Shinhan Securities



CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG

[Việt Nam / Bất động sản]

Mã Bloomberg (NLG VN) | Mã Reuters (NLG.HM)

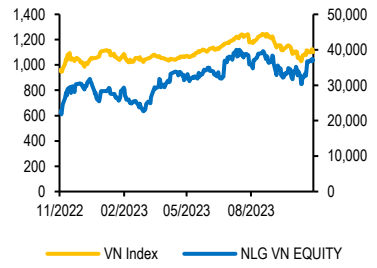
MUA

BC Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 44,200**
Giá hiện tại (1/12/23)	VND 37,200
Suất sinh lời	18.8%

VNINDEX	1,102
P/E thị trường (23F, x)	11.5
Vốn hóa (tỷ VND)	14,314
SLCP đang lưu hành (triệu)	385
SLCP tự do giao dịch(triệu)	218
52 tuần cao/thấp(VND)	40,750/21,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.7
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	89
Sở hữu nước ngoài (%)	43
Cổ đông lớn (%) HĐQT và bên liên quan	22.0
Ibeworth Pte.Ltd	8.0

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-4.4	14.5	35.0
Tg đối với VN-Index (%)	5.6	12.3	28.7



Nguồn: Bloomberg

Trang Võ

☎ (84-28) 6299-7751

✉ trang.vo@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029

✉ ly.btt@shinhan.com





Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Phân khúc hợp lý đón đầu hồi phục

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 44,200 đồng

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG) là một trong những nhà phát triển bất động sản (BĐS) vừa túi tiền hàng đầu tại Việt Nam. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua NLG với giá mục tiêu ở mức 44,200 đồng. Doanh thu và lợi nhuận của NLG dự kiến sẽ tăng trưởng trong thời gian tới vì: (1) NLG là nhà phát triển BĐS uy tín, sở hữu quỹ đất sạch lên đến 684ha tiềm năng cho phát triển dài hạn; (2) NLG đón đầu hồi phục nhờ phân khúc sản phẩm hợp lý, doanh số kí bán năm 2024 kì vọng đạt 9,360 tỷ đồng (+68.5% YoY); và (3) Tiềm lực tài chính vững mạnh, đòn bẩy tài chính thấp.

NLG là nhà phát triển BĐS uy tín, sở hữu quỹ đất sạch lên đến 684ha tiềm năng cho phát triển dài hạn

NLG là đơn vị phát triển BĐS uy tín tại Việt Nam với năng lực triển khai dự án đúng hạn. Bên cạnh đó, NLG sở hữu quỹ đất sạch lên đến 684ha và luôn tìm kiếm thêm các quỹ đất mới. Quỹ đất của NLG thường đi trước thị trường 10-15 năm, nhờ đó, đem lại lợi thế cho NLG khi các quỹ đất sạch lớn quanh TPHCM ngày càng khan hiếm và giá đất tăng cao. Theo Ban lãnh đạo, quỹ đất của NLG đủ để phát triển dự án cho 5 năm tiếp theo.

NLG đón đầu hồi phục nhờ phân khúc sản phẩm hợp lý, doanh số kí bán năm 2024 kì vọng đạt 9,360 tỷ đồng (+68.5% YoY)

Chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn nhất của BĐS đã đi qua khi (1) chính sách tín dụng dần được nới lỏng, lãi suất cho vay giảm, (2) nhiều giải pháp và chính sách được đưa ra nhằm tháo gỡ pháp lý dự án và (3) trái phiếu được gia hạn thanh toán. Trong giai đoạn hồi phục, NLG có để đón đầu nhờ đã và đang triển khai dự án ở phân khúc vừa túi tiền với nhu cầu thực lớn (70-80% tổng cầu) và nguồn cung khan hiếm (gần 1/3 tổng cung). Chúng tôi kì vọng doanh số kí bán đạt 9,360 tỷ đồng (+68.5% YoY) chủ yếu từ các dự án Akari, Mizuki, Izumi và Waterpoint.

Tiềm lực tài chính vững mạnh, đòn bẩy tài chính thấp

Tỷ số nợ ròng/VCSH của NLG ở mức 0.23x, xấp xỉ doanh nghiệp đầu ngành là VHM, nhưng chỉ bằng ½ so với trung bình các doanh nghiệp DN lớn trong mảng BĐS. Bên cạnh vay nợ, NLG còn thực hiện chuyển nhượng 1 phần vốn trong các dự án đã hoàn thiện hạ tầng cơ bản để thu dòng tiền thực hiện tiếp các dự án hiện hữu và giảm bớt sự phụ thuộc vào vốn vay. Trái phiếu đáo hạn năm 2024 dự kiến đạt 1,243 tỷ đồng (bằng 1/3 tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn).

Rủi ro: (1) Vướng mắc pháp lý và chậm trễ của thủ tục hành chính; (2) Tỷ lệ hấp thụ thấp hơn dự kiến

Năm	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	**2,217**	**5,206**	**4,339**	**3,846**	**7,987**
LN HĐKD (tỷ VND)	236	782	829	331	1,397
LNST (tỷ VND)	**850**	**1,479**	**866**	**813**	**2,341**
EPS (đồng)	3,078	3,099	1,345	1,323	3,924
BPS (đồng)	19,589	23,266	23,185	22,448	22,850
Biên LN HĐKD (%)	10.6	15.0	19.1	8.6	17.5
Biên LNST (%)	38.3	28.4	20.0	21.1	29.3
ROE (%)	**12.6**	**10.9**	**6.5**	**5.7**	**14.4**
PER (x)	9.9	20.7	23.2	31.7	10.7
PBR (x)	1.4	2.8	1.3	1.9	1.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

12 **Dự phóng kết quả kinh doanh**

14 **Định giá và khuyến nghị**

17 **Rủi ro**

18 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển

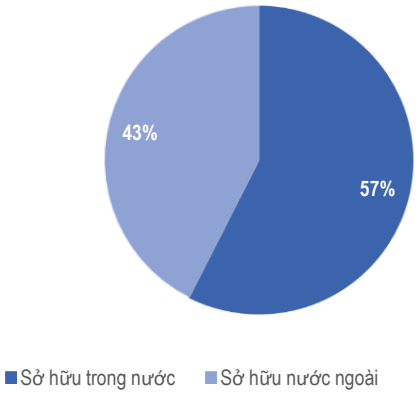
CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG) được thành lập năm 1992 và là một trong những doanh nghiệp ngoài quốc doanh đầu tiên trong lĩnh vực xây dựng. Năm 1996, NLG chính thức bước vào lĩnh vực phát triển BĐS Nhà ở. Sau 8 năm cổ phần hóa, NLG chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán vào năm 2013.

Với kinh nghiệm hơn 30 năm phát triển dự án Bất động sản, NLG liên tục nằm trong "Top 10 Chủ đầu tư Bất động sản uy tín" và chào đón các đối tác chiến lược nổi bật như TBS Group, Keppel Land, Tân Hiệp Investment. Bên cạnh đó, NLG hợp tác với các đối tác thực hiện dự án như Hankyu Hanshin Properties Corp. và Nishi-Nippon Railroad Co., Ltd. (hai đối tác với hơn 100 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực giao thông, bất động sản,... tại Nhật Bản). Ngoài ra, NLG cũng hợp tác với hai đối tác lớn trong lĩnh vực BĐS là Indochina Land, Gamuda Land.

Các đối tác chiến lược và đối tác dự án uy tín đã góp phần làm nên sự thành công cho các dự án của NLG như Flora Fuji Residence (2016), Valora Kikyo (2016),... với tỷ lệ hấp thụ khá cao từ những lần mở bán đầu tiên. Theo thống kê của chúng tôi, tỷ lệ hấp thụ(1) cho nhà phố, biệt thự (Valora) là khoảng 60% và cho căn hộ biệt lập (Flora) là từ 75-100% trong năm mở bán đầu tiên.

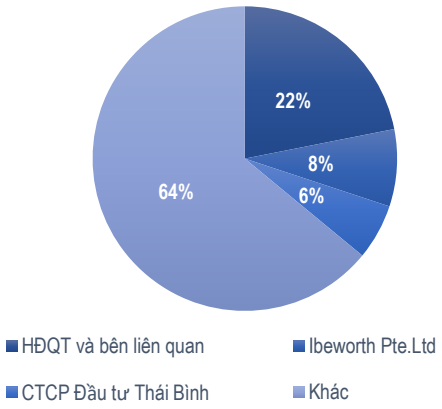
2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông trong và ngoài nước tại ngày 20/11/2023



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu sở hữu tại ngày 20/11/2023



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Ở góc độ tổ chức sở hữu, tỷ lệ sở hữu của tổ chức và cá nhân nước ngoài tại NLG chiếm 43%, cho thấy sự hấp dẫn, minh bạch của NLG đối với nhà đầu tư quốc tế. Hiện tại, ông Nguyễn Xuân Quang – Chủ tịch HĐQT và là cổ đông sáng lập của công ty là cổ đông nắm tỷ trọng cổ phiếu cao nhất (12%), tiếp đến là các công ty và quỹ đầu tư trong và ngoài nước.

3. Phân khúc và sản phẩm

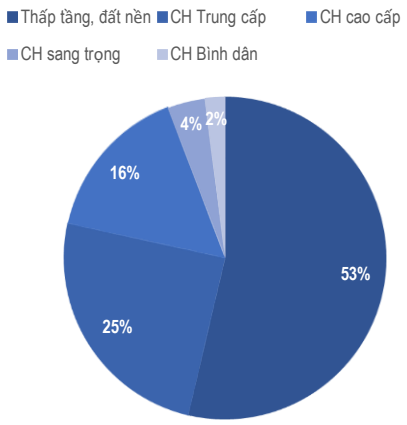
❖ *Sơ lược về cung cầu căn hộ trung và bình dân tại Việt Nam*

Theo báo cáo của Batdongsan.com, trong quý II/2023, nguồn cung căn hộ bình dân và trung cấp chỉ chiếm 26.76% tổng nguồn cung. Dù chưa chiếm đến 1/3 tổng cung bất động sản, nhưng theo tính toán của Bộ Xây dựng (2021), nhu cầu người dân với phân khúc nhà giá vừa túi tiền, giá thấp lại chiếm 70-80% thị trường nhà ở. Bất cân xứng cung cầu dẫn đến tình trạng thừa cung cho phân khúc cao cấp nhưng lại thiếu hụt nguồn cung cho phân khúc vừa túi tiền.

Bất cân xứng cung cầu khiến giá nhà bình quân so với thu nhập hộ gia đình có sự cách biệt lớn. Chỉ số giá nhà bình quân/thu nhập hộ gia đình bình quân (2) của Việt Nam thuộc top dẫn đầu tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương. Theo báo cáo Urban Land Institute (ULI), năm 2023, chỉ số này là 32.5 tại TPHCM và 18.3 tại Hà Nội. Điều này tương đương với việc – trong điều kiện không chi tiêu - một hộ gia đình mất 32.5 năm để sở hữu căn hộ tại TPHCM và 18.3 năm để sở hữu căn hộ tại Hà Nội.

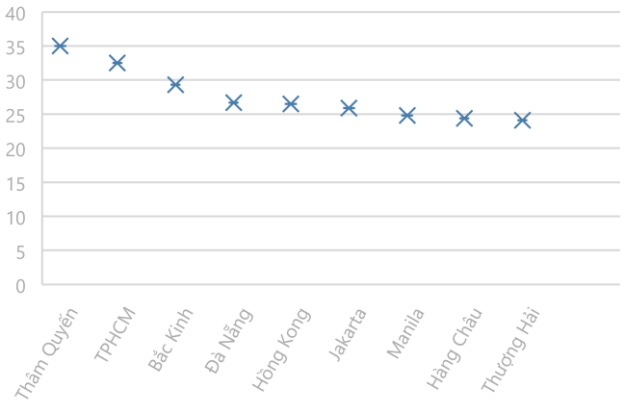
(1) Tỷ lệ hấp thụ cho các dự án đã hoàn thành trước năm 2020 (trước khi chịu ảnh hưởng của dịch Covid và thị trường BĐS bị đóng băng)
(2) Chỉ số giá nhà bình quân/thu nhập hộ gia đình bình quân được tính bằng giá nhà bình quân (100m2)/thu nhập bình quân 1 năm của hộ gia đình (chưa trừ chi tiêu). Chỉ số phản ánh số năm cần để 1 hộ gia đình có thể sở hữu căn hộ 100m2 (tính theo giá hiện tại).

Cơ cấu nguồn cung nhà ở tại Việt Nam 6T2023



Nguồn: Batdongsan.com, Shinhan Securities Vietnam

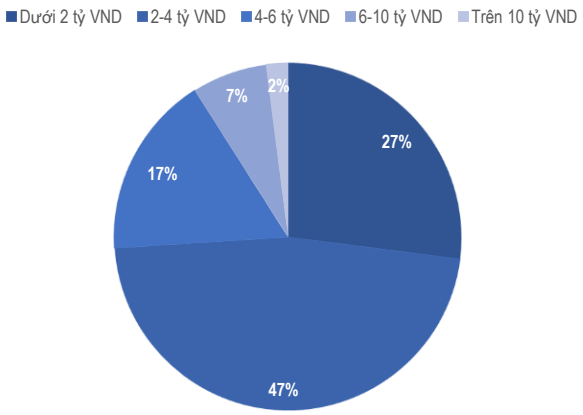
Chỉ số giá nhà bình quân/thu nhập hộ gia đình bình quân



Nguồn: ULI, Shinhan Securities Vietnam

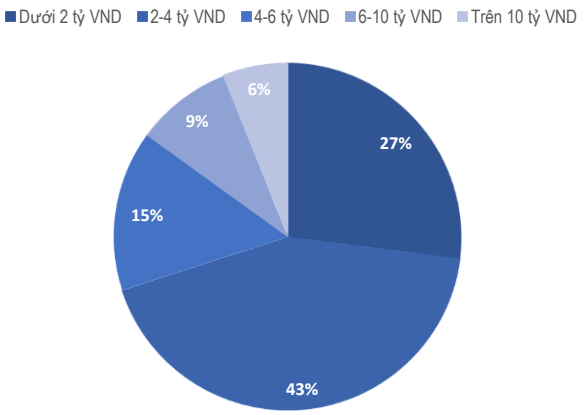
Giá nhà cao so với thu nhập bình quân dẫn đến cơn khát đối với các căn hộ ở phân khúc giá vừa túi tiền. Batdongsan.com thống kê, lượng người quan tâm đến sản phẩm chung cư ở phân khúc từ dưới 4 tỷ là 74% tại khu vực miền Bắc và 70% tại khu vực miền Nam.

Mức độ quan tâm theo khoảng giá T9/2023 – Chung cư miền Bắc



Nguồn: Batdongsan.com, Shinhan Securities Vietnam

Mức độ quan tâm theo khoảng giá T9/2023 – Chung cư miền Nam

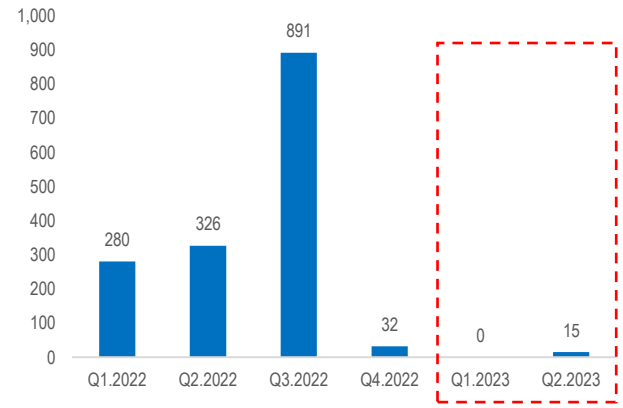


Nguồn: Batdongsan.com, Shinhan Securities Vietnam

❖ *Sơ lược về cung cầu nhà liền đất tại Việt Nam*

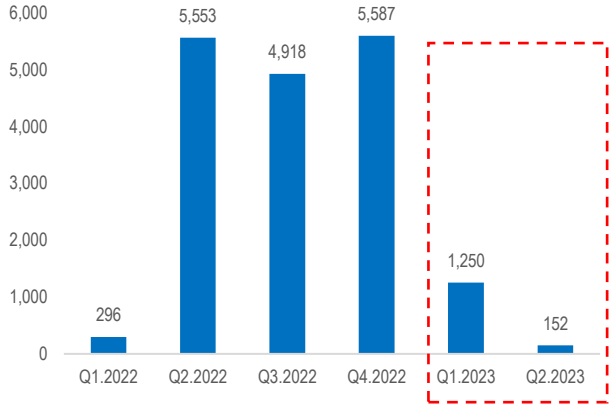
Nhà liền thổ chủ yếu dành cho nhóm khách hàng chuộng đất, thích sự riêng tư hoặc hướng đến sở hữu second-home khu vực ngoại thành. Trong 6 tháng năm 2023, nguồn cung nhà liền thổ sụt giảm mạnh. Trong đó, cung tại khu vực TPHCM trầm lắng hơn hẳn so với tại Hà Nội.

Cung BĐS nhà ở liền đất Tp. HCM



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Cung BĐS nhà ở liền đất Hà Nội



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Theo Viện nghiên cứu Bất động sản Việt Nam (VIRES, 2023), thị trường nhà ở thấp tầng khó có sự đột phá trong ngắn hạn. Tuy vậy, các dự án được phát triển bởi chủ đầu tư lớn, uy tín, hạ tầng tốt, vị trí thuận lợi cùng pháp lý đầy đủ được dự báo sẽ có lượng giao dịch tích cực trong giai đoạn 2024-2026. Ngoài ra, các dự án nhà ở thấp tầng xa trung tâm đem lại nhiều sự lựa chọn và giá cả hấp dẫn hơn cho người mua.

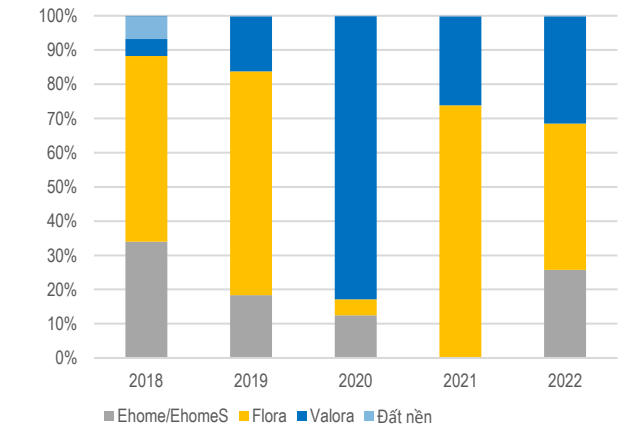
❖ *Sản phẩm của NLG tập trung ở phân khúc vừa túi tiền*

NLG tập trung chính vào phân khúc vừa túi tiền (Affordable housing) với 3 nhóm sản phẩm chính gồm **Valora** (nhà phố, biệt thự), **Flora** (căn hộ biệt lập) và **Ehome/EhomeS** (căn hộ vừa túi tiền, nhà ở xã hội). Với các dự án NLG đang triển khai, giá bán cho biệt thự, nhà phố Valora giao động từ khoảng 6-30 tỷ, căn hộ Flora từ 2.2 – 4 tỷ, căn hộ Ehome/EhomeS từ 1 tỷ.

Trong đó, Valora và Flora là hai loại sản phẩm chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu của NLG từ năm 2020. Biên lợi nhuận gộp của Valora từ 30-50%, của Flora trong khoảng 15-25%. Giá trị lớn, biên lợi nhuận gộp nổi trội, Valora góp phần cải thiện doanh thu và lợi nhuận gộp cho NLG.

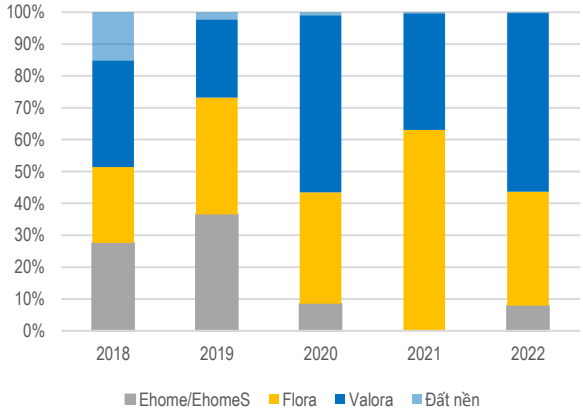
Trong giai đoạn thị trường dần ấm lên, chúng tôi kì vọng căn hộ biệt lập Flora và căn hộ vừa túi tiền Ehome sẽ đón đầu hồi phục, duy trì dòng tiền cho NLG; đồng thời, Valora sẽ góp phần cải thiện biên gộp và đóng góp 1 phần doanh thu cho NLG nhờ nguồn cung khan hiếm.

Cơ cấu sản phẩm bán ra qua các năm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu qua các năm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

4. Chiến lược phát triển phân khúc vừa túi tiền

Để duy trì vị trí dẫn đầu phân khúc vừa túi tiền, NLG triển khai dự án trong thời gian nhanh nhất và với chi phí tối ưu nhất thông qua việc:

- Mua đất với giá rẻ
- Triển khai nhanh nhất: Trong đó, thời gian từ khi thực hiện đến bàn giao là từ 2-3 năm/dự án. NLG có 3 đơn vị kinh doanh: (1) Tập trung tìm kiếm quỹ đất, làm thủ tục pháp lý, hạ tầng, (2) Tập trung phát triển nhà ở và KDT tích hợp, và (3) Tập trung phát triển BĐS thương mại. Chúng tôi kì vọng việc chuyên biệt hóa từng đơn vị giúp đẩy nhanh thủ tục pháp lý và triển khai xây dựng.
- Chi phí tài chính ít nhất
- Công nghệ xây dựng – thiết kế tối ưu

Quan điểm đầu tư

1. NLG là nhà phát triển BĐS uy tín, sở hữu quỹ đất sạch lên đến 684ha tiềm năng cho phát triển dài hạn

NLG là đơn vị phát triển BĐS nằm trong top 10 doanh nghiệp phát triển BĐS uy tín tại Việt Nam. NLG hầu như luôn triển khai dự án đúng tiến độ kế hoạch đặt ra (trung bình 2-3 năm từ lúc triển khai đến bàn giao đối với các dự án Flora và Valora). Việc triển khai dự án đúng hạn góp phần đem lại sự tín nhiệm của NLG đối với khách hàng, cũng như các đối tác ngoại.

Bên cạnh đó, NLG thuộc top các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất sạch lớn nhất cả nước, lên đến 684ha. Quỹ đất sạch là một trong những yếu tố then chốt quyết định tiềm năng phát triển trong tương lai. Quỹ đất của NLG thường là đất thô, nằm trong vùng có dự án quy hoạch hạ tầng giao thông và thường đi trước thị trường từ 10 – 15 năm. NLG hiện đang sở hữu đất dự án tại các khu vực đã và đang phát triển hệ thống giao thông như cao tốc TPHCM – Trung Lương, Vành đai 3, Đại lộ Nguyễn Văn Linh, Đại lộ Võ Văn Kiệt,…

Vị trí dự án của NLG đang và sẽ triển khai tại khu vực TPHCM và vùng lân cận



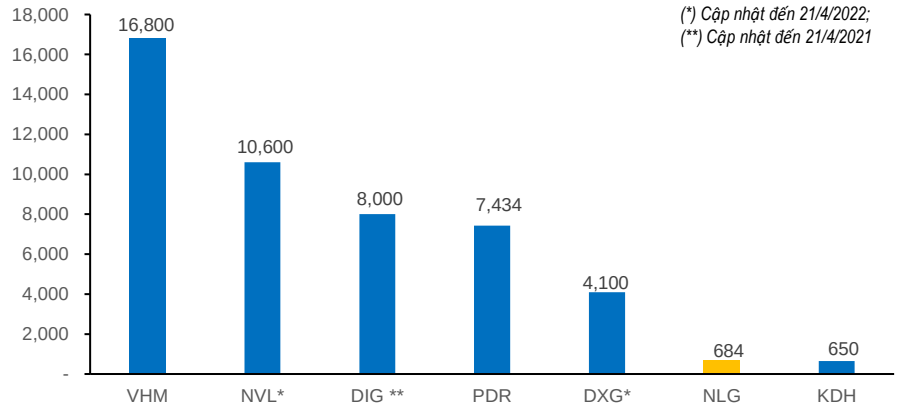
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Việc phát triển quỹ đất từ rất sớm giúp doanh nghiệp tối ưu chi phí và theo đuổi được chiến lược nhà ở phân khúc vừa túi tiền. Bên cạnh việc nhận chuyển nhượng dự án và tham gia đấu giá, phần lớn đất của doanh nghiệp được thu mua từ nhiều năm trước. Cụ thể như dự án Southgate (355ha cho 2 giai đoạn, chiếm 52% tổng diện tích quỹ đất) được mua vào khoảng 15 năm trước tại Long An. Năm 2018, giá trị sổ sách của cả 2 giai đoạn là 1,480 tỷ đồng (gần 400 ngàn/m2). Hiện tại, NLG đang phát triển giai đoạn 1 và tìm đối tác hợp tác cho giai đoạn 2. Trong khi đó, giá đất ở tại khu vực [3] hiện ở mức 3-7 triệu/m2.

Như vậy, việc chuẩn bị quỹ đất đi trước thị trường đem lại lợi thế cho doanh nghiệp trong việc chuyển nhượng 1 phần vốn của dự án cũng như triển khai dự án sau này, khi các quỹ đất sạch lớn xung quanh TP.HCM ngày càng khan hiếm và giá đất đã tăng cao.

(3) Khảo sát của chúng tôi trên trang Batdongsan.com đối với đất thổ cư tại khu vực Bến Lức – Long An

Quỹ đất (ha) được công bố của các doanh nghiệp phát triển bất động sản hàng đầu



Nguồn: BCTN (2021, 2022, 2023), Shinhan Securities Vietnam

Theo Ban lãnh đạo, quỹ đất hiện tại đủ để phát triển dự án trong 5 năm tiếp theo. Bên cạnh đó, NLG cũng thực hiện tìm kiếm thêm các quỹ đất mới để bổ sung vào quỹ đất hiện hữu.

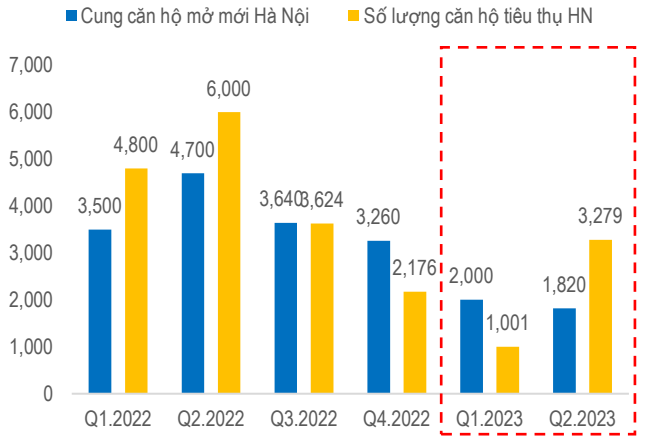
STT	Dự án	Sản phẩm	Vị trí	Quỹ đất (ha)	Sở hữu	Dự kiến kế hoạch phát triển dự án					
						2020	2021	2022	2023	2024	Từ 2025
1	Akari	Flora	Bình Tân	8.5	50%						
2	Southgate	KĐT	Long An	165	60%						
3	Southgate giai đoạn 2	KĐT	Long An	190	100%						
4	Izumi	KĐT	Đồng Nai	170	65%						
5	Mizuki	Flora Valora	Bình Chánh	26	50%						
6	Hải Phòng	Valora Ehome	Hải Phòng	22.5	50%						
7	Cần Thơ	Valora EhomeS	Cần Thơ	43	100%						
8	Paragon	KDT	Đồng Nai	45	75%						
9	Khác			14							
Tổng				684							

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. NLG đón đầu hồi phục nhờ phân khúc sản phẩm hợp lý, doanh số kí bán năm 2024 kì vọng đạt 9,360 tỷ đồng (+68.5% YoY)

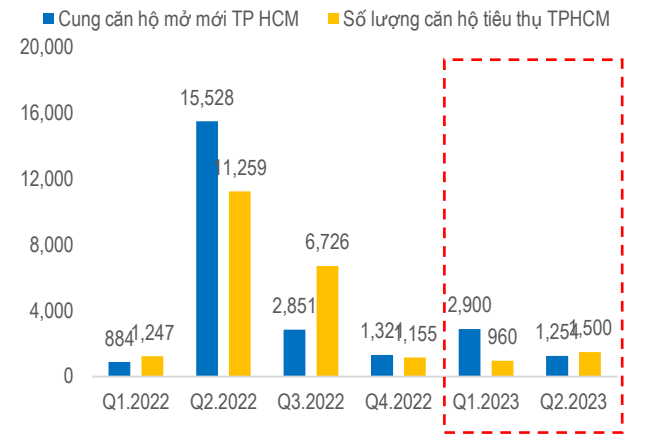
Trong 6 tháng năm 2023, nguồn cung nhà ở và tiêu thụ sụt giảm mạnh so với cùng kì năm trước. Sự sụt giảm mạnh ở nguồn cung chủ yếu đến từ (1) vướng mắc pháp lý và chậm trễ trong thủ tục hành chính và (2) khó khăn trong tiếp cận nguồn vốn. Theo Batdongsan.com, trong 9 tháng, toàn thị trường có khoảng 1,200 dự án đang vướng mắc, với 800 dự án đang đợi giải quyết. Thiếu quỹ đất sạch, giá đất phê duyệt cao, khó tiếp cận vốn vay và các ách tắc pháp lý khiến nguồn cung chưa thể khởi sắc. Về phía cầu, lượng giao dịch lao dốc do (1) khó khăn tài chính và (2) thiếu nguồn cung hợp lý đáp ứng nhu cầu thực. Tỷ lệ hấp thụ chung của thị trường năm 2022 đạt 40% (bằng ¼ so với 2018) và của 6 tháng đầu năm 2023 chỉ đạt 30%.

Căn hộ tiêu thụ ở Hà Nội giảm mạnh trong 1H2023



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Căn hộ tiêu thụ ở TP HCM giảm mạnh trong 1H2023



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Tuy vậy, từ đầu năm 2023, hàng loạt các chính sách được đề ra và thực hiện trong nỗ lực phục hồi ngành BĐS. Cụ thể với một số chính sách như:

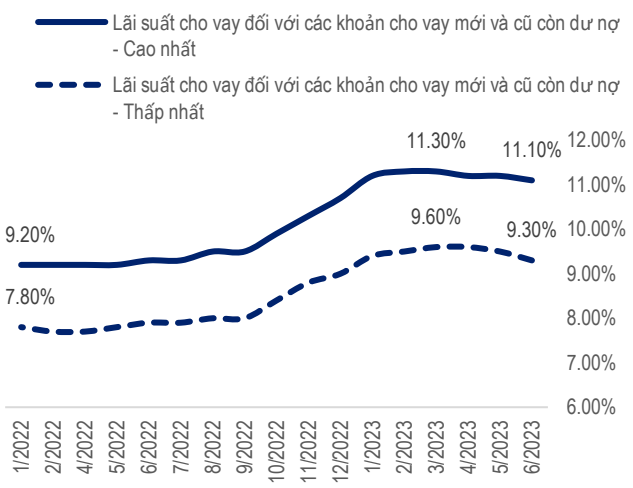
- Ngân hàng Nhà nước có 4 lần hạ lãi suất điều hành và 3 lần giảm trần lãi suất huy động
- Cho phép kéo dài kỳ hạn trái phiếu không quá 2 năm và có thể thanh toán gốc, lãi trái phiếu bằng tài sản khác (NĐ 08/2023/NĐ-CP)
- Triển khai gói tín dụng 120,000 tỷ đồng nhằm hoàn thành ít nhất 1 triệu NOXH (NQ 33/NQ-CP)
- Quy định về việc tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ nhằm hỗ trợ khách hàng gặp khó khăn. (TT02 & 03/TT-NHNN)
- NHNN chỉ đạo NTHM thúc đẩy việc cho vay tín dụng với lĩnh vực bất động sản, có giải pháp phù hợp tiết giảm chi phí để giảm mặt bằng lãi suất (Công điện 993/CĐ-Tg)

Thông tin những đợt điều chỉnh lãi suất của Ngân hàng Nhà nước

Lãi suất	Điều chỉnh
Trần lãi suất huy động (Không kì hạn và dưới 1 tháng)	1% -> 0.5%
Trần lãi suất huy động (1 tháng đến dưới 6 tháng)	6% -> 4.75%
Lãi suất tái cấp vốn	6% -> 4.5%
Lãi suất tái chiết khấu	4.5% -> 3%
Lãi suất cho vay qua đêm và bù đắp thiếu hụt vốn	7% -> 5%

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

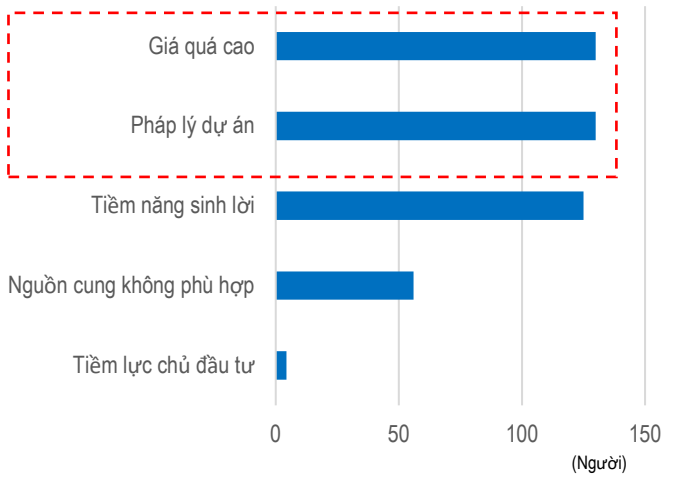
Lãi suất cho vay trung bình đang giảm dần



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

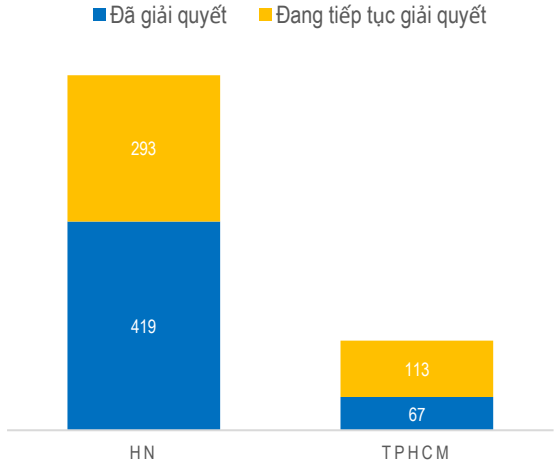
Ngoài ra, dự kiến dự thảo Luật Nhà ở và Luật kinh doanh Bất động sản được thông qua vào tháng 11/2023; Luật Đất đai được thông qua tại kì họp gần nhất. Điều này góp phần hoàn thiện hành lang pháp lý, thúc đẩy niềm tin của người mua nhà và DN trong ngành BĐS.

Giá cao và pháp lý dự án là quan ngại lớn của người mua chung cư (T9/2023)



Nguồn: Batdongsan.com, Shinhan Securities Vietnam

Tiến độ rà soát & gỡ vướng mắc dự án của Chính phủ tại HN và TPHCM (Dự án)



Nguồn: Batdongsan.com, Shinhan Securities Vietnam

Các chính sách và nỗ lực tháo gỡ vướng mắc BĐS nói trên đã góp phần kiềm hãm đà giảm của cả cung và cầu. Cụ thể, quý 3/2023 ghi nhận gần 6,000 giao dịch (gấp 1.5 lần quý 2 và 2 lần quý 1).

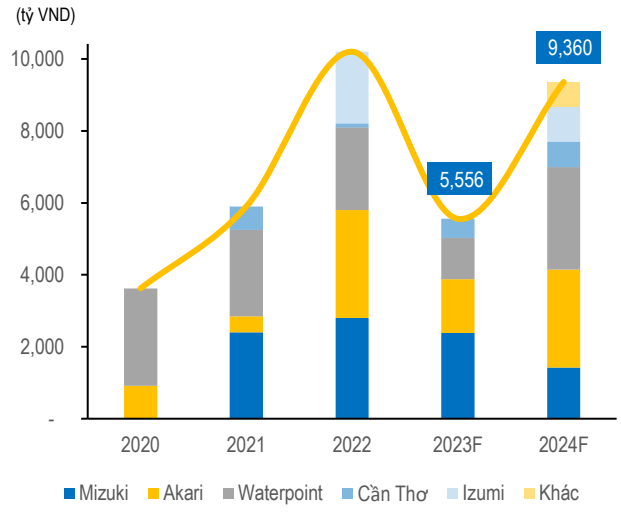
Chúng tôi nhận định giai đoạn khó khăn nhất đã qua đi khi (1) chính sách tín dụng đang dần được nới rộng, lãi suất cho vay giảm, (2) nhiều giải pháp và chính sách được đưa ra nhằm tháo gỡ pháp lý dự án, và (3) TPDN được gia hạn thời hạn thanh toán. Trong giai đoạn phục hồi, những doanh nghiệp phân khúc vừa túi tiền đã và đang triển khai dự án trong giai đoạn này như NLG có thể hưởng lợi đầu tiên từ sự phục hồi của ngành BĐS, khi nguồn cung cho phân khúc này hiện vẫn còn khan hiếm và nhu cầu thực vẫn hiện hữu.

Dựa trên kì vọng BĐS phục hồi vào giữa 2024, **chúng tôi dự phóng doanh số kí bán năm 2024 đạt 9,360 tỷ đồng (+68.5% YoY)** với các dự án lớn như:

- Akari: Chúng tôi kì vọng việc đẩy mạnh hoàn thiện các thủ tục pháp lý cho Akari P3 góp phần thúc đẩy dự án được triển khai và bắt đầu mở bán từ 2024. Dự kiến trong giai đoạn hồi phục của thị trường bất động sản, phân khúc Flora của dự án Akari tiếp tục được đón nhận như các giai đoạn trước. Chúng tôi thận trọng dự phóng doanh số kí bán năm 2024 đạt 2,726 tỷ đồng.
- Mizuki: NLG dự kiến triển khai và ra mắt Mizuki phân khu CCTM 1,2 (465 căn) vào năm 2024-2025. Chúng tôi dự phóng doanh số kí bán trước năm 2024 của Mizuki cho phân khu mới và các phân khu còn lại đạt 1,423 tỷ đồng.
- Izumi: backlog của dự án Izumi còn khá lớn khi mới dự kiến thực hiện bàn giao 275 căn Valora (chiếm khoảng 10% tổng số sản phẩm Valora) vào quý 4/2023 (đóng góp gần 2,000 tỷ vào doanh thu). Hiện tại, dự án đang thực hiện cập nhật 1/500. Chúng tôi kì vọng dự án sẽ tiếp tục được triển khai vào năm 2024-2025. Dự kiến doanh thu kí bán năm 2024 đạt 963 tỷ VND.

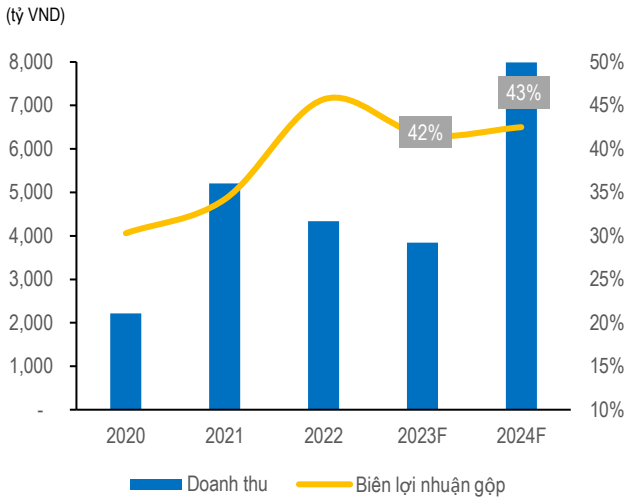
- Waterpoint (Southgate): Chúng tôi kì vọng phân khu The Pearl (250 căn) và Central Park (Park Village, 96 căn) tiếp tục đóng góp vào doanh số kí bán của NLG năm 2024. Trong đó, Central Park là dự án dinh thự phong cách châu Âu, có giá bán từ 16.8 tỷ đến 28.6 tỷ/căn. Giai đoạn 1, NLG dự kiến triển khai 39 căn. Chúng tôi dự kiến năm 2024, giá trị bán trước dự án the Pearl và Park Village là 2,844 tỷ đồng.
- Ehomes/Ehome: NLG hiện đang triển khai Ehome và EhomeS tại Cần Thơ và Southgate Long An với giá từ 1 tỷ/căn. Ngoài ra, theo cập nhật từ NLG, hiện doanh nghiệp đang có kế hoạch bổ sung sản phẩm này vào khu đô thị Izumi. Chúng tôi kì vọng doanh thu kí bán cho sản phẩm này năm 2024 đạt 822 tỷ đồng.

Dự phóng giá trị kí bán theo dự án



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp qua các năm

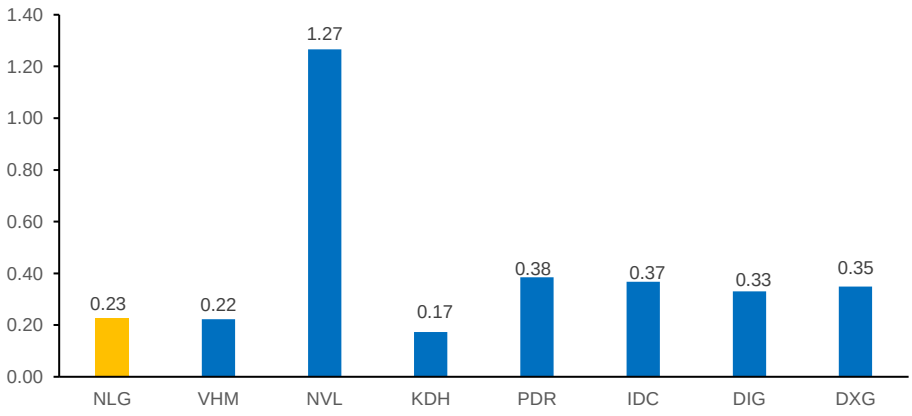


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Tiềm lực tài chính vững mạnh, đòn bẩy tài chính thấp

NLG là doanh nghiệp phát triển BĐS với cơ cấu nợ ròng/VCSH thấp. Cụ thể, tỷ lệ này của NLG đạt 0.23x, chỉ bằng ½ so với trung bình các doanh nghiệp lớn trong mảng bất động sản và tương đương với doanh nghiệp bất động sản đứng đầu là VHM (0.22x).

Cơ cấu nợ ròng/VCSH 9M2023 của các DN Bất động sản lớn

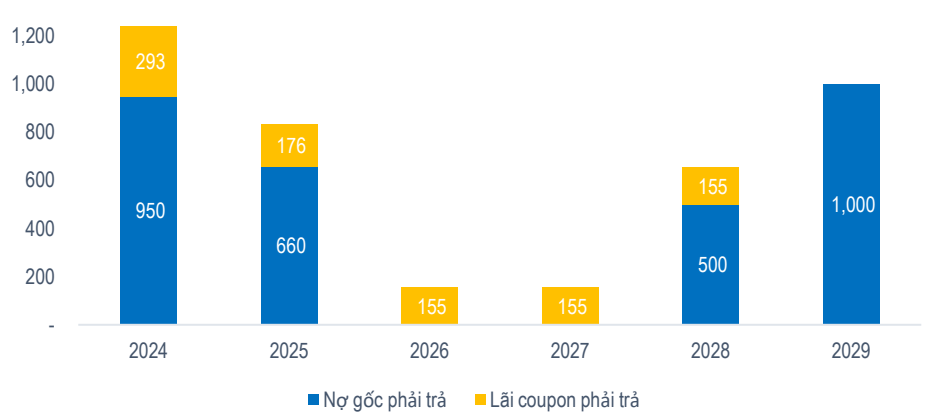


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Bên cạnh tài trợ bằng nợ vay, **NLG phát triển dự án đến khi hoàn thiện hạ tầng cơ bản và chuyển**

nhượng phần một phần vốn cho đối tác. Điều này giúp NLG (1) thu được dòng tiền để thực hiện các dự án khác, (2) nhận được phần lợi nhuận từ việc bán vốn với giá trị cao hơn (khi dự án đã hoàn thiện hạ tầng cơ bản), và (3) giảm áp lực đáo hạn nợ trong thời điểm thanh khoản thị trường BĐS kém. Trong năm 2023, NLG đang hoàn tất việc chuyển nhượng 50% vốn cho các đối tác trong dự án Paragon Đại Phước (25% lãi chuyển nhượng đã được ghi nhận năm 2022). Hiện NLG đang cập nhật ERC để hoàn thành việc chuyển nhượng. Chúng tôi dự phóng lãi chuyển nhượng dự án ghi nhận trong năm 2024 vào khoảng 250 tỷ đồng.

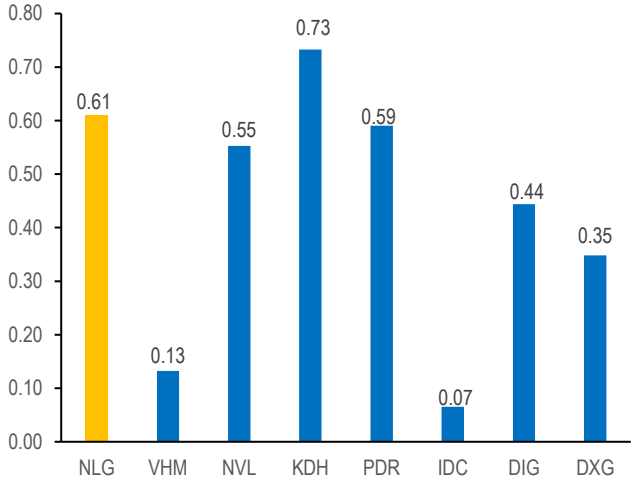
Giá trị trái phiếu đáo hạn của NLG



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

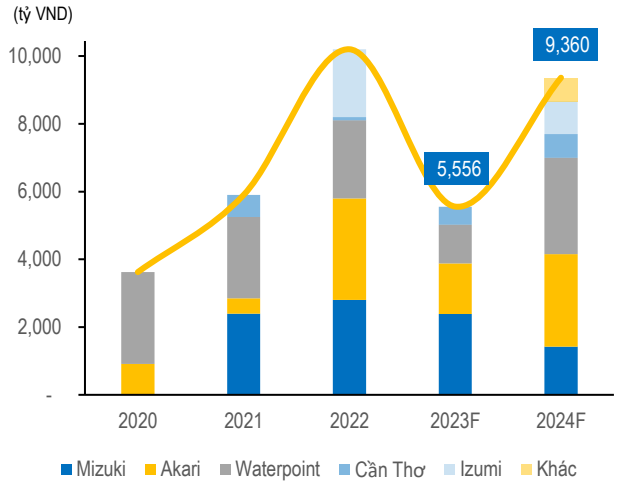
Giá trị trái phiếu đáo hạn năm 2024 ở mức 1,243 tỷ đồng. Tuy vậy, chúng tôi kì vọng với giá trị kí bán dự kiến ở mức 9,360 tỷ đồng và lượng tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn dồi dào lên đến 3,506 tỷ đồng, NLG có thể thanh toán được giá trị trái phiếu đáo hạn trong các năm sau.

HTK/Tổng tài sản tháng 9/2023



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị kí bán dự kiến



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cập nhật KQKD Quý 3 và dự phóng doanh thu

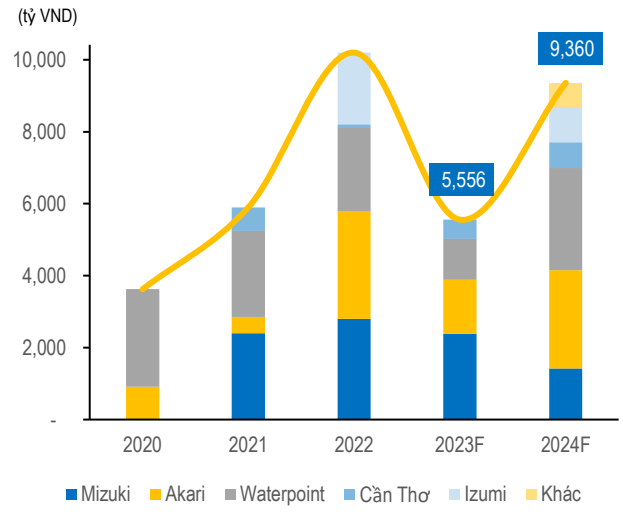
Tính đến Q3/2023, doanh thu NLG đạt 1,545 tỷ VND (-43% YoY), LNST công ty mẹ đạt 194 tỷ VND (+63%). Cụ thể:

Khoản mục	9M2023	9M2022	Thay đổi	% yoy	Chú thích
Doanh thu	1,545	2,710	(1,165)	-43%	
Doanh thu bàn giao dự án	*1,359*	*2,545*	*(1,186)*	*-47%*	Ghi nhận bàn giao 20 căn Flora Akari (55 tỷ VND), 100 căn Valora Southgate (1,051 tỷ VND), 196 căn Ehomes dự án Southgate (231 tỷ VND), và 4 Flora dự án Novia (7 tỷ VND)
Doanh thu cung cấp dịch vụ	*134*	*126*	*8*	*6%*	
Doanh thu từ dịch vụ xây dựng	*22*	*24*	*(2)*	*-8%*	
Khác	*30*	*14*	*16*	*114%*	
Lợi nhuận gộp	**870**	**1,170**	**(300)**	**-26%**	
Biên lợi nhuận gộp	56%	43%			Biên lợi nhuận gộp tăng đến từ việc bàn giao 100 dự án Valora với biên gộp cao hơn.
Chi phí bán hàng và QLDN	(626)	(768)	143	-19%	
Lợi nhuận từ HĐKD	**245**	**402**	**(158)**	**-39%**	
Thu nhập tài chính ròng	(99)	(52)	(47)	91%	
Thu nhập/(lỗ) khác	7	13	(5)	-41%	
Lãi lỗ từ công ty liên doanh liên kết	205	3	203	8100%	Lãi lỗ từ công ty liên doanh liên kết đến từ dự án Mizuki
EBT	**358**	**365**	**(8)**	**-2%**	
Chi phí thuế TNDN	39	89	3	3%	
LNST	319	276	(13)	-5%	
LNST của công ty mẹ	194	119	75	63%	

Năm 2023F, chúng tôi kì vọng giá trị kí bán đạt 5,556 tỷ đồng (-45.5% YoY) và đạt 59% kế hoạch đặt ra chủ yếu đến từ việc (1) chưa mở bán Izumi giai đoạn tiếp theo, (2) tỷ lệ hấp thụ Akari sụt giảm. Tính cả năm, doanh thu đạt 3,846 tỷ đồng (-11.36% YoY) và hoàn thành 80% kế hoạch đặt ra nhờ bàn giao biệt thự Valora tại dự án Izumi và Southgate. NPAT-PreMi đạt 813 tỷ đồng (-6% YoY).

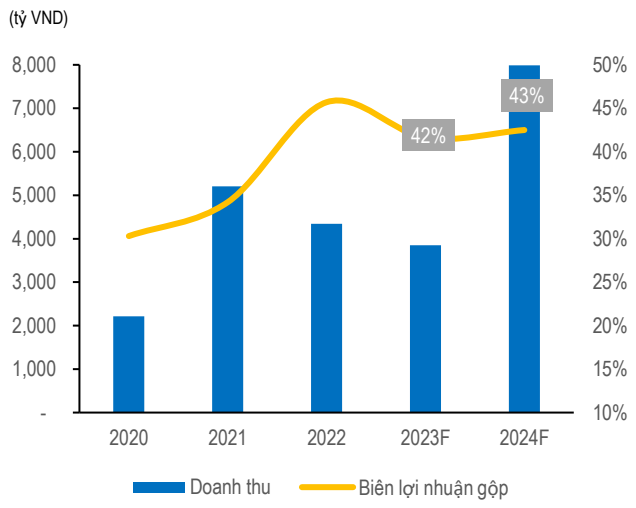
Năm 2024F, chúng tôi kì vọng giá trị kí bán đạt 9,360 tỷ đồng (+68.5% YoY) nhờ (1) mức nền thấp năm 2023, (2) triển khai các phân khu tiếp theo của dự án Mizuki, (3) tiếp tục mở bán Southgate, Izumi và Akari. Tính cả năm, doanh thu đạt 7,987 tỷ đồng (+77% YoY). NPAT-PreMi đạt 2,341 tỷ đồng (+188% YoY).

Dự phóng giá trị kí bán theo dự án



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận thuần qua các năm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của NLG (2020-2024F)

(Đơn vị: tỷ VND)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	2,217	5,206	4,339	3,846	7,987
Lợi nhuận gộp	671	1,779	1,984	1,600	3,393
Lợi nhuân từ HĐKD	236	782	829	331	1,397
Lợi nhuận ròng	850	1,479	866	813	2,341
Biên lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	30.3	34.2	45.7	41.6	42.5
Biên lợi nhuận từ HĐKD	10.6	15.0	19.1	8.6	17.5
Biên lợi nhuận ròng	38.3	28.4	20.0	21.1	29.3
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu thuần	-12.9	134.8	-16.7	-11.4	107.7
Lợi nhuận từ HĐKD	-63.2	230.9	6.1	-60.1	322.1
Lợi nhuận ròng	-15.6	73.9	-41.4	-6.1	187.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 44,200 VND

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Đầu tư Nam Long với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức 44,200 đồng tương ứng với mức tăng 18.8% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, NLG là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

1) NLG là nhà phát triển BĐS uy tín, sở hữu quỹ đất sạch lên đến 684ha tiềm năng cho phát triển dài hạn;
2) NLG đón đầu hồi phục nhờ phân khúc sản phẩm hợp lý, doanh số kí bán năm 2024 kì vọng đạt 9,360 tỷ đồng (+68.5% YoY);
3) Tiềm lực tài chính vững mạnh, đòn bẩy tài chính thấp.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để định giá NLG. Trong đó, các dự án có kế hoạch cụ thể, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF; các dự án chưa triển khai nhưng hoàn thiện pháp lý, chúng tôi dùng phương pháp giá thị trường (MV); với các dự án chưa có kế hoạch (thông tin rõ ràng) chúng tôi sử dụng BV.

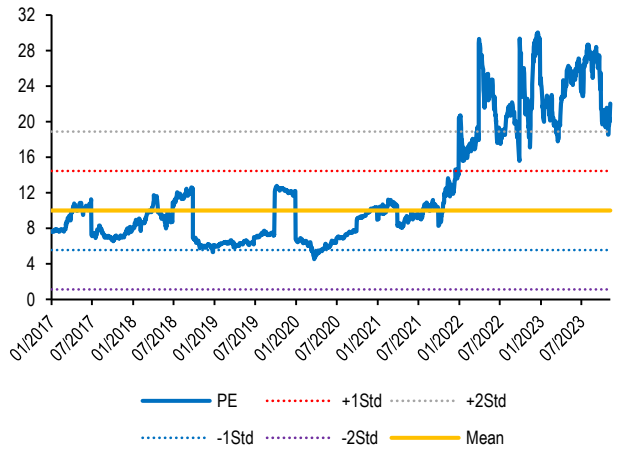
Chúng tôi sử dụng WACC ở mức 11.5% với lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3.5% (lãi suất phi rủi ro) và Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử của NLG và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp RNAV của NLG được định giá ở mức 44,200 đồng.

Mô hình định giá RNAV của NLG

Dự án	NPV (Tỷ đồng)	Phương pháp
Mizuki	1,742	DCF
Akari	1,977	DCF
Southgate	1,925	DCF
Southgate giai đoạn 2	3,818	MV
Cần Thơ	1,275	DCF
Hải Phòng	415	BV
Izumi	7,332	DCF
Khác	606	BV
Tổng	**21,180**	
Tiền và tương đương tiền	2,677	
Đầu tư tài chính	829	
Khác	2,005	
Lợi ích của CĐTS	(4,047)	
Nợ	(5,662)	
Giá trị tài sản ròng	**16,982**	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	384	
Giá mục tiêu (VND)	**44,200**	

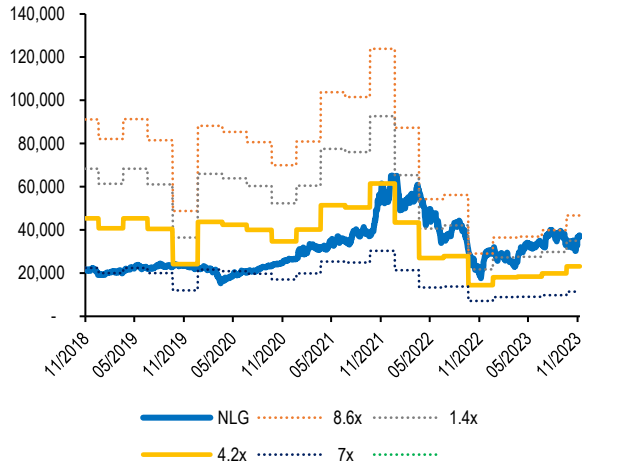
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của NLG từ 2017



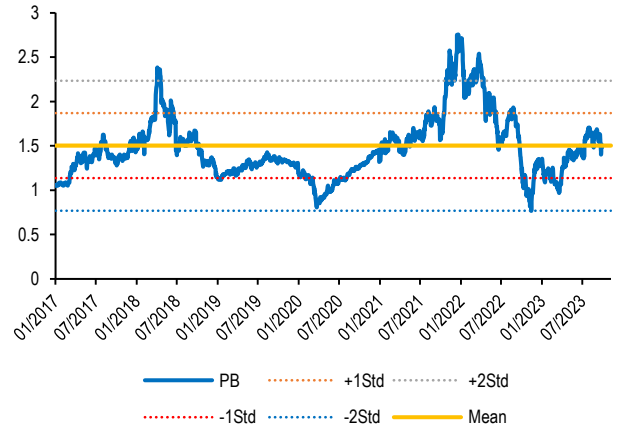
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của NLG



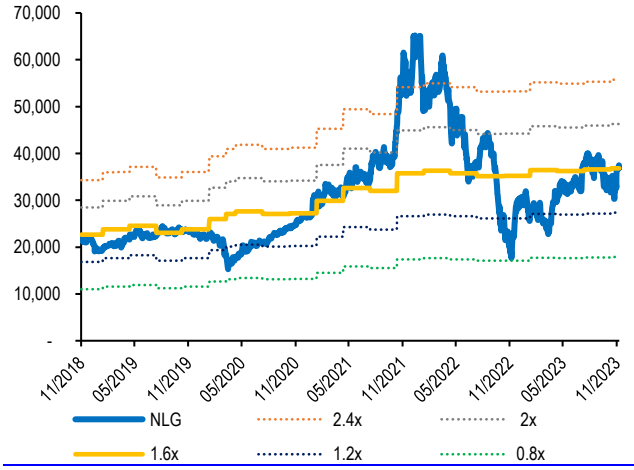
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của NLG từ 2017



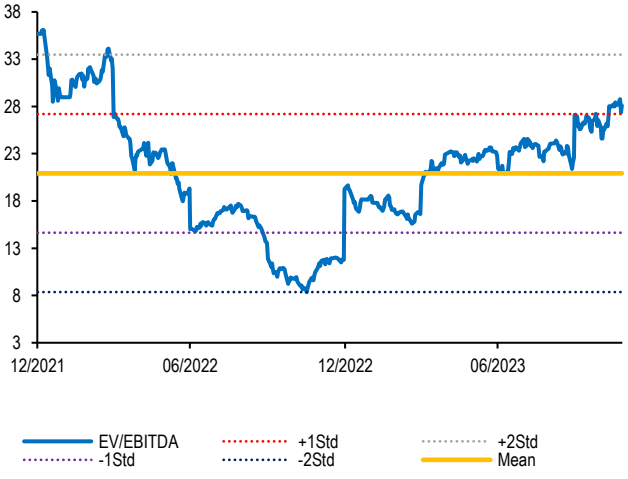
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của NLG



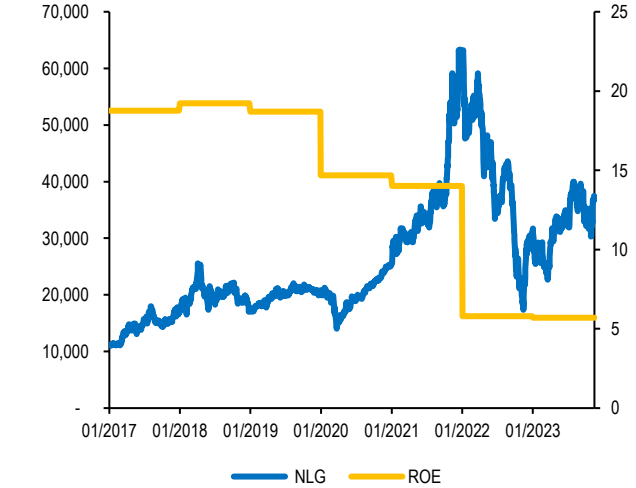
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của NLG từ năm 2021



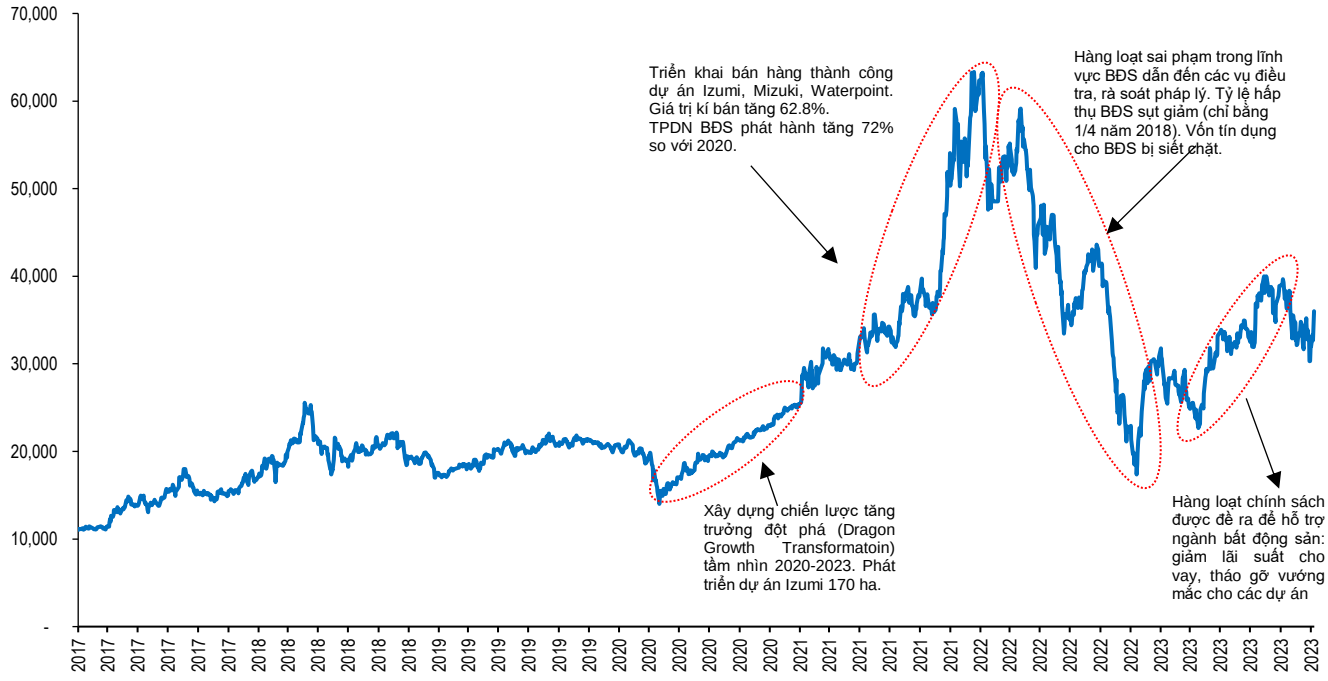
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR và ROE dự phóng của NLG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của NLG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro về vướng mắc pháp lý và chậm trễ của thủ tục hành chính

Vướng mắc về pháp lý và chậm trễ trong thủ tục hành chính làm kéo dài thời gian triển khai dự án và gia tăng chi phí cho doanh nghiệp. Về vướng mắc pháp lý, điển hình các DN tại TP.HCM đang gặp phải là vướng mắc thủ tục đầu tư (48 dự án), vướng mắc do thanh tra, điều tra, rà soát pháp lý (21 dự án); vướng đất công, doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa (15 dự án) và các dự án đã xây dựng hoàn thành, vướng mắc về giấy chứng nhận quyền sử dụng đất (30 dự án); và các sở ngành đã có văn bản giải quyết có 44 dự án. Mặt khác, theo Viện nghiên cứu Bất động sản (VIRES), thủ tục hành chính lý thuyết kéo dài từ 1.5-2 năm, tuy nhiên hiện nay có dự án kéo dài đến 4-5 năm hoặc thậm chí 10 năm.

Do vậy, những vấn đề liên quan đến pháp lý, thủ tục trong khi chờ đợi Luật mới được ban hành có thể khiến việc triển khai dự án của các doanh nghiệp BĐS nói chung và NLG nói riêng bị chậm trễ so với kế hoạch.

Tỷ lệ hấp thụ thấp hơn dự kiến

Những yếu tố kinh tế tác động đến thu nhập của người mua nhà có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ trong các năm tới, đặc biệt là người lao động có thu nhập trung bình. Ngoài ra, pháp lý chưa hoàn thiện cùng lãi suất vay mua nhà vẫn còn cao cũng tác động đến niềm tin người mua nhà và nhà đầu tư. Từ đó, có thể dẫn đến tâm lý dè dặt cho tiêu dùng BĐS trong các năm sau.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Tổng tài sản	**13,643**	**23,617**	**27,085**	**27,783**	**35,432**
Tài sản ngắn hạn	9,570	21,784	23,720	24,698	31,957
Tiền và tương đương tiền	1,073	3,112	3,773	2,956	2,407
Đầu tư TC ngắn hạn	35	744	987	495	1,329
Các khoản phải thu	2,228	1,934	3,570	2,636	4,408
Hàng tồn kho	6,069	15,490	14,830	18,226	22,946
Tài sản ngắn hạn khác	165	504	560	385	867
Tài sản dài hạn	4,073	1,833	3,365	3,085	3,475
Tài sản cố định	77	78	154	114	98
Chi phí xây dựng cơ bản	38	20	26	31	36
Tài sản dài hạn khác	3,996	1,755	3,211	2,971	3,377
Tổng nợ	**6,922**	**10,090**	**13,770**	**13,561**	**19,189**
Nợ ngắn hạn	4,439	6,318	8,851	7,338	12,899
Khoản phải trả	390	585	981	660	1,358
Người mua trả tiền trước	2,098	2,463	3,271	2,786	5,196
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	932	1,293	1,804	1,976	2,577
Khác	1,019	1,977	2,795	1,916	3,768
Nợ dài hạn	2,483	3,772	4,919	6,223	6,290
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	1,525	2,315	3,375	4,680	4,747
Khác	958	1,457	1,544	1,543	1,543
Vốn chủ sở hữu	**6,720**	**13,528**	**13,315**	**14,222**	**16,243**
Vốn góp chủ sở hữu	2,853	3,829	3,841	4,256	4,724
Thặng dư vốn	989	2,643	2,643	2,643	2,643
Vốn khác	746	4,612	4,338	4,595	5,383
Lợi nhuận giữ lại	2,132	2,444	2,493	2,728	3,493
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,117	4,598	4,325	4,582	5,370
*Nợ vay	2,457	3,608	5,179	6,656	7,324
*Nợ ròng (tiền)	1,349	(248)	419	3,205	3,588

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Tiền từ HĐKD	**(1,111)**	**1,295**	**(1,030)**	**(3,542)**	**(1,299)**
Lợi nhuận ròng	1,015	1,640	1,070	957	2,743
Khấu hao TSCĐ	23	30	36	40	41
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(868)	(958)	(410)	(585)	(1,167)
Thay đổi vốn lưu động	(1,049)	686	(1,517)	(3,679)	(2,466)
Thay đổi khác	(232)	(103)	(209)	(275)	(450)
Tiền từ HĐ đầu tư	**(1,042)**	**(2,006)**	**451**	**1,060**	**291**
Thay đổi tài sản cố định	(44)	(19)	(73)	(17)	(42)
Thay đổi tài sản đầu tư	(40)	(755)	(277)	492	(834)
Khác	(958)	(1,232)	801	585	1,167
Tiền từ HĐ tài chính	**1,326**	**2,748**	**1,240**	**1,670**	**459**
Thay đổi vốn cổ phần	(6)	2,637	187	415	468
Tiền đi vay/(trả) nợ	1,589	444	1,574	1,477	668
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(257)	(333)	(521)	(222)	(677)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**(827)**	**2,037**	**661**	**(812)**	**(549)**
Tổng tiền đầu năm	1,897	1,070	3,107	3,768	2,956
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	1,070	3,107	3,768	2,956	2,407

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	**2,217**	**5,206**	**4,339**	**3,846**	**7,987**
Tăng trưởng (%)	-12.9	134.8	-16.7	-11.4	107.7
Giá vốn hàng bán	**(1,546)**	**(3,427)**	**(2,355)**	**(2,246)**	**(4,594)**
Lợi nhuận gộp	**671**	**1,779**	**1,984**	**1,600**	**3,393**
Biên lợi nhuận gộp (%)	30.3	34.2	45.7	41.6	42.5
Chi phí BH & QLDN	**(435)**	**(997)**	**(1,155)**	**(1,269)**	**(1,996)**
LN từ HĐKD	**236**	**782**	**829**	**331**	**1,397**
Tăng trưởng (%)	-63.2	230.9	6.1	-60.1	322.1
Biên LN từ HĐKD (%)	10.6	15.0	19.1	8.6	17.5
LN khác	**779**	**859**	**241**	**626**	**1,346**
Thu nhập tài chính	727	445	386	585	1,167
Chi phí tài chính	(103)	(112)	(199)	(235)	(262)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(53)	(102)	(148)	(198)	(229)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	155	526	54	276	441
LNTT	**1,015**	**1,641**	**1,070**	**957**	**2,743**
Thuế TNDN	(165)	(162)	(204)	(144)	(402)
LNST	**850**	**1,479**	**866**	**813**	**2,341**
Tăng trưởng (%)	(0.2)	0.7	(0.4)	(0.1)	1.9
Biên lợi nhuận ròng (%)	38.3	28.4	20.0	21.1	29.3
LNST cổ đông công ty mẹ	835	1,071	556	556	1,553
Lợi ích CĐTS	15	408	310	257	788
LN trước thuế và lãi vay	**1,068**	**1,742**	**1,218**	**1,155**	**2,972**
Tăng trưởng (%)	(14.3)	63.1	(30.1)	(5.2)	157.3
Biên LN (%)	48.2	33.5	28.1	30.0	37.2
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**1,091**	**1,772**	**1,254**	**1,195**	**3,013**
Tăng trưởng (%)	(13.9)	62.4	(29.2)	(4.7)	152.1
Biên LN (%)	49.2	34.0	28.9	31.1	37.7

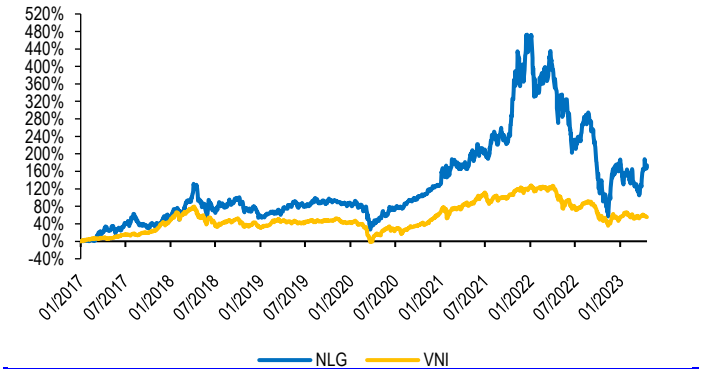
Chỉ số tài chính

Năm	2020	2021	2022	2023F	2024F
EPS (đồng)	3,078	3,099	1,345	1,323	3,924
BPS (đồng)	19,589	23,266	23,185	22,448	22,850
PER (x)	9.9	20.7	23.2	31.7	10.7
PBR (x)	1.4	2.8	1.3	1.9	1.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	28.9	31.6	59.2	39.9	43.6
Lãi cổ tức (%)	0.7	0.9	1.4	0.6	1.8
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	49.2	34.0	28.9	31.1	37.7
Biên LN từ HĐKD (%)	10.6	15.0	19.1	8.6	17.5
Biên LNST (%)	38.3	28.4	20.0	21.1	29.3
ROA (%)	6.2	6.3	3.2	2.9	6.6
ROE (%)	12.6	10.9	6.5	5.7	14.4
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	36.6	26.7	38.9	46.8	45.1
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	123.6	(14.0)	33.4	268.2	119.1
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	25.0	61.0	53.8	47.0	29.0
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	20.2	17.1	8.2	5.8	13.0
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày phải trả người bán (ngày)	441	152	1,634	527	394
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	1,224	1,152	2,361	2,695	1,641
Số ngày khoản phải thu (ngày)	311	146	232	294	161

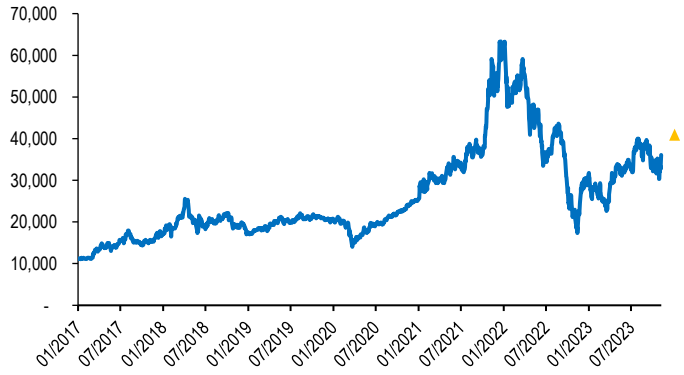
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Đầu tư Nam Long (NLG VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Khoảng giá MT (%) Cao/Thấp
1/12/2023 (BC lần đầu)	MUA	44,200	27.1	48.7/9.5

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Trang Vo

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: NLG VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000