

Việt Nam: Ngành Bất động sản
22 May 2025

NLG

MUA

Mức tăng giá mục tiêu: **+19,9%**
Đóng cửa: **21/05/2025**
Giá: **34.450 đồng**
Giá mục tiêu 12 tháng: **41.300 đồng**

Tiêu điểm

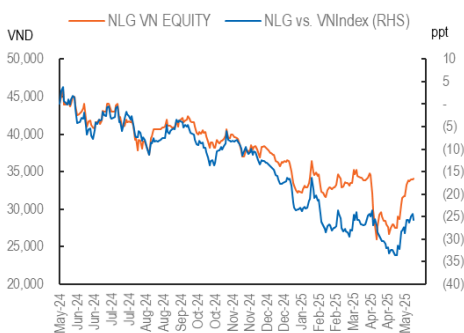
- **Cơ hội hấp dẫn từ các thương vụ thoái vốn**, bao gồm 15% cổ phần dự án Izumi và 50% cổ phần dự án Waterpoint.
- **Mở rộng quỹ đất**: Ban lãnh đạo cho thấy sự tiến triển trong các thương vụ mở rộng quỹ đất tại các thị trường tỉnh.
- **Mục tiêu đạt 14 nghìn tỷ đồng doanh thu mở bán (gấp 2,8 lần svck)** phụ thuộc hoàn toàn vào lực cầu từ các thị trường tỉnh.

Quan điểm

- **Việc thoái vốn các dự án sẽ giúp củng cố bảng cân đối kế toán và tăng cường tính linh hoạt về tài chính của NLG** – một yếu tố tích cực về mặt nội tại doanh nghiệp.
- **Mở rộng quỹ đất**: là chất xúc tác tích cực và đáng quan ngại đối với giá cổ phiếu.
- **Thị trường BĐS tại các địa bàn tỉnh** có thể là rủi ro.
- **Nâng lên khuyến nghị MUA**: Giá mục tiêu là 41.300 đồng/cổ phiếu, tương đương tỷ suất sinh lời 12 tháng là 21,3%.

Tổng quan doanh nghiệp: Nam Long là một trong những nhà phát triển đô thị tiên phong tại Việt Nam với dòng sản phẩm chủ lực thuộc phân khúc nhà ở vừa túi tiền, bao gồm 1) Ehome với giá bán trung bình chỉ khoảng 1.000 USD/m²; 2) Ehome-S với thương hiệu nhà ở xã hội; 3) Flora – dòng căn hộ biệt lập vừa túi tiền với giá bán khoảng 1.500-2.000 USD/m²; và 4) Valora – dòng sản phẩm nhà phố/biệt thự biệt lập với giá bán hơn 150.000 USD/căn. Tổng quỹ đất dự án của NLG hiện tại đạt khoảng 530ha.

Tương quan giá cổ phiếu với VNIndex



Vốn hóa thị trường	508 triệu USD
GTGD BQ 6T	3 triệu USD
SLCP đang lưu hành	385 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	41%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	42%
Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn	25%
Room ngoại còn lại	7%
Tỷ lệ nợ vay/ VCSH (Q1/2025)	14,5%
P/B hiện tại	1,36x
P/B (2025F)	1,54x

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm tài chính	2024A	2025F	2026F
Doanh thu	7.196	5.534	9.092
Lợi nhuận hoạt động	1.678	1.212	1.450
PATMI	514	645	742
EPS (VND)	1.270	1.330	1.530
Thay đổi EPS (%)	7%	5%	15%
P/B (X)	1,37	1,54	1,46
ROE (%)	10%	6%	8%
Tỷ suất cổ tức (%)	1,5%	1,5%	1,5%

Nguồn: NLG, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Khắc Minh Tâm

+84 28 3622 6868 ext 3815

tam.nguyen@yuantaresearch.com.vn

Bloomberg code: YUTA

CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)

Tiềm Năng Tăng Trưởng Mới

Các thương vụ thoái vốn đầy hứa hẹn -- Chất xúc tác quan trọng: chiến lược thoái vốn của NLG, bao gồm việc chuyển nhượng 15% cổ phần dự án Izumi City (giảm tỷ lệ sở hữu toàn dự án xuống còn 50%), và kế hoạch chuyển nhượng 50% cổ phần dự án Waterpoint Giai đoạn 2 (do công ty Nam Long VCD phát triển) dự kiến vào năm 2025 hoặc 2026. Thương vụ tiềm năng này giúp khơi lại sự quan tâm từ nhà đầu tư đối với một cổ phiếu vốn thiếu hụt các chất xúc tác trong thời gian qua.

Quyết tâm mở rộng quỹ đất của ban lãnh đạo: Ba thương vụ tiềm năng tại các tỉnh thành (gồm Đồng Nai và 2 tỉnh khác), thể hiện cam kết của ban lãnh đạo về việc quyết tâm phát triển quỹ đất của doanh nghiệp. Những thương vụ này đều đang trong giai đoạn thương lượng và có thể mất nhiều thời gian trước khi hoàn tất. Điều này làm dấy lên lo ngại về việc gia tăng chi phí khi mua đất, đặc biệt khi thị trường bất động sản hồi phục trong thời gian gần đây.

Mục tiêu doanh số bán hàng trong năm 2025 là 14,6 nghìn tỷ đồng (gấp 2,8 lần svck), dự kiến được đóng góp bởi Waterpoint (6-7 nghìn tỷ đồng), Izumi (2 nghìn tỷ đồng), Paragon (2 nghìn tỷ đồng), và Hải Phòng / Cần Thơ (2-3 nghìn tỷ đồng). Đáng chú ý, triển vọng mở bán của NLG hiện đang phụ thuộc hoàn toàn vào lực cầu từ các thị trường tỉnh – có thể là một rủi ro tiềm năng.

Kết quả mở bán tính từ đầu năm đến nay của NLG đã giúp thúc đẩy niềm tin vào thị trường tỉnh. NLG ghi nhận doanh số mở bán đạt 2,6 nghìn tỷ đồng tính từ đầu năm (đến 21 tháng 4), chủ yếu do sự tăng vọt đến từ các căn thấp tầng giá trị cao tại Southgate trong tháng 4. Con số trên tương đương 17,7% mục tiêu tổng giá trị mở bán cả năm mà NLG đã đề ra (14,6 nghìn tỷ đồng) và tương đương 36,4% dự phóng của chúng tôi (7,1 nghìn tỷ đồng).

Chúng tôi nâng lên khuyến nghị MUA từ khuyến nghị NẮM GIỮ - Kém khả quan với tỷ suất sinh lời 12 tháng là 21,3%. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá trị ước tính hợp lý thêm 7,2%, tương đương 41.300 đồng/cổ phiếu, phản ánh tác động ròng của (1) điều chỉnh giảm tổng giá trị tài sản ròng (NAV) của các dự án do áp dụng giả định thận trọng hơn về tiến độ mở bán, và (2) vị thế nợ ròng đã giảm tính tại thời điểm cuối Q1/2025.

Đội ngũ lãnh đạo mới cho thấy sự chủ động hơn. Kế hoạch thoái vốn các dự án đã được vạch ra rõ ràng và các bước tiến ban đầu trong việc mở rộng quỹ đất cũng đang được thực thi – cho thấy tiềm năng tăng trưởng của công ty – một sự thay đổi trọng yếu trong chiến lược của NLG trong bối cảnh doanh nghiệp đã không mua mới bất kỳ dự án nào trong suốt 5 năm qua.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta 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.

Triển vọng và chất xúc tác

1. Các thương vụ thoái vốn đầy hứa hẹn -- Chất xúc tác quan trọng: chiến lược thoái vốn của NLG, bao gồm việc chuyển nhượng 15% cổ phần dự án Izumi City (giảm tỷ lệ sở hữu toàn dự án xuống còn 50%), và dự kiến tiếp tục thoái 50% vốn cổ phần tại công ty con – Nam Long VCD, cụ thể là Giai đoạn 2 của dự án Waterpoint trong năm 2025 hoặc 2026. Điều này giúp khôi phục lại sự quan tâm từ nhà đầu tư đối với một cổ phiếu vốn thiếu hụt các chất xúc tác trong thời gian qua.

Quan điểm của chúng tôi: Việc thoái vốn dự án sẽ góp phần tăng cường vị thế tài chính của NLG và cho phép công ty thực hiện mở rộng quỹ đất trong khi vẫn đảm bảo duy trì chiến lược tài chính thận trọng. Những chất xúc tác này giúp củng cố vị thế của cổ phiếu NLG như một sự lựa chọn an toàn và đầy tiềm năng trong mắt nhà đầu tư.

2. Mục tiêu 2025 đầy tham vọng. NLG đề ra mục tiêu doanh thu đạt 6,8 nghìn tỷ đồng (-6% YoY) và lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (NPATMI) đạt 701 tỷ đồng (+35% YoY). Tăng trưởng lợi nhuận được kỳ vọng sẽ đến phần lớn từ việc chuyển nhượng cổ phần dự án Izumi cho đối tác Nhật Bản, cùng với việc bàn giao sản phẩm tại các dự án Akari, Cần Thơ, và Waterpoint. Ban lãnh đạo dự kiến sẽ phần lớn lợi nhuận cả năm sẽ được ghi nhận trong Q3/2025.

Ngoài ra, NLG đặt mục tiêu doanh số mở bán cả năm 2025 là 14,6 nghìn tỷ đồng (gấp 2,8 lần năm 2024), được đóng góp bởi: Waterpoint (6-7 nghìn tỷ đồng), Izumi (2 nghìn tỷ đồng), Paragon (2 nghìn tỷ đồng), và Hải Phòng/ Cần Thơ (2-3 nghìn tỷ đồng).

Quan điểm của chúng tôi: NLG đề ra doanh số mở bán cả năm 2025 khá ấn tượng. Tuy nhiên, cũng tiềm ẩn rủi ro khi tất cả các sản phẩm mở bán đều nằm tại các thị trường tỉnh cấp 2 – nơi lực cầu có thể vẫn cần thêm thời gian để hồi phục trong bối cảnh kinh tế vĩ mô vẫn còn nhiều biến động.

3. Quyết tâm mở rộng quỹ đất của ban lãnh đạo: Ba thương vụ thu mua đất tại các tỉnh thành (bao gồm Đồng Nai và 02 tỉnh khác) thể hiện cam kết của ban lãnh đạo về việc quyết tâm phát triển quỹ đất của doanh nghiệp - một sự tiến triển tích cực, đi ngược lại với những nước đi thận trọng trong giai đoạn trước đó của NLG — đã được chúng tôi đề cập trong báo cáo gần nhất vào [ngày 06 tháng 01, 2025](#).

Gần đây, NLG đã đề xuất dự án phát triển 20.000 căn nhà ở xã hội tại Đồng Nai – một động thái phù hợp với chiến lược mở rộng quỹ đất dự án (bao gồm đất nông nghiệp, nhà ở xã hội, dự án có chi phí quyền sử dụng đất cố định và điều chỉnh quy hoạch tổng thể).

Quan điểm của chúng tôi: Các thương vụ vẫn đang trong quá trình thương lượng giữa các bên, theo công bố của ban lãnh đạo NLG, làm dấy lên lo ngại về các khoản chi phí thu mua quỹ đất, đặc biệt là khi thị trường bất động sản đã vào pha phục hồi trở lại.

4. Triển vọng phát triển thương mại bao gồm khả năng hợp tác với một chuỗi bệnh viện để xây dựng cơ sở y tế tại dự án Waterpoint và phát triển tòa nhà văn phòng đầu tiên tại Mizuki Park.

Quan điểm của chúng tôi: Việc tích hợp các tiện ích này sẽ gia tăng đáng kể sức hấp dẫn và sự sôi động cho dự án. Tuy nhiên, vai trò cốt lõi của chúng là nâng cao sức hút và giá trị cho các sản phẩm trong những đợt mở bán tiếp theo trong tương lai hơn là giá trị đơn lẻ của từng cấu phần đất thương mại dịch vụ..

5. Chào bán 100 triệu cổ phiếu mới. Cổ đông đã thông qua phương án phát hành 100 triệu cổ phiếu với giá 25,000 đồng/ cổ phiếu trong năm 2025. Hiện phương án này đang chờ UBCK (SSC) phê duyệt.

Quan điểm của chúng tôi: NLG có thể sẽ đánh giá tính khả thi của đợt phát hành này dựa trên động thái từ thị trường và dòng tiền nội bộ doanh nghiệp để đưa ra chiến lược thực hiện hiệu quả nhất.

Định giá

Giá trị hợp lý mà chúng tôi ước tính cho cổ phiếu NLG là 41.300 đồng/ cổ phiếu, tăng 7,2% so với giá mục tiêu đã khuyến nghị trước đó. Sự thay đổi này phản ánh tác động ròng của: (1) điều chỉnh giảm tổng giá trị NAV ròng dựa trên triển vọng thận trọng về tiến độ triển khai các dự án, và (2) điều chỉnh tăng tổng giá trị NAV dưới sự tác động của việc ghi nhận giảm tổng nợ vay ròng vào cuối Q1/2025.

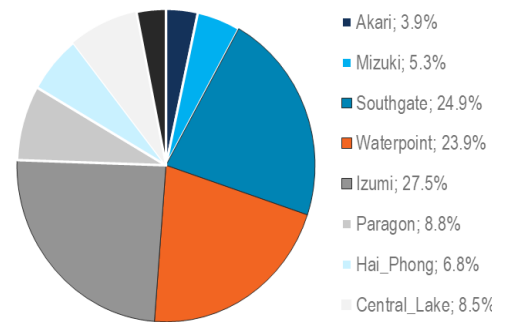
- 1) Giả định về thời hạn mở bán trước đối với dự án Waterpoint được chúng tôi kéo dài thêm một năm so với giả định trước đó, đồng thời phân bổ lại dòng tiền chi ra cho các dự án nhằm phản ánh sát hơn với tiến độ thực tế. Sự điều chỉnh này dẫn đến NAV ước tính giảm đi khoảng 0,9 nghìn tỷ đồng (tương đương 4%) giá trị NAV đã được ước tính trước đó.
- 2) Nợ vay ròng (tổng nợ vay sau khi trừ đi tiền mặt và các khoản tương đương tiền) giảm từ mức giả định trước đó của chúng tôi là 4,1 nghìn tỷ đồng xuống còn 2,1 nghìn tỷ đồng. Điều chỉnh này dựa trên kết quả bảng cân đối kế toán Q1/2025 và giúp tăng tổng NAV ước tính thêm 2 nghìn tỷ đồng (tương đương +13%).

Hình 1: Tóm tắt định giá NLG

No	Project	Ownership rate	Valuation approach	Development NPV (VND bn)	Effective NPV (VND bn)
1	Akari	50%	DCF	1,243	622
2	Mizuki	50%	DCF	1,691	846
3	Southgate	65%	DCF	6,159	4,003
4	Waterpoint	100%	DCF	3,842	3,842
5	Izumi	65%	DCF	6,826	4,437
6	Paragon	50%	DCF	2,822	1,411
7	Hai Phong	100%	DCF	1,093	1,093
8	Central Lake	100%	DCF	1,368	1,368
9	Others				583
Total project NPV					18,205
Cash and cash equivalent*					5,003
Total borrowing					-7,101
NAV (VND billion)					16,107
Number of shares (billion share)					0.39
Target price (VND/share)					41,300

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Hình 2: Cơ cấu NAV theo dự án



Ba dự án trọng điểm – Southgate, Waterpoint, và Izumi – chiếm 76,3% tổng giá trị NAV mà chúng tôi ước tính đối với NLG. Do đó, các nhà đầu tư với chiến lược thận trọng có thể cân nhắc các kịch bản định giá thay thế bằng cách điều chỉnh các giả định cơ sở của chúng tôi về giá bán trung bình của các phân khu cao tầng tại Southgate (39,0 triệu đồng/m²), Waterpoint (46,2 triệu đồng/m²), và Izumi (50 triệu đồng/m²).

Bảng 3 dưới đây cho thấy rằng ngay cả khi áp dụng kịch bản tiêu cực với mức chiết khấu 30% đối với các giả định của chúng tôi, NAV ước tính vẫn tương ứng mức tăng +10,3% so với giá đóng cửa gần nhất của cổ phiếu NLG.

Hình 3: Các kịch bản định giá dựa trên điều chỉnh các giả định về giá bán trung bình tại các dự án trọng điểm

Mức độ chiết khấu giá bán trung bình (%)	+30%	+20%	+10%	0%	-10%	-20%	-30%
Southgate, cao tầng, triệu đồng	66,92	51,48	42,90	39,00	35,10	31,20	27,30
Waterpoint, cao tầng, triệu đồng	79,27	60,98	50,82	46,20	41,58	36,96	32,34
Izumi, cao tầng, triệu đồng	85,80	66,00	55,00	50,00	45,00	40,00	35,00
Giá mục tiêu (đồng)	45.300	43.900	42.600	41.300	40.200	39.000	38.000
Mức tăng giá mục tiêu (%)	31,5%	27,4%	23,7%	19,9%	16,7%	13,2%	10,3%

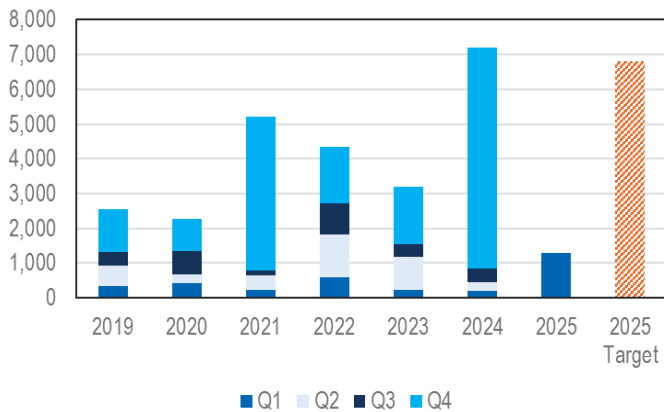
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Cập nhật KQKD Quý 1/2025

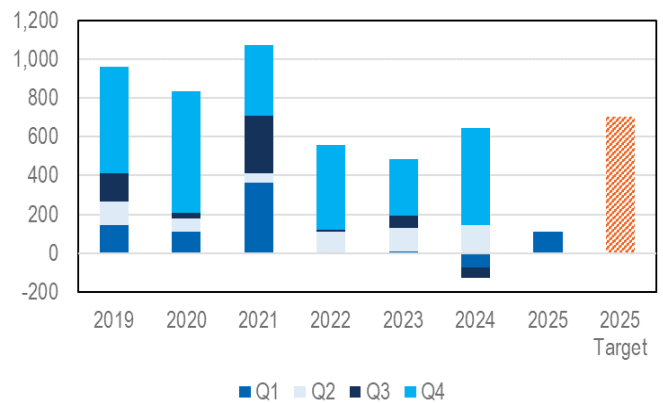
Trong Q1/2025, NLG công bố đã ghi nhận doanh thu đạt 1,25 nghìn tỷ (gấp 3,6 lần svck) và PATMI đạt 108 tỷ đồng, so với khoản lỗ 77 tỷ đồng vào Q1/2024. Việc tiếp tục bàn giao các sản phẩm tại Akari City – Giai đoạn 2 và dự án tại Cần Thơ là yếu tố chủ lực đóng góp vào lợi nhuận công ty trong quý này.

Kết thúc Q1/2025, NLG hoàn thành 19% kế hoạch doanh thu cả năm đã đề ra và tương đương 20% doanh thu dự phóng cả năm do chúng tôi ước tính, trong khi đó, PATMI Q1/2025 chỉ hoàn thành khoảng 15% đối với cả mục tiêu năm 2025 và dự phóng của chúng tôi.

Hình 4: Doanh thu theo quý của NLG



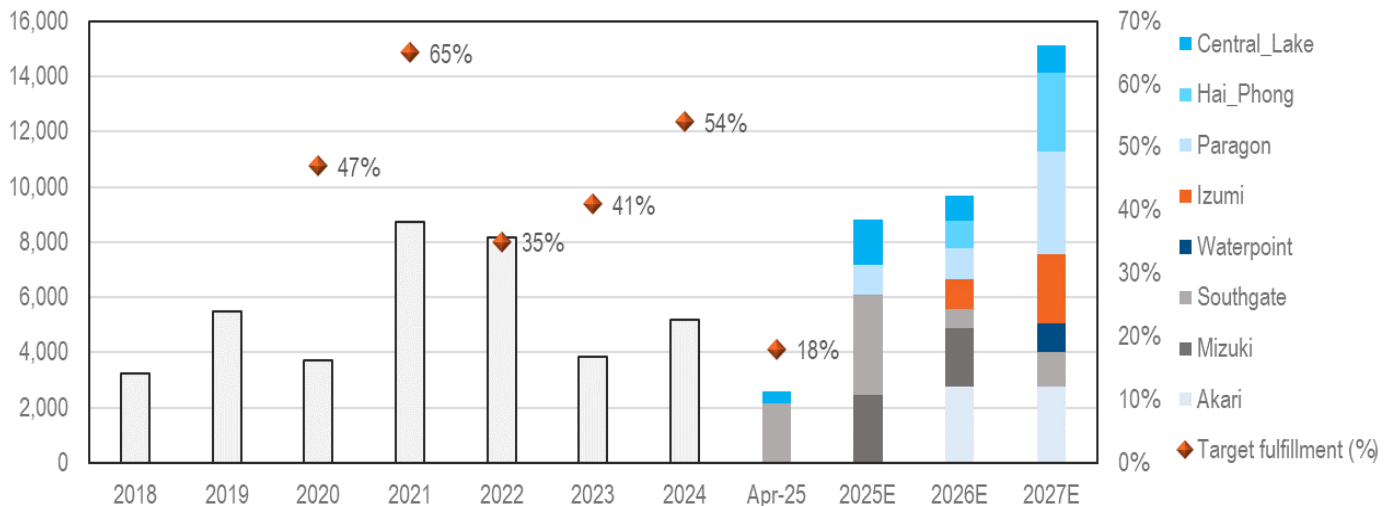
Hình 5: Lợi nhuận ròng theo quý của NLG



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Tính đến 21/04/2025, NLG ghi nhận 2,58 nghìn tỷ đồng doanh thu mở bán, chủ yếu được đóng góp bởi sự gia tăng đáng kể từ phân khu thấp tầng có giá trị cao thuộc Southgate trong tháng 4. Con số này tương đương 17,7% tổng doanh thu mở bán mục tiêu cả năm 2025 (14,6 nghìn tỷ đồng) và 36,4% doanh thu mở bán ước tính của chúng tôi (7.094 tỷ đồng).

Hình 6: Dự phóng doanh số mở bán theo dự án của NLG



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Cập nhật tiến độ các dự án của NLG

Hình 7: Cập nhật tiến độ dự án



Akari City:

- Giai đoạn 3: Dự kiến ra mắt trong năm 2026 với ~1.500 căn hộ, 3 hiện đang bị trì hoãn do các nghĩa vụ liên quan đến nhà ở xã hội.



Mizuki Park:

- Chúng tôi ước tính còn lại khoảng 1.270 căn cao tầng và 22 căn thấp tầng.
- Việc mở bán phân khu CC5 và LK11 hiện bị hoãn đến cuối năm 2025 do vẫn đang trong quá trình xin giấy phép xây dựng và giấy phép mở bán.



The Southgate

- Phân khu thấp tầng:** Tiếp tục bán hàng tại giai đoạn hiện tại.
- Phân khu The Park Village mở bán vào Q1/2025 với giá hơn 27 tỷ đồng/căn, đóng góp lên đến 2,58 nghìn tỷ đồng doanh số mở bán trong quý.
- Thời điểm khởi công Aeon Mall dường như đang được tạm hoãn.



Izumi

- Hoàn thành bàn giao giai đoạn 1A1.
- Các phân khu khác: Tạm hoãn triển khai do điều chỉnh quy hoạch tổng thể.
- NLG kỳ vọng sẽ được thông qua quy hoạch 1/5.000 trong tháng 06/2025.
- Công ty đã chuẩn bị cho những bất ổn có thể xảy ra bằng cách đề ra kế hoạch triển khai Giai đoạn 3 vào Quý 3/2025 dựa trên các phê duyệt trước đó.



Nam Long Cần Thơ:

- EhomeS Cần Thơ: bao gồm 1.590 căn với tổng doanh thu 1.378 tỷ đồng, bắt đầu bàn giao từ tháng 10/2024 với 800 tỷ đồng ước tính đã được ghi nhận trong Q4/2024.
- Phân khu đất nền và nhà thấp tầng: Tiền sử dụng đất đã được thanh toán xong trong T9/2024 và bắt đầu triển khai và bàn giao từ Q4/2024.
- Doanh thu tính theo hợp đồng đạt 528 tỷ tính đến tháng 11.
- NLG kỳ vọng việc bàn giao trong Q4/2024 sẽ mang lại 1.277 tỷ đồng doanh thu.

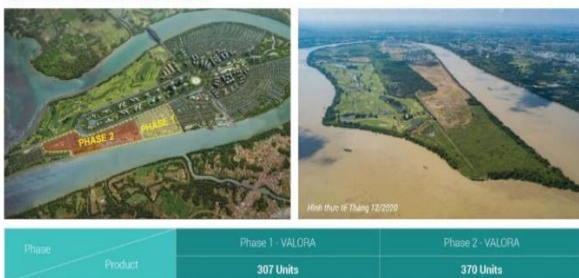


Nam Long Hải Phòng:

- NLG đã đệ trình quy hoạch hạ tầng tổng thể cho các cơ quan chức năng xem xét thông qua.
- NLG dự kiến triển khai dự án vào cuối năm 2025.

NAM LONG ĐÀI PHƯỚC (DONG NAI)

📍 Nhơn Trạch, Đồng Nai



Nam Long Đài Phước:

- Bao gồm khoảng 600 căn thấp tầng.
- Đã hoàn tất các thủ tục hành chính trong việc chuyển nhượng 25% cổ phần dự án cho Nippon Railroad trong T6/2024.
- Đang trong quá trình điều chỉnh quy hoạch 1/500, NLG kỳ vọng sẽ triển khai Giai đoạn 1 vào cuối Q3/2025.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

INCOME STATEMENT (VND'bn)	2024A	2025E	2026E	2027E
Net sales	7,196	5,534	9,092	9,598
Cost of sales	(4,128)	(3,271)	(5,917)	(6,106)
Gross Profit	3,068	2,263	3,175	3,492
Selling expenses	(742)	(571)	(937)	(990)
General and admin expenses	(648)	(480)	(788)	(832)
Operating profit/(loss)	1,678	1,212	1,450	1,670
Financial income	337	309	497	99
Financial expenses	(331)	(360)	(356)	(434)
Gain/(loss) from joint ventures	100	-	23	227
Net other income/(expenses)	56	56	56	56
Profit/(loss) before tax	1,840	1,217	1,670	1,618
Income tax expenses	(457)	(243)	(334)	(324)
Net profit/(loss) after tax	1,383	974	1,336	1,294
Minority interests	(869)	(329)	(594)	(552)
Attributable to parent company	514	645	742	742
EPS basis reported, VND	1,270	1,330	1,530	1,530
EPS fully diluted, VND	1,270	1,330	1,530	1,530

FINANCIAL RATIO	2024A	2025E	2026E	2027E
Growth (%)				
Revenue, growth	126%	-23%	64%	6%
Operating Income, growth	188%	-28%	20%	15%
PBT, growth	90%	-34%	37%	-3%
EPS, growth	7%	5%	15%	0%
Total Assets, growth	6%	1%	10%	22%
Equity, growth	8%	10%	7%	6%
Profitability (%)				
Gross Profit Margin	43%	41%	35%	36%
Operating Profit Margin	23%	22%	16%	17%
Net Margin	19%	18%	15%	13%
ROE	10%	6%	8%	7%
ROA	5%	3%	4%	3%
ROIC	7%	4%	6%	5%
Efficiency (x)				
Receivable Turnover	2.30x	2.10x	3.82x	4.78x
Inventory Turnover	0.23x	0.17x	0.27x	0.23x
Payable Turnover	0.91x	0.84x	1.54x	0.97x
Liquidity (x)				
Current ratio	2.71x	2.74x	2.84x	2.48x
Quick Ratio	0.87x	0.67x	0.52x	0.54x
Financial Structure (x)				
Total liabilities/Equity	1.08x	0.90x	0.95x	1.24x
Total liabilities/Total Assets	0.52x	0.47x	0.49x	0.55x
Debt/Equity	0.48x	0.40x	0.45x	0.52x

Source: NLG, Yuenta Vietnam

BALANCE SHEET (VND'bn)	2024A	2025E	2026E	2027E
Total assets	30,307	30,546	33,545	40,922
Current Assets	27,549	27,966	30,600	38,014
Cash & cash equivalents	5,443	3,235	2,560	5,470
ST Investment	792	921	857	889
Accounts receivable	2,629	2,633	2,131	1,882
Inventories	17,993	20,594	23,457	29,040
Other current assets	692	583	1,595	733
Long-term Assets	2,758	2,580	2,945	2,908
Long-term trade receivables	10	126	207	219
Net fixed assets	143	45	35	22
LT Investment	1,794	1,794	1,794	1,794
LT assets other	811	615	909	873
Total Resources	30,307	30,546	33,545	40,922
Total Liabilities	15,741	14,461	16,313	22,628
Advances from customers	3,024	2,393	2,332	7,006
Accounts payable	1,027	1,304	1,631	1,654
ST debts	2,887	3,645	3,766	3,706
Other ST liabilities	3,210	2,852	3,031	2,942
Long term debt	4,074	2,762	4,040	5,811
Other LT debt	1,520	1,505	1,513	1,509
Shareholder's equity	14,566	16,085	17,232	18,294
Paid in capital	3,851	4,851	4,851	4,851
Share premium	2,643	2,643	2,643	2,643
Retained earnings	3,166	3,355	3,908	4,418
Other equity	13	13	13	13
Minority interest	4,894	5,223	5,817	6,369
CASH FLOW (VND'bn)	2024A	2025E	2026E	2027E
Begin cash of the year	2,540	5,443	3,235	2,560
Net profit before tax	1,839	1,217	1,670	1,618
Adjustments	(20)	(309)	(305)	(383)
Change in Working Capital	(616)	(3,142)	(2,957)	195
Cash from Operations	1,203	(2,234)	(1,592)	1,430
Capital Expenditures	(35)	98	10	13
Investments	(55)	(129)	64	(32)
Change in other	1,118	(475)	(907)	(520)
Cash from investments	1,028	(506)	(833)	(539)
Dividend Paid	(194)	(243)	(243)	(244)
Proceeds from issue of shares	0	1,000	-	-
Net change in debt	867	(554)	1,399	1,711
Change in other	0	329	594	552
Cash from financing	673	532	1,750	2,019
Effect of FX differences	0	3	4	5
Net change in Cash	2,904	(2,208)	(675)	2,910
Ending cash balance	5,443	3,235	2,560	5,470

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, No. 157,
Section 3, Ren'ai Road, Taipei 106
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Bank)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Giang Hoang

Assistant Analyst

giang.hoang@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

vi.truong@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868

hien.le@yuanta.com.vn