

KHUYẾN NGHỊ		MUA		CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (HSX: NLG)	
				LỢI NHUẬN TẠO ĐÁY ĐIỂM RƠI BÀN GIAO BẮT ĐẦU	
Giá hiện tại:	44,000	Ngày viết báo cáo:	20/05/2024	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước:	44,700	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	384.1	Nguyễn Xuân Quang	12.1%
Giá mục tiêu mới:	51,300	Vốn hóa (tỷ VND)	16,930	Văn Việt Sơn	6.0%
Lợi suất cổ tức:	1.1%	Thanh khoản bình quân:	60.7	Thai Binh Investment Corp.	5.9%
Upside:	16.6%	% Sở hữu nước ngoài:	48.5%		

Research Department:
Lâm Việt
(Bất động sản, KCN)
vietl@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ
So với Báo cáo khuyến nghị **MUA** gần nhất ngày 15/11/2023 ([link](#)), NLG hiện tại đã tiệm cận mức giá mục tiêu cũ của chúng tôi.

Mặc dù KQKD 1Q2024 kém khả quan khi ghi nhận mức lỗ ròng -75 tỷ VND. Tuy nhiên, BSC cho rằng KQKD đã tạo đáy trong 1Q2024 và duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NLG, đồng thời nâng +14.8% giá mục tiêu từ 44,700 VND/cp lên 51,300 VND/cp (upside +16.6%) sau khi điều chỉnh (1) P/B mục tiêu cho 2 dự án Paragon Đại Phước, Waterpoint giai đoạn 2 từ 1.3x lên 1.5x – tương đương với trung bình ngành hiện tại, (2) tăng giá bán tại Akari, Southgate theo sát thực tế ~50 triệu VND/m2 và (3) dời năm cơ sở sang giữa năm 2024.

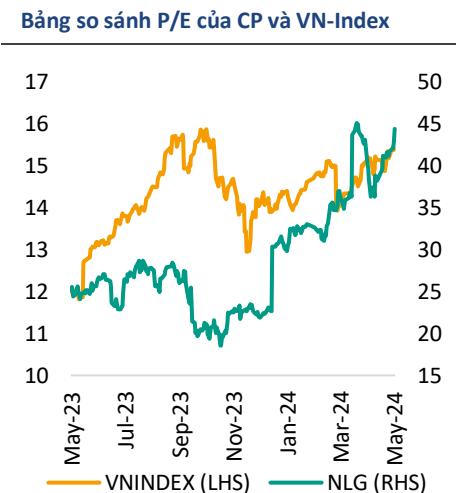
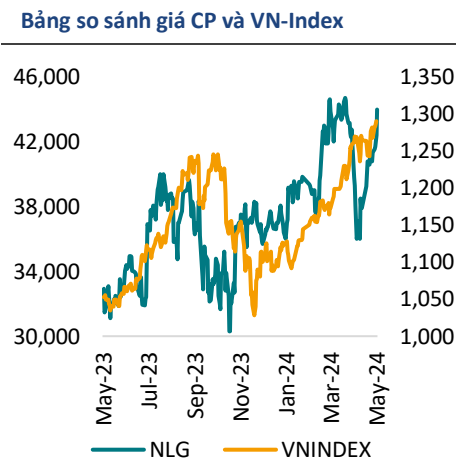
DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH
Năm 2024: BSC dự báo DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 6,487 tỷ VND (+104% YoY) và 695 tỷ VND (+44% YoY) nhờ điểm rơi bàn giao các sản phẩm Flora tại Akari City và sự trở lại của sản phẩm Valora Southgate. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm còn 34.1% từ mức 49.1% chủ yếu do tỷ trọng doanh số bàn giao Valora (thấp tầng) năm 2024 thấp hơn 2023.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Doanh số mở bán mới (presale) phục hồi +98% YoY năm 2024 và quay lại mức nền cao +67% YoY năm 2025 trong bối cảnh cả ngành chung vẫn còn khó khăn về nguồn cung sẵn sàng mở bán do lệch pha cung cầu và năng lực tài chính chưa được cải thiện.
- Định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng quy mô vốn hóa và quỹ đất. NLG hiện đang giao dịch tại P/B 2024F = 1.68x và P/B 2025F = 1.55x so với mức P/B = 2.1x của các DN cùng quy mô. Chúng tôi lưu ý do cách tiếp cận thận trọng tại 2 dự án lớn theo phương pháp P/B, định giá của NLG vẫn còn dư địa tăng khi kế hoạch triển khai tại Paragon Đại Phước và Waterpoint giai đoạn 2 rõ ràng hơn.

CẬP NHẬT ĐHCĐ 2024
Kế hoạch kinh doanh năm 2024: NLG đặt kế hoạch doanh thu năm 2024 đạt 6,657 tỷ VND (+111% YoY) nhờ bàn giao 2,660 sản phẩm từ các dự án Akari, Southgate (Valora, Ehome), Cần Thơ (đất nền, EhomeS). Doanh số mở bán mới dự kiến là 9,445 tỷ VND (+145% YoY) đóng góp từ tiếp tục mở bán các sản phẩm còn lại của các dự án hiện hữu, chủ yếu tại Akari (300 sản phẩm Valora) và Southgate (870 sản phẩm bao gồm Valora, Ehome).

Tầm nhìn 2024-2026: đối với các dự án tự triển khai, doanh nghiệp duy trì chiến lược tập trung các sản phẩm vừa túi tiền Ehome ở giai đoạn đầu



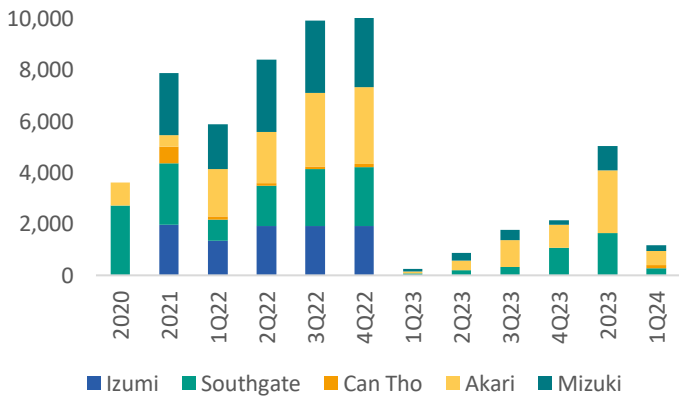
	2021	2022	2023	2024F		2021	2022	2023	2024F
PE (x)	13.9	27.7	38.6	25.4	Doanh thu thuần	5,206	4,339	3,181	6,487
PB (x)	1.59	1.58	1.80	1.68	Lợi nhuận gộp	1,778	1,984	1,562	2,211
P/S (x)	2.7	3.3	5.3	2.6	LNST-CĐTS	1,071	556	484	695
ROE (%)	10.9%	6.5%	5.9%	6.6%	EPS	2,658	1,335	1,141	1,734
ROA (%)	6.3%	3.2%	2.8%	3.2%	% Tăng trưởng EPS	-4%	-50%	-14%	52%

I. CẬP NHẬT KQKD 1Q2024: Kém tích cực do điểm “trũng” bàn giao sản phẩm

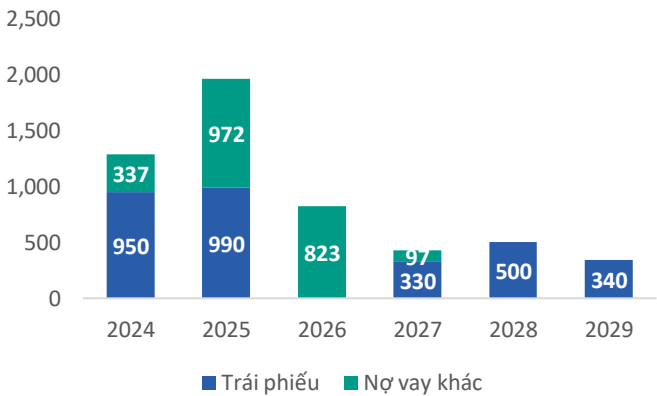
(Tỷ VND)	1Q23	4Q23	1Q23	%YoY	%QoQ	Note
Doanh thu thuần	235	1,636	205	-13%	-87%	KQKD 1Q2024: Doanh thu thuần đạt 205 tỷ VND (-13% YoY) với 37 căn Ehome, 4 căn valora tại dự án Southgate và 9 căn valora tại dự án Izumi. Lợi nhuận gộp giảm mạnh còn 87 tỷ VND (-46% YoY, biên LNG đạt 42.3%) giảm mạnh do “điểm trũng” của giai đoạn triển khai khi các sản phẩm Flora và Valora chỉ mới bắt đầu tái khởi động từ 2H2023. Các chi phí cố định khác trong SG&A không đổi trong khi bàn giao Mizuki thấp hơn so với cùng kỳ khiến cho doanh nghiệp ghi nhận lỗ ròng -77 tỷ VND trong 1Q2024 (so với 16 tỷ VND trong 1Q2023 và 482 tỷ VND trong 4Q2023)
- Kinh doanh BĐS	175	1,546	162	-7%	-90%	
- Cung cấp dịch vụ	47	88	35	-26%	-60%	
- Xây dựng	4	5	4	-1%	-12%	
- Cho thuê BĐS đầu tư	9	(3)	3	-63%	-221%	
Lợi nhuận gộp	160	692	87	-46%	-87%	Về công tác bán hàng: Chúng tôi vẫn nhận thấy công tác bán hàng vẫn duy trì khả năng hấp thụ tốt với doanh số mở bán mới đạt hơn 1,168 tỷ VND trong 1Q2024 so với 867 tỷ VND trong 1H2023.
%GPM	68%	42%	42%	-38%	0%	
Chi phí bán hàng	(37)	(187)	(33)	-11%	-82%	
Chi phí QLDN	(141)	(167)	(112)	-21%	-33%	
%SG&A/Revenue	-76%	-22%	-71%	-7%	226%	
EBIT	(19)	338	(58)	210%	-117%	
Doanh thu tài chính	46	128	26	-44%	-80%	
Chi phí tài chính	(77)	(87)	(51)	-34%	-42%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LDLK	78	213	24	-69%	-89%	
LNTT	34	611	(47)	-235%	-108%	
LNST	16	482	(65)	-500%	-113%	
LNST-CĐTS	7	290	(77)	-12.3x	-127%	

Nguồn: NLG, BSC Research

Doanh số mở bán mới tiếp tục duy trì đà hồi phục



So với lượng backlog chuyển sang 2024 lên đến 8,283 tỷ VND và tiền thu từ khách hàng chỉ khoảng 30-50%, áp lực tất toán nợ vay đối với NLG không quá lớn



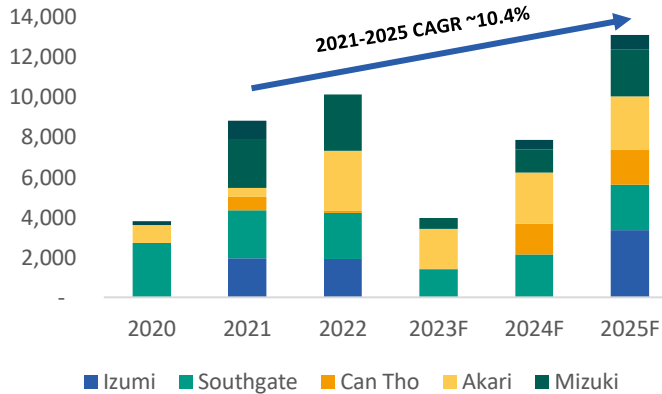
Nguồn: NLG, BSC Research

II. ĐIỀU CHỈNH DỰ PHÓNG DOANH SỐ MỞ BÁN MỚI GIAI ĐOẠN 2024-2025

Trong năm 2024, NLG sẽ mở bán mới các sản phẩm thấp tầng tại dự án Central Lake II (Cần Thơ), phân khu CC5 dự án Mizuki Park (796 sản phẩm cao tầng và 24 căn nhà phố) song song đó là tiếp tục bán các sản phẩm còn lại của Akari City giai đoạn 2, Southgate.

- **BSC duy trì ước tính giá trị mở bán mới năm 2024F còn 7,864 tỷ VND (+98%YoY, thấp hơn -16.7% so với kế hoạch của doanh nghiệp)** mặc dù số lượng sản phẩm valora tại Southgate, flora tại Mizuki hấp thụ ít hơn dự báo cũ theo kế hoạch mở bán của doanh nghiệp nhưng được bù đắp lại bởi hấp thụ tốt hơn tại Akari và mặt giá bán tăng theo sát thực tế. Hiện tại, NLG đang ở bước đầu trong quá trình đàm phán bán sỉ 7-8ha tại Southgate với các đối tác để phát triển các hạng mục tiện ích nội khu bao gồm 2 trung tâm thương mại và bệnh viện. Do hạn chế về mặt thông tin, chúng tôi không đưa các giao dịch trên vào dự phóng.
- **Sang năm 2025, chúng tôi điều chỉnh tăng 5% dự phóng doanh thu mở bán mới năm 2025F lên 13,111 tỷ VND (+67% YoY)** nhờ sự đóng góp trở lại mạnh mẽ của Southgate và Izumi.

Dự phóng doanh số mở bán mới - Presales (tỷ VND)



Nguồn: NLG, BSC Research

Akari City giai đoạn 2 đã cất nóc cả 4 tòa tháp, dự kiến bàn giao vào 4Q2024



Nguồn: NLG, BSC Research

III. DỰ PHÓNG KQKD

BSC điều chỉnh dự báo DTT và LNST-CĐTS năm 2024F so với báo cáo trước đó:

- **Doanh thu điều chỉnh giảm -4.8% so với dự báo trước, còn 6,487 tỷ VND (+104% YoY)** do doanh thu mở bán mới và giá trị backlog năm 2023 thấp hơn dự báo trước đó. Doanh thu thuần năm 2024 được đóng góp chính yếu đến từ bàn giao các sản phẩm flora tại Akari City giai đoạn 2 (chiếm 43% doanh thu kinh doanh BĐS), sản phẩm valora và Ehome tại Southgate (chiếm 45% doanh thu kinh doanh BĐS) và bàn giao các sản phẩm còn lại của Izumi.
- Biên lợi nhuận gộp năm 2024 giảm còn 34.1% từ mức 49.1% tương ứng với tỷ trọng bàn giao valora thấp hơn năm 2023.
- Chi phí tài chính tăng +91% so với dự báo cũ lên mức 275 tỷ VND (+5% YoY) sau khi xem xét điều chỉnh tỷ trọng phần lãi vay được vốn hóa.
- Tổng hợp các yếu tố trên, BSC dự báo **LNST-CĐTS năm 2024 đạt 695 tỷ VND (+44% YoY và giảm -15.1% so với dự báo trước)**.

(tỷ VND)	FY23	FY24 cũ	FY24 mới	% điều chỉnh	% YoY
Doanh thu	3,181	6,811	6,487	-5%	104%
- Kinh doanh BĐS	2,887	6,567	6,234	-5%	116%
- Cung cấp dịch vụ, xây dựng, cho thuê	294	244	252	3%	-14%
- Chuyển nhượng dự án	-	-	-		
- Khác	0	-	-		-100%
Giá vốn hàng bán	(1,619)	(4,562)	(4,275)	-6%	164%
Lợi nhuận gộp	1,562	2,249	2,211	-2%	42%
Chi phí bán hàng	(424)	(460)	(473)	3%	11%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(556)	(641)	(619)	-3%	11%
Lãi/lỗ HDKD	582	1,148	1,119	-3%	92%
Doanh thu tài chính	246	231	258	12%	5%
Chi phí tài chính	(42)	-	(20)		-53%
Chi phí lãi vay	(262)	(144)	(275)	91%	5%
Lợi nhuận từ CTLD/LK	418	91	96	7%	-77%
Lãi/lỗ khác	27	173	25	-86%	-6%
LN trước thuế	968	1,499	1,203	-20%	24%
Thuế thu nhập DN	(168)	(450)	(241)	-46%	44%
LN sau thuế	800	1,049	962	-8%	20%
CĐTS	317	230	267	16%	-16%
LNST-CĐTS	484	819	695	-15%	44%
EBITDA	633	1,165	1,178	1%	86%
EPS	1,141	2,052	1,734	-16%	52%

Nguồn: NLG, BSC Research

IV. ĐỊNH GIÁ

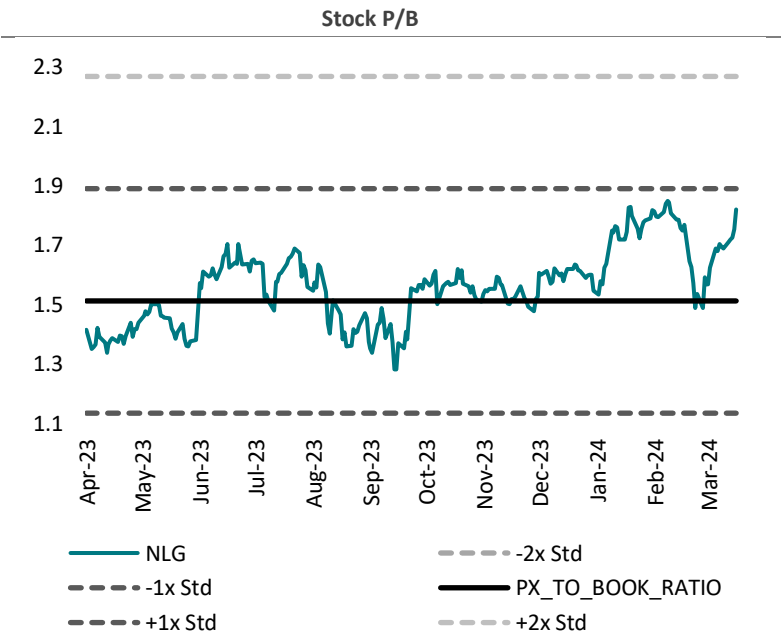
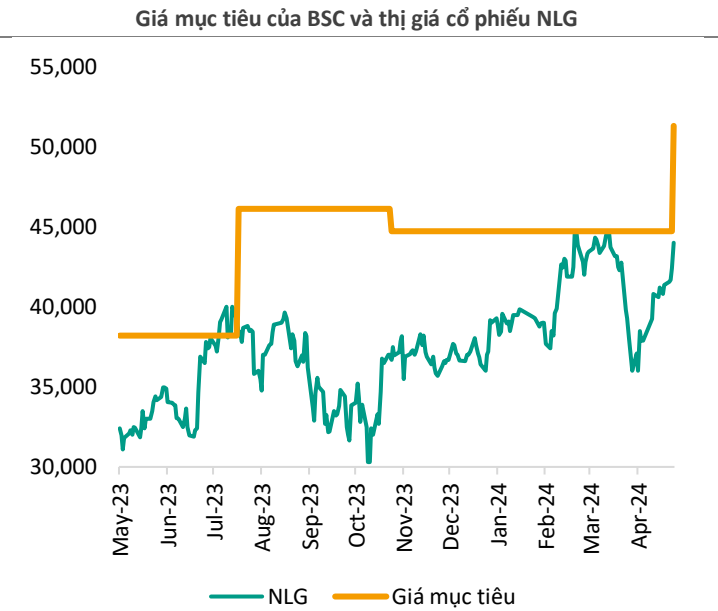
So với Báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất ngày 15/11/2023 ([link](#)), NLG hiện tại đã tiệm cận mức giá mục tiêu cũ của chúng tôi.

Mặc dù KQKD 1Q2024 kém khả quan khi ghi nhận mức lỗ ròng -75 tỷ VND. Tuy nhiên, BSC cho rằng KQKD đã tạo đáy trong 1Q2024 và duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NLG, đồng thời nâng giá mục tiêu từ 44,700 VND/cp lên 51,300 VND/cp (upside +16.6%) sau khi điều chỉnh (1) P/B mục tiêu cho 2 dự án Paragon Đại Phước, Waterpoint giai đoạn 2 từ 1.3x lên 1.5x – tương đương với trung bình ngành hiện tại, (2) tăng giá bán tại Akari, Southgate theo sát thực tế so với dự phóng ban đầu và (3) dời năm cơ sở sang giữa năm 2024.

Định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng quy mô vốn hóa và quỹ đất. NLG hiện đang giao dịch tại P/B 2024F = 1.68x và P/B 2025F = 1.55x so với mức P/B = 2.1x của các DN cùng quy mô. Chúng tôi lưu ý do cách tiếp cận thận trọng tại 2 dự án lớn theo phương pháp P/B, định giá của NLG vẫn còn dư địa tăng khi kế hoạch triển khai tại Paragon Đại Phước và Waterpoint giai đoạn 2 rõ ràng hơn

Tỷ VND	Phương pháp	Đánh giá lại	% Tỷ lệ sở hữu	NLG
Akari	RNAV	7,154	50%	3,577
Mizuki	RNAV	3,712	50%	1,856
Southgate	RNAV	4,681	65%	3,042
Izumi	RNAV	11,187	65%	7,283
Cần Thơ	RNAV	1,190	100%	1,190
Hải Phòng (Ehome)	RNAV	390	50%	195
Waterpoint GĐ2	P/B	1,454	100%	2,181
Paragon Đại Phước	P/B	1,261		1,891
Khác	Book value	490		490
Tổng giá trị đánh giá lại				21,707
(+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn				3,638
(-) Nợ vay				(5,614)
Tổng giá trị doanh nghiệp				19,730
Số lượng cổ phiếu (triệu)				384.8
Giá hiện tại				44,000
Giá mục tiêu				51,300
Tiềm năng tăng giá				16.6%
Lợi suất cổ tức				1.1%

Nguồn: BSC Resarch



Nguồn: Bloomberg, BSC Resarch

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	4,339	3,181	6,487	8,414
Giá vốn hàng bán	(2,355)	(1,619)	(4,275)	(5,542)
Lợi nhuận gộp	1,984	1,562	2,211	2,872
Chi phí bán hàng	(511)	(424)	(473)	(593)
Chi phí QLDN	(644)	(556)	(619)	(776)
Lãi/lỗ HDKD	829	582	1,119	1,503
Doanh thu tài chính	386	246	258	69
Chi phí tài chính	(51)	(42)	(20)	(20)
Chi phí lãi vay	(148)	(262)	(275)	(272)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	25	418	96	134
Lãi/lỗ khác	29	27	25	25
LN trước thuế	1,070	968	1,203	1,439
Thuế thu nhập DN	(204)	(168)	(241)	(288)
LN sau thuế	866	800	962	1,151
CĐTS	309	317	267	297
LNST-CĐTS	556	484	695	854
EBITDA	865	633	1,178	1,580
EPS	1,335	1,141	1,734	2,130

LCTT (tỷ đồng)	2022F	2023F	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	1,070	968	1,203	1,439
Khấu hao và phân bổ	36	51	60	77
Thay đổi vốn VLĐ	(701)	(2,116)	295	(1,468)
Điều chỉnh khác	(629)	(1,089)	(890)	(895)
LCTT từ HĐ KD	(225)	(2,186)	668	(847)
Tiền chi mua TSCĐ	(112)	(27)	(53)	(51)
Đầu tư khác	(436)	249	113	117
LCTT từ HĐ đầu tư	(547)	222	61	66
Tiền chi trả cổ tức	(327)	(187)	(187)	(187)
Tiền từ vay ròng	1,574	918	(493)	(73)
Tiền thu khác	187	-	(0)	0
LCTT từ HĐ tài chính	1,434	731	(680)	(260)
Dòng tiền đầu kỳ	3,112	3,773	2,540	2,588
Tiền trong kỳ	662	(1,233)	48	(1,041)
Dòng tiền cuối kỳ	3,773	2,540	2,588	1,547

CĐKT (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	23,489	25,309	26,815	28,887
Tiền	3,773	2,540	2,588	1,547
Đầu tư ngắn hạn	987	1,050	1,050	1,050
Phải thu ngắn hạn	3,570	3,634	4,859	6,098
Hàng tồn kho	14,828	17,348	17,582	19,456
TS ngắn hạn khác	330	736	736	736
Tài sản dài hạn	3,599	3,293	3,725	4,416
Tài sản hữu hình	154	146	152	158
Tài sản dở dang dài hạn	128	44	44	44
Đầu tư dài hạn	236	299	299	299
Tài sản dài hạn khác	3,081	2,803	3,229	3,913
Tổng Tài sản	27,088	28,602	30,540	33,302
Tổng nợ ngắn hạn	8,851	9,887	12,201	13,950
Nợ phải trả	981	1,175	791	876
Vay ngắn hạn	1,804	2,402	2,923	2,987
Nợ ngắn hạn khác	6,065	6,309	8,487	10,087
Tổng nợ dài hạn	4,922	5,187	3,861	3,724
Vay dài hạn	3,375	3,705	2,692	2,554
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	354	260	-	-
Nợ dài hạn khác	1,193	1,222	1,170	1,170
Tổng nợ phải trả	13,773	15,074	16,062	17,674
Vốn góp	3,841	3,848	3,848	3,848
Thặng dư VCP	2,643	2,642	2,642	2,642
LN chưa phân phối	2,493	2,879	3,574	4,428
Vốn chủ khác	13	14	1	1
Cổ đông thiểu số	4,325	4,145	4,412	4,710
Tổng vốn chủ sở hữu	13,315	13,528	14,478	15,629
Tổng nguồn vốn	27,088	28,602	30,540	33,302
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	384	385	385	385

Chỉ số (%)	2022F	2023F	2024F	2025F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	2.7	2.6	2.2	2.1
Hệ số TT nhanh	1.0	0.8	0.8	0.7
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	19%	21%	18%	17%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	58%	65%	56%	51%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	2,309	3,925	1,501	1,281
Số ngày phải thu	300	417	273	265
Số ngày phải trả	363	520	166	141
CCC	2,246	3,822	1,609	1,404
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	46%	49%	34%	34%
Biên Lợi nhuận ròng	20%	25%	15%	14%
ROE	6.5%	5.9%	6.6%	7.4%
ROA	3.2%	2.8%	3.2%	3.5%
Định giá				
PE	33.0	38.6	25.4	20.7
PB	1.88	1.80	1.68	1.55
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-17%	-27%	104%	30%
Tăng trưởng EBIT	6%	-30%	92%	34%
Tăng trưởng LNTT	-41%	-8%	20%	20%
Tăng trưởng EPS	-50%	-14%	52%	23%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8,9 Tòa nhà Thái Holdings, 210 Đường Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội.

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place, Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh.

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

