

推奨

買い

ナムロン投資株式会社(HSX: NLG)

販売額は記録的なレベルを達成

現値:	42,800	レポート作成日:	26/8/2022	株主構成	
前理論価格	54,000	流行中株数(100 万)	382.9	Nguyễn Xuân Quang	11.1%
新理論価格	53,500	時価総額(10 億ドン)	16,543	IBEWORTH PTE LTD	8.2%
配当率	0%	過去 6 カ月平均売買高	1,891,270	CTCP Đầu Tư Thái Bình	5.0%
上昇率	25%	外国人投資家保有率	35.6%	Nguyễn Thị Bích Ngọc	3.6%

業界分析:

Phan Quốc Bửu

(不動産業、小売行)

buupq@bsc.com.vn

テクニク分析:

目標価格: N/A VND

損切り値: N/A VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は(1) 加重平均資本コスト(WACC)が 12%であり、(2)案件の展開進捗が予定より遅くなるリスク及び費用増加のリスクに対して 10%割引する、(3) Mizuki Park 案件の販売価格を引き上げという仮定を基づく、NLG 株の理論株価を 2022 年 8 月 26 日の終値比 25%増の 5 万 3,500VND/株と評価し、NLG の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2022 年には、NLG の収入を前年比 41.7%増の 7 兆 3,740 億ドン、税引後利益を同 14%増の 1 兆 2,200 億ドン、EPSFW を 3,185VND/株、PEFW を 14.3x、PBFW を 1.6xと予想しております。

投資観点

- 2022 年～2023 年の期間における販売総額は中時価総額がある不動産企業の中に最高水準を記録する。
- 大きな土地面積(681 ヘクタール)を有してるのは 2023 年～2025 年の期間における利益成長を確保するだろう。

リスク

- 案件の販売開始計画は法的な問題及び新型コロナウイルス感染症の流行により遅れる。
- 借入金利、業界の周期などの不動産業の一般的リスク。

企業アップデート

- 収入は前年同期比 187%急増したが、利益が資産再評価から他の利益を計上しなかったことで減少した。収入と親会社株主帰属利益はそれぞれ、前年同期比 187%増の 1 兆 8,280 億ドン、同 73%減の 1,110 億ドンだった。
- 2022 年上半期の新規販売総額は 2021 年実施額の 42%を超え、8 兆 4,100 億ドンだった。2022 年 6 月 31 日の時点での NLG の新規販売額

は前年同期比 87%増の 8 兆 4,100 億ドン、5 つの案件の 1,538 製品だった。

	2020	2021	2022F	VN-Index		2019	2020	2021	2022F
PE (x)	14.8	15.4	14.3	13.3	収入	2,546	2,217	5,206	7,374
PB (x)	2.2	1.9	1.6	2.1	売上総利益	1,066	671	1,778	3,108
PS (x)	3.0	4.4	5.5	13.3	税引後利益	960	835	1,071	1,220
ROE (%)	14.9%	12.0%	12.0%	13%	EPS	3,697	2,927	2,796	3,185
ROA (%)	6.1%	4.5%	4.4%	2%	EPS の成長率	16%	-21%	-4%	14%

企業アップデート

NLG の利益を計上する期間は 2022 年第 3 四半期と第 4 四半期である。これは(1)案件を引き渡す期間、(2)Paragon Dai Phuoc 案件の株式の売却から利益ということからだ。

収入は前年同期比 187%急増したが、利益が資産再評価から他の利益を計上しなかったことで減少した。収入と親会社株主帰属利益はそれぞれ、前年同期比 187%増の 1 兆 8,280 億ドンで年間計画の 25%を達成し、同 73%減の 1,110 億ドンで年間計画の 9.2%を達成した。2022 年下半期には、NLG は Valora Southgate 案件、Akari City 案件と Mizuki Park 案件を引き渡す予定だ。

	6T2022	6T2021	% YoY	ノート
収入	1,828	637	187%	-
土地、アパート、タウンハウス、 邸宅からの収入	1,689	69	2347%	-
建設事業	117	40	190%	-
サービス供給事業	23	447	-95%	-
案件譲渡からの収入	-	80	-100%	-
売上総利益	811	156	419%	-
<u>売上総利益率</u>	<u>44%</u>	<u>25%</u>		- 販売費用は急増した。
販管費用	502	257	95%	
販管費用/売上高の割合	<u>27%</u>	<u>40%</u>		
EBIT	310	-101	-407%	-
金融活動事業による収入	50	17	195%	-
財務費用	81	17	383%	-
関連会社からの損益	3	95	-97%	-
税引前利益	5	428	-99%	-
法人税	286	396	-28%	-
税引後利益	61	11		-
少数株主持分	225	414	-46%	-
親会社の税引後利益	114	2		-
関連会社からの損益	111	412	-73%	-
EPS(VND/株)	291	1,077		
売上総利益率	44%	25%		

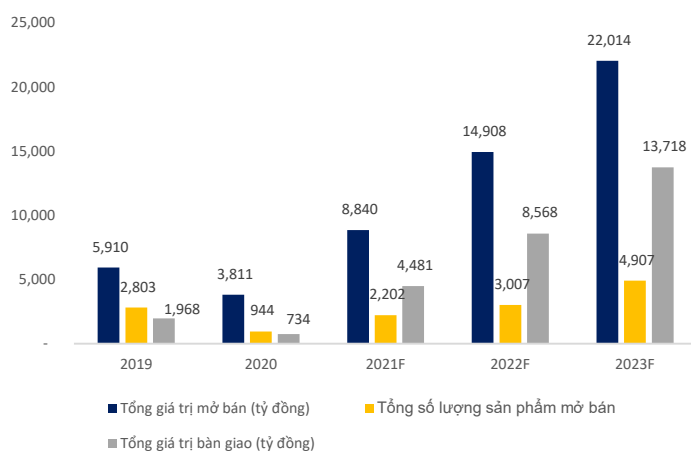
2022 年上半期の新規販売からの収入規模、NLG が 2022 年に中型不動産企業の中に企業トップであると期待されている。

2022 年 8 月 26 日-HSX: NLG

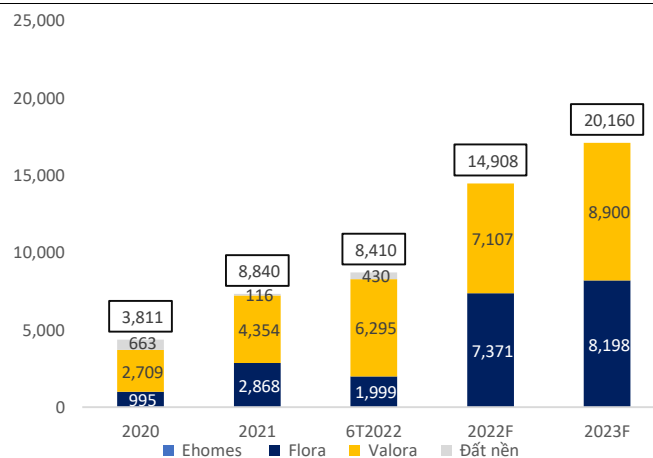
2022 年上半期には、新規販売総額は 8 兆 4,100 億ドンで、2021 年実施額の 42%を超えた。2022 年 6 月 31 日の時点で、NLG の新規販売額は前年同期比 87%増の 8 兆 4,100 億ドンであり、Izumi City 案件、Mizuki Park 案件、Akari City 案件、Southgate 案件と Cần Thơ 案件という 5 案件を含む新規販売製品数は 1,538 戸だった。BSC は中小時価総額がある上場不動産企業と比べて、NLG が多くの売却可能な案件を持つ少ない不動産企業であると評価しております。そのうち、吸収率は 70~80%で維持している。これは 2023 年~2025 年の期間における NLG の利益成長を確保するだろう。

NLG の利益を計上する期間は 2023 年からだ。

2022 年 6 ヶ月には、新規販売総額と新規販売製品数は 2021 年の新規販売総額とほぼ同じだ。



ソース: NLG, BSC Research



ソース: NLG, BSC Research

結果は衛星都市区へのシフト方向の構築から徐々に来ている。2018 年~2020 年の期間には、BSC は、NLG が土地面積を 681 ヘクタールに増やすことを集中した少ない企業の 1 つであると認識しております。それによると、NLG は Izumi City 案件、Mizuki Park 案件、Akari City 案件、Southgate 案件と Cần Thơ 案件を含む 5 つの案件で多くの展開可能な案件を持っている中規模の不動産企業である。また、NLG も Paragon Đại Phước 案件と Paragon Hải Phòng 案件を含む 2023 年に展開される 2 つの案件がある。Mizuki Park 案件と Akari City 案件を除いて、残り案件はホーチミン市の周りの衛星都市区に設置する低層セグメントに集中している。これはホーチミンと隣接する省間の接続インフラを促進する現在傾向と一致している。

BSC は 2021 年~2025 年の期間における 40 ヘクタールを超える規模がある一連の案件の展開が NLG の収入と利益を向上すると評価しております。また、Valora 案件が今後の数年間に主な成長原動力であるだろう。

BSC は NLG の 2023 年新規販売総額が 22 兆 140 億ドンであると予測しております。

健全な財務でマージン利用の強化は資本供給が制限されている背景に NLG の利点になるだろう。2020 年~2021 年の期間には、NLG の ROE は低下したが、2023 年~2025 年の期間に改善されると期待しております。

NLG は社債チャンネルを通じる資本を調達することができる少ない企業の 1 つだ。2022 年上半期には、NLG は Waterpoint 案件第 2 期を開発するために、7 年間固定金利の 9.35%で IFC への社債の 1 兆 VND を発行した。

2022 年業績予測

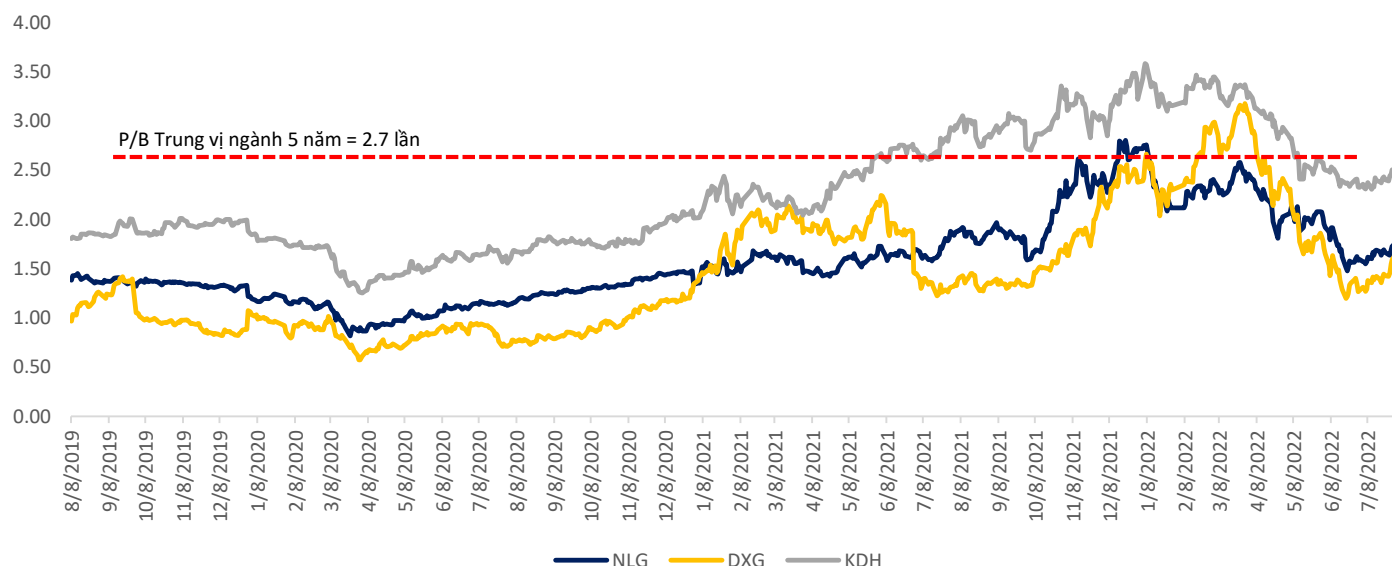
2021 年の利益は主な Waterpoint 案件第 1 期、Mizuki Park 案件、Akari City 案件及び Pargon Đại Phước 案件の 50%を譲渡することから来た。BSC は 2022 年には、NLG の収入を前年比 41.7%増の 7 兆 3,740 億ドン、税引後利益を同 14%増の 1 兆 2,200 億ドン、EPSFW を 3,185VND/株、PEFW を 14.3x、PBFW を 1.6xと予想しております。

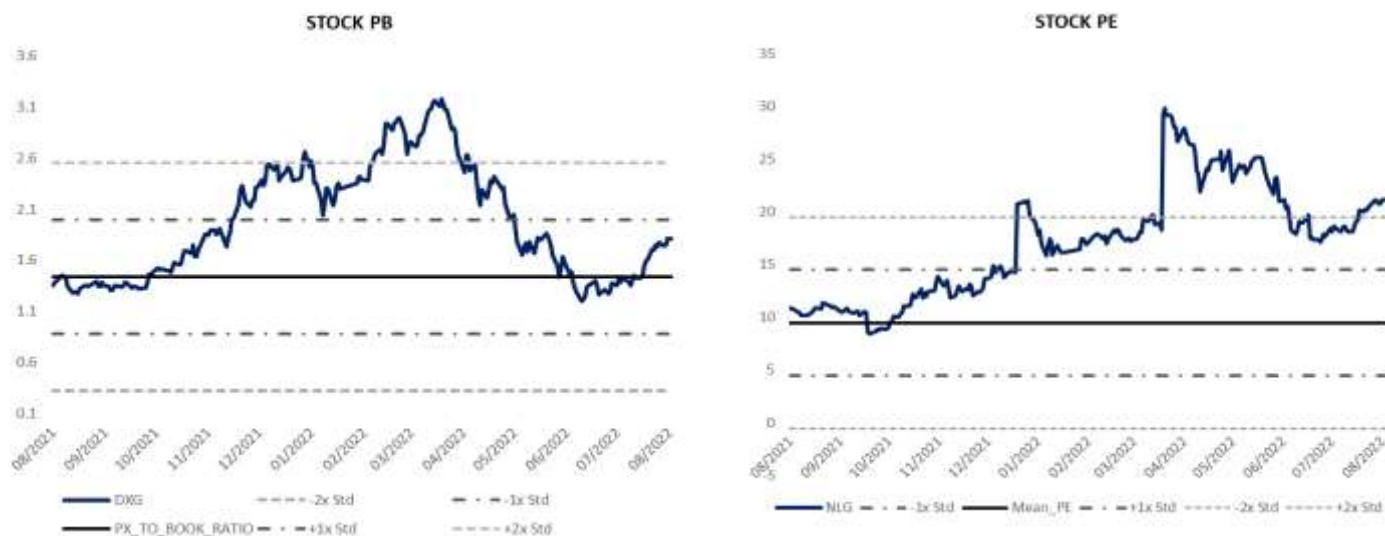
単位: 10 億ドン	2017A	2018A	2019E	2020E	2021F	2022F
収入	3,165	3,480	2,549	2,260	5,206	7,374
前年比	0%	10%	-27%	-11%	130%	42%
売上原価	1,866	1,976	1,480	1,546	3,427	4,266
売上総利益	1,295	1,503	1,066	671	1,778	3,108
販売費用	219	252	119	68	416	627
一般的な管理費用	195	239	306	367	581	610
EBIT	881.3	1,013	642	236	781	1,871
財務事業による収入	94.8	129.0	96.7	726.7	444.9	491.8
財務費用	29.3	37.0	21.1	102.5	112.4	185.5
関連会社からの損益	(3)	14	126	142	91	-
税引前利益	950	1,128	1,226	1,015	1,640	2,178
法人税	194	241	219	165	162	348
税引後利益	756	887	1,007	850	1,478	1,829
少数株主持分	221	124	47	15	407	610
親会社の税引後利益	535	763	961	835	1,071	1,220
前年比	55%	43%	26%	-13%	28%	14%
EPS (ドン)	3,403	3,193	3,699	2,927	2,796	3,185
売上総利益率	41%	43%	42%	30%	34%	42%
純利益率	17%	22%	38%	37%	21%	17%
ROE	19%	17%	19%	15%	12%	12%

評価

BSC は(1) 加重平均資本コスト(WACC)が 12%であり、(2) 案件の展開進捗が予定より遅くなるリスク及び費用増加のリスクに対して 10%割引する、(3) Mizuki Park 案件の販売価格を引き上げという仮定を基づく、NLG 株の理論株価を 2022 年 8 月 26 日の終値比 25%増の 5 万 3,500VND/株と評価し、NLG の投資評価を「買い」と推奨しております。

評価				
10 億ドン	方法	NAV の価値総額	保有率	>NLG
案件				25,789
Paragon Đại Phước	DCF	2,659	100%	2,659
Vssip Hải Phòng	DCF	1,512	50%	756
Mizuki Park	DCF	4,138	50%	2,069
Waterpoint 第 1 段階	DCF	3,994	65%	2,596
Waterpoint Phase 2	DCF	4,360	100%	4,360
Akari City	DCF	6,679	50%	3,339
Cần Thơ	DCF	3,079	100%	3,079
Izumi City	DCF	9,347	70%	6,543
その他	BV	388	100%	388
(+) 現金		3,939		3,939
(-) 債務		4,441		4,441
NAV の総価値				22,759
リスクの割引				22,759
流行中株数				382,940,013
合理的な価格				53,500
価格				16/08/2022
Upside				25%





ソース: Bloomberg

株価の推移

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



ソース: Bloomberg, BSC research

付録

業績(10 億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
売上高	2,546	2,217	5,206	7,374
売上原価	1,480	1,546	3,427	4,266
売上総利益	1,066	671	1,778	3,108
販売費用	(119)	(68)	(416)	(627)
企業管理費用	(306)	(367)	(581)	(610)
営業利益／損失	642	236	781	1,871
金融活動収益	120	727	445	492
金融活動費用	(44)	(103)	(112)	(186)
借入費用	(40)	(53)	(102)	(186)
合併・関連会社関連収益	126	142	91	-
他の収益	383	13	435	-
税引前利益	1,226	1,015	1,640	2,178
法人税額	(219)	(165)	(162)	(348)
税引後利益	1,007	850	1,478	1,829
少数株主持分	47	15	407	610
少数株主利益等控除利益	960	835	1,071	1,220
EBITDA	657	259	811	1,887
EPS	3,697	2,927	2,796	3,185

バランスシート(10 億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
現金及び現金相当	1,894	1,073	3,112	5,830
短期投資	46	744	744	744
短期未収金	1,500	2,228	2,019	3,008
棚卸資産	4,205	6,069	15,490	15,490
その他流動資産	109	164	252	295
流動資産	7,782	9,570	21,616	25,367
有形資産	71	77	78	88
原価償却	16	23	30	16
建設中非流動資産	287	38	20	20
長期投資	191	260	359	359
他の非流動資産	288	333	762	1,080
非流動資産	3,006	4,073	2,101	2,429
総資産	10,788	13,643	23,717	27,796
買掛金	-	-	-	-
短期借入	63	932	1,293	2,116
他の短期借入	2,661	3,117	4,384	5,457
短期借入総額	2,899	4,439	6,262	7,734
長期借入	806	1,525	2,315	3,702
他の長期借入	883	958	1,544	1,544
長期借入	1,689	2,483	3,860	5,247
負債総額	4,588	6,922	10,122	12,981
出資金	2,597	2,853	3,829	3,829
株式会社化による資本剰余金	989	989	2,643	2,643
未処分利益	1,839	2,132	2,444	3,662
他の株主資本	(370)	(370)	13	15
少数株主持分	1,145	1,117	4,666	4,666
株主資本総額	5,054	5,603	8,929	10,149
総資本	9,574	10,904	13,643	23,717
流行中株数	260	285	383	383

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
税引後利益	960	835	1,071	1,220
原価償却及び割当て	16	23	30	16
流動資本変更	(175)	(1,919)	(7,681)	(700)
他の修正	(252)	(49)	6,597	-
営業活動からキャッシュフロー	547	(1,111)	87	536
固定資産購入額	(302)	(44)	(19)	(26)
他の投資額	(231)	(959)	18	-
投資活動からキャッシュフロー	(631)	(1,043)	(790)	(26)
配当金	(244)	(257)	(339)	-
借入から金額	(138)	1,589	444	2,210
他の未収金	276	(21)	2,637	-
金融活動からキャッシュフロー	(106)	1,311	2,742	2,210
初期キャッシュフロー	2,084	1,900	1,073	3,111
中期キャッシュフロー	(190)	(842)	2,038	2,719
最終期キャッシュフロー	1,900	1,073	3,111	5,830

指数(%)	2019	2020	2021F	2022F
支払能力				
流動比率	0.4	0.4	0.3	0.4
当座比率	2.6	2.2	3.5	3.3
資本構成				
負債比率/総資産	8%	18%	15%	21%
負債比率/株主資本	17%	44%	40%	57%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	242	311	149	124
売掛金回収期間	932	1224	1148	1325
買掛金回収期間	34	33	15	32
現金回転率	1141	1502	1282	1418
利益性				
売上総利益率	41.9%	30.3%	34.2%	42.1%
税引後利益率	37.7%	36.9%	20.6%	16.5%
ROE	19.0%	14.9%	12.0%	12.0%
ROA	8.8%	6.1%	4.5%	4.4%
評価				
PE	11.7	14.8	15.4	14.3
PB	2.2	2.2	1.9	1.6
成長率				
売上高	-26.8%	-12.9%	134.8%	41.7%
EBIT	-36.7%	-63.2%	230.7%	139.5%
税引前利益	8.7%	-17.2%	61.6%	32.8%
EPS	15.9%	-20.9%	-4.5%	13.9%

ソース:BSC Research.

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

