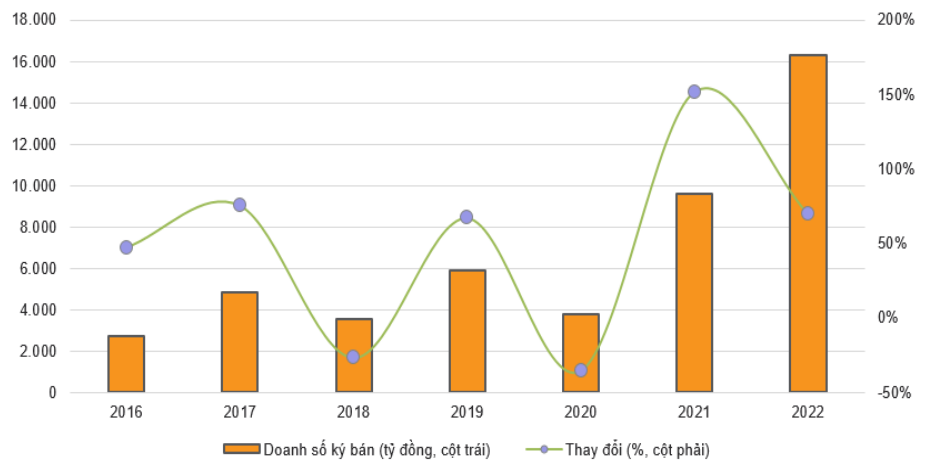
#### Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh số ký bán 2021 nhưng vẫn lạc quan triển vọng 2022

Chúng tôi ưa thích các sản phẩm nhà ở của NLG với các phân khúc trung cấp và bình dân, do những phân khúc này đáp ứng nhu cầu ở thực của người dân. Đặc biệt, hầu hết dự án của NLG đều nằm tại những vị trí đắc địa của các tỉnh lân cận TP.HCM như Đồng Nai, Long An, nơi đang thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư nhờ sự phát triển của cơ sở hạ tầng. Chúng tôi cho rằng những yếu tố đó đã góp phần giúp NLG ghi nhận tỷ lệ hấp thụ ấn tượng trong những ngày đầu mở bán khoảng 90-100% tại một số dự án như Mizuki Park, Southgate.

Nhưng tình hình dịch bệnh phức tạp ở phía Nam kể từ tháng 5/2021 đã ảnh hưởng đến hoạt động mở bán của NLG cũng như các dự báo về doanh số ký bán năm 2021 của chúng tôi. Trong 9T21, NLG đã bán được 1.355 căn từ 5 dự án là Southgate, Flora Mizuki, Flora Akari, Ehome Southgate, Cần Thơ 43ha. Tổng giá trị ký bán 9T21 đạt 5.078 tỷ đồng, thấp hơn dự kiến nhưng vẫn cao đáng kể so với 3.811 tỷ đồng đạt được trong năm 2020. Trong Q4/21, NLG dự kiến mở bán hơn 635 sản phẩm, chúng tôi ước đạt 4.517 tỷ đồng, từ 5 dự án là Southgate (110 căn), mở bán đầu tiên tại Izumi City (275 căn), Mizuki Park (250 căn), Cần Thơ 43ha và Ehome Southgate. Do đó, chúng tôi điều chỉnh doanh số ký bán 2021 giảm 24,7%, xuống còn 9.595 tỷ đồng (+151,8% svck).

Chúng tôi kỳ vọng dự án Paragon Đại Phước sẽ được mở bán vào năm 2022, sau khi NLG hoàn tất chuyển nhượng 50% cổ phần tại dự án này trong nửa đầu 2022 (trong đó, NLG đã hoàn tất chuyển nhượng 25% trong Q3/21). Cùng với các dự án đang triển khai và nhu cầu nhà ở phục hồi, chúng tôi ước tính doanh số ký bán năm 2022 của NLG sẽ tăng mạnh mẽ 70,2% svck lên 16.332 tỷ đồng.

Hình 6: Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán trong 2021-22 đạt 25.928 tỷ đồng, mức cao nhất từ trước đến nay



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Kế hoạch phát triển các dự án NLG

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu của NLG	Diện tích đất (ha)	Số sản phẩm (căn)	Kế hoạch phát triển*						
						2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 trở đi
Waterfront	Đồng Nai	Valora	65,1%	170,0	3.691							
		Flora			3.215							
Southgate	Bến Lức, Long An	Khu đô thị	50%	165,0	3.606							
Akari	Bình Tân, TP HCM	Flora	50%	8,8	4.827							
Mizuki	Bình Chánh, TP HCM	Valora	50%	26,2	187							
		Flora			4.124							
Waterpoint	Bến Lức, Long An	Khu đô thị	100%	190,0	N/A							
Đại Phước	Đồng Nai	Khu đô thị	100%	45,0	677							
Hải Phòng	Thủy Nguyên, Hải Phòng	Ehomes	50%	21,0	2.357							
		Valora			739							
Nam Long 2	Cần Thơ	Đất nền	100%	43,0	1.557							

(\*) Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xám. Kế hoạch phát triển chi tiết không được thông báo bởi công ty.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Thay đổi dự phóng 2021-23

NLG bắt ngờ hợp nhất CTCP Southgate và ghi nhận khoản lãi tài chính 361 tỷ đồng trong Q3/21, các dự án Southgate và Ehome Southgate sẽ được hạch toán hợp nhất thay vì ghi nhận lãi từ công ty liên doanh liên kết. Do đó, chúng tôi thay đổi dự phóng 2021-23 như sau:

#### Năm 2021:

- Chúng tôi giảm DT từ Akari xuống 2.397 tỷ đồng từ 3.240 tỷ đồng do dịch bùng phát lần thứ 4 đã ảnh hưởng kế hoạch bàn giao trong Q3/21.
- Chúng tôi hợp nhất DT của Southgate là 697 tỷ đồng trong Q4/21.
- Chúng tôi hoãn thu nhập một lần 300 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng Paragon Đại Phước sang năm 2022 trên cơ sở các kế hoạch mới của NLG.
- Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh dự phóng DT năm 2021 giảm 7,8% xuống 4.587 tỷ đồng (+106,9% svck) và LN ròng năm 2021 giảm 2,4% xuống 1.175 tỷ đồng (+40,8% svck) do khoản lãi tài chính từ hợp nhất CTCP Southgate bù đắp những thiếu hụt này.

#### Năm 2022:

- Chúng tôi tăng DT từ Akari lên 2.109 tỷ đồng từ 1.311 tỷ đồng nhờ lượng căn hộ bị hoãn bàn giao trong Q3/21.
- Chúng tôi hợp nhất DT của Southgate là 1.748 tỷ đồng.

- Chúng tôi hạ DT từ Izumi City xuống còn 744 tỷ đồng từ 1.925 tỷ đồng để phản ánh việc xây dựng bị chậm lại do đợt bùng phát COVID-19 lần thứ 4.
- Chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ ghi nhận khoản thu nhập một lần 600 tỷ đồng sau khi hoàn tất việc chuyển nhượng 50% cổ phần tại Paragon Đại Phước trong 2022 (NLG đã hoàn tất chuyển nhượng 25% cổ phần tại dự án này trong Q3/21).
- Nhìn chung, chúng tôi nâng dự phóng DT 2022 +21,2% lên 7.265 tỷ đồng (+58,4% svck) và LN ròng 2022 tăng 17,5% lên 1.695 tỷ đồng (+44,2% svck).

**2023:**

- Chúng tôi hợp nhất DT của Southgate là 3.151 tỷ đồng.
- Chúng tôi kỳ vọng Paragon Đại Phước sẽ đóng góp 2.445 tỷ đồng doanh thu.
- Chúng tôi dời ghi nhận DT từ Akari giai đoạn tiếp theo là 4.211 tỷ đồng sang năm 2024, do không được mở bán trong năm 2021 như dự kiến trong bối cảnh dịch bùng phát phức tạp.
- Chúng tôi dời ghi nhận 1.121 tỷ đồng DT từ Nam Long Hải Phòng sang 2024 do chúng tôi tin rằng NLG sẽ tập trung vào các dự án lớn đang triển khai ở miền Nam trong năm 2022-23.
- Nhìn chung, chúng tôi nâng dự báo DT năm 2023 +6,3% lên 11.089 tỷ đồng (+52,6% svck) và LN ròng năm 2023 tăng 8,5% lên 1.962 tỷ đồng (+15,8% svck).

**Hình 8: Thay đổi dự phóng**

	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	4.587	7.265	11.089	4.974	5.992	10.429	-7,8%	21,2%	6,3%
Lợi nhuận gộp	1.539	2.989	4.974	1.673	2.441	4.098	-8,0%	22,4%	21,4%
Biên lợi nhuận gộp	33,5%	41,1%	44,9%	33,6%	40,7%	39,3%	-0,1 điểm %	0,4 điểm %	5,6 điểm %
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	(890)	(1.194)	(1.566)	(937)	(980)	(1.329)	-5,0%	21,9%	17,9%
LN hoạt động thuần	649	1.794	3.407	735	1.461	2.769	-11,8%	22,8%	23,0%
Doanh thu tài chính	418	700	210	455	280	280	-8,1%	150%	-25%
Chi phí tài chính	(110)	(139)	(144)	(108)	(163)	(136)	1,7%	-15%	5,3%
Thu nhập khác	429	16	10	419	16	10	15,5 lần	0%	0%
LN từ công ty liên kết	94	(14)	284	126	328	673	-25,5%	-104,2%	-57,8%
LN sau thuế	1.332	2.067	3.065	1.416	1.672	3.128	-5,9%	23,6%	-2,0%
Lợi nhuận ròng	1.175	1.695	1.962	1.204	1.442	1.809	-2,4%	17,5%	8,5%

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Phụ lục: Tiến độ xây dựng các dự án của NLG tính đến 30/09/2021**

**Hình 9: Dự án Akari City: sẵn sàng bàn giao trong Q4/21 và 2022**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 10: Dự án Southgate: giai đoạn 1 đã bắt đầu bàn giao từ 2020**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 11: Dự án Izumi City: dự kiến 275 sản phẩm đầu tiên được mở bán trong Q4/21**



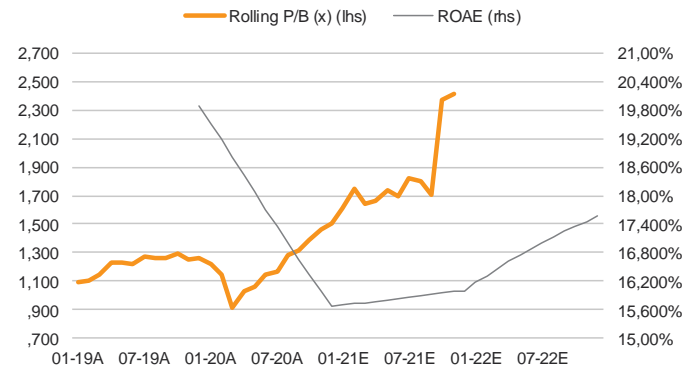
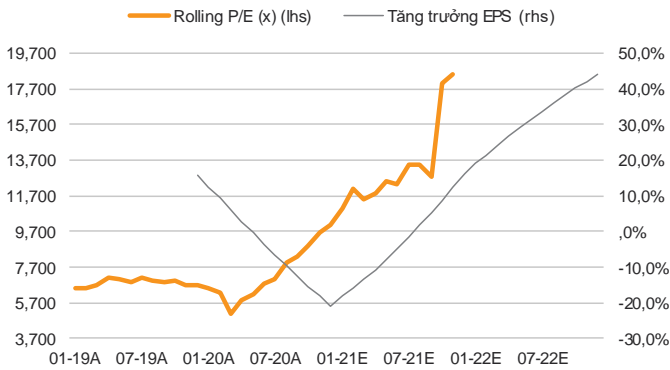
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 12: Cần Thơ 43ha: đã mở bán đợt đầu tiên trong Q3/21**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.587	7.265	11.089
Giá vốn hàng bán	(3.048)	(4.276)	(6.115)
Chi phí quản lý DN	(633)	(757)	(865)
Chi phí bán hàng	(257)	(438)	(702)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>649</b>	<b>1.794</b>	<b>3.407</b>
EBITDA thuần	709	1.855	3.469
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>62</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>649</b>	<b>1.794</b>	<b>3.407</b>
Thu nhập lãi	418	700	210
Chi phí tài chính	(110)	(139)	(144)
Thu nhập ròng khác	429	16	10
TN từ các Cty LK & LD	60	61	62
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.480</b>	<b>2.358</b>	<b>3.768</b>
Thuế	(148)	(291)	(641)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(157)	(372)	(1.103)
<b>LN ròng</b>	<b>1.175</b>	<b>1.695</b>	<b>1.962</b>
Thu nhập trên vốn	1.117	1.610	1.926
Cổ tức phổ thông	(518)	(518)	(518)
<b>LN giữ lại</b>	<b>657</b>	<b>1.177</b>	<b>1.506</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.894	1.308	4.265
Đầu tư ngắn hạn	1.393	1.393	1.393
Các khoản phải thu ngắn hạn	542	671	860
Hàng tồn kho	16.660	21.622	24.708
Các tài sản ngắn hạn khác	330	345	397
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>22.712</b>	<b>27.536</b>	<b>34.275</b>
Tài sản cố định	111	101	90
Tổng đầu tư	867	854	854
Tài sản dài hạn khác	700	851	1.125
<b>Tổng tài sản</b>	<b>24.762</b>	<b>29.668</b>	<b>36.626</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.212	1.200	1.715
Phải trả người bán	570	799	1.143
Nợ ngắn hạn khác	3.968	6.275	9.442
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>6.784</b>	<b>9.700</b>	<b>14.314</b>
Vay & nợ dài hạn	2.684	3.134	3.084
Các khoản phải trả khác	1.804	1.854	1.785
Vốn điều lệ và	3.453	3.453	3.453
LN giữ lại	2.980	4.098	5.457
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.089</b>	<b>10.207</b>	<b>11.567</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>24.762</b>	<b>29.668</b>	<b>36.626</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.480</b>	<b>2.358</b>	<b>3.768</b>
Khấu hao	60	61	62
Thuế đã nộp	(148)	(291)	(641)
Các khoản điều chỉnh khác	(111)	(142)	(200)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(1.774)</b>	<b>(2.637)</b>	<b>(54)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>(1.324)</b>	<b>(1.215)</b>	<b>2.574</b>
Đầu tư TSCĐ	(162)	(7)	(7)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(1.252)	716	504
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.413)</b>	<b>709</b>	<b>497</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	2.255	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	383	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.439	438	466
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(518)	(518)	(518)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>3.558</b>	<b>(80)</b>	<b>(52)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1.073	1.894	1.308
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>821</b>	<b>(586)</b>	<b>3.019</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1.894	1.308	4.265

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	56,6%	55,2%	48,3%
Vòng quay TS	0,24	0,27	0,33
ROAA	6,1%	6,3%	6,1%
Đòn bẩy tài chính	2,61	2,81	3,04
ROAE	16,0%	17,6%	18,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	133,1	137,7	143,9
Số ngày nắm giữ HTK	6.154,1	7.539,3	7.499,5
Số ngày phải trả tiền bán	210,5	278,7	346,9
Vòng quay TSCĐ	12,81	20,28	30,95
ROIC	6,8%	8,8%	9,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,3	2,9	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,6	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,3	0,4
Vòng quay tiền	6.076,7	7.398,4	7.296,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	106,9%	58,4%	52,6%
Tăng trưởng LN từ HDKD	174,5%	176,6%	89,9%
Tăng trưởng LN ròng	40,8%	44,2%	15,8%
Tăng trưởng EPS	40,8%	44,2%	15,8%

Nguồn: VND RESEARCH



## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

### **Khuyến nghị cổ phiếu**

<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### **Khuyến nghị ngành**

<b>TÍCH CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG TÍNH</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TIÊU CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## **KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### **Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### **Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích**

Email: [tu.nguyencam2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyencam2@vndirect.com.vn)

### **Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp**

Email: [toan.chuduc@vndirect.com.vn](mailto:toan.chuduc@vndirect.com.vn)

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

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>