

08/08/2023 年 8 月 8 日 - HSX: NLG

業界: 不動産業界

推奨

買い

ナムロン投資株式会社(HSX: NLG)

現値:	39,200
前理論価格	38,200
新理論価格	46,100
配当率	1.3%
上昇率	17.6%

レポート作成日:	08/08/2023	株主構成	
流行中株数(100 万)	384.1	Nguyễn Xuân Quang	12.1%
時価総額(10 億ドン)	12,790	Văn Việt Sơn	6.0%
過去 6 カ月平均売買高	60.7	Thai Binh Investment Corp.	5.9%
外国人投資家保有率	41.4%		

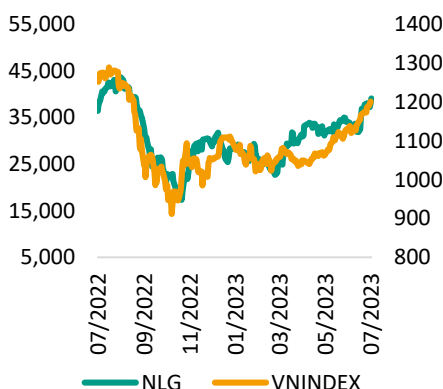
業界分析:

Lam Viet
(不動産業)
vietl@bsc.com.vn

評価

2023 年 5 月 23 日における作成されたレポートに比べて、(1)案件の展開、引渡し進捗が予想より速い、(2)一連の援助政策のおかげで、不動産業の見通しがより明るくなったということのおかげで、NLG は+17.7%増となり、BSC の目標価格を上回った。

株価の推移



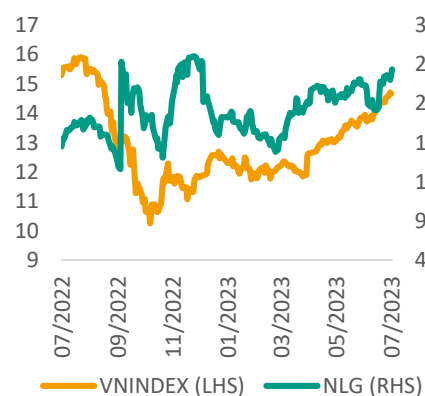
NLG は 2024 年の PE FW=15.2x、2024 年の PB FW=1.4x で取引している。BSC はこの現評価が魅力的なレベルだと考えております。BSC は NLG の理論株価を 2023 年 8 月 8 日の終値比 17.6%増の 4 万 6,100VND/株と評価し、NLG の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

2023 年には、BSC は Izumi 案件の引渡し案件数を増え、Can Tho 市における Akari 案件の引渡し案件数を減らした後、売上高を前年同期比+14%増、前レポート比+5%増の 4 兆 9,650 億ドン、少数株主利益等控除利益を前年同期比+19%増、前レポート比+2%増の 6,600 億ドンと上方修正しております。

2024 年には、BSC は売上高及び少数株主利益等控除利益を前年同期比+85%増の 9 兆 1,610 億ドン、同+56%増の 1 兆 300 億ドンと予測しております。利益率の低下は資金回収、卸売りからの特別な収入を計上しなくて、2024 年に Flora 製品の引渡し割合が 2023 年より高いということから由来する。

P/E



投資観点

- NLG は(1)健全な財務基礎、(2)多様な案件ポートフォリオのおかげで、案件展開戦略に対して自主性を維持する。
- 南部地域における接続インフラは Dong Nai 省、Long An 省での大規模案件は一般賃貸価格レベル及び入居率を向上させる。

リスク

- Can Tho 市における Izumi 案件の引渡し進捗、Paragon Dai Phuoc 都市区における資本金の 25%の譲渡手続きが期待より遅い。
- 経済困難により、新規販売からの収入が期待より低い。

企業アップデート

2023 年第 2 四半期の業績：売上高が前年同期比-23%減、前四半期比+305%増の 9,530 億ドンに達したのは Southgate 都市区の 71 Valora 製品を引渡したことから由来した。少数株主利益等控除利益が前年同期比+9%増の 1,210 億ドンに達したのは Mizuki 案件の引渡しから由来した。新規販売からの収入が前四半期比+165%増の 6,320 億ドンに達した。新規販売の進捗がスムーズになった。特に Southgate 都市区の 43 Valora 製品が引渡された。2023 年 6 ヶ月には、NLG は年間利益計画の 22%を達成し、新規案件販売による収入計画の 9.2%に達成した。

	2021	2022	2023F	2024F		2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	14.7	29.4	23.1	15.2	売上高	5,206	4,339	4,965	9,161
PB (x)	1.69	1.67	1.56	1.41	売上総利益	1,778	1,984	2,084	3,127
P/S (x)	2.8	3.4	3.0	1.6	少数株主利益等控除利益	1,071	556	660	1,030
ROE (%)	10.9%	6.5%	6.7%	8.6%	EPS	2,658	1,335	1,699	2,582
ROA (%)	6.3%	3.2%	3.3%	4.1%	EPS 成長率	-4%	-50%	27%	52%

I. 2023 年第 2 四半期の業績アップデート: ハイライトは(1)販売活動が回復の兆しを見せていた、(2) Mizuki Park 及び Southgate 案件のアパート引渡し進捗が予定より速いということから由来した。

不動産業が困難に直面している背景には、NLG は 2023 年第 2 四半期の新規案件販売による収入が前四半期比+156%増の 6,320 億ドンに達した。この収入は Mizuki Park 案件(42 製品)、Akari City(83 製品)、Southgate (43 製品)の新規販売額から寄与された。新規販売状況は 2023 年第 1 四半期末から明るくなっている。

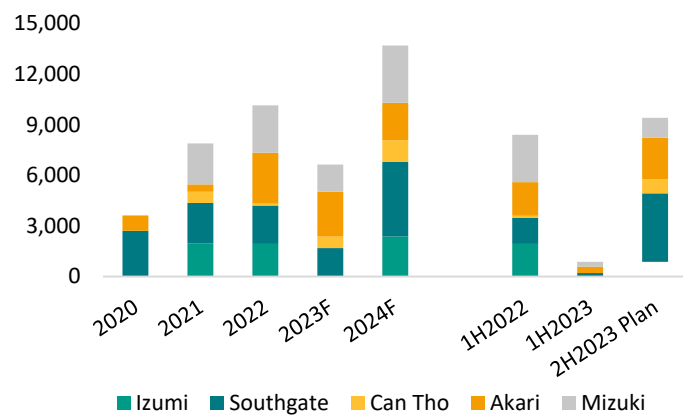
(10 億ドン)	2Q2022	1Q2023	2Q2023	%YoY	%QoQ	評価
売上高	1,241	235	953	-23%	305%	2023 年第 2 四半期には、NLG は売上高が前年同期比-23%減、前四半期比+305%増の 9,530 億ドンに達したのは Southgate 案件の 71 Valora 製品及び Mizuki 案件の 249 製品を引渡したことから由来した。
- 不動産経営事業	1,146	175	877	-23%	401%	
- サービス提供事業	83	47	55	-33%	17%	
- 建設事業	6	4	13	111%	224%	
- 投資不動産賃貸	6	9	8	31%	-16%	
売上総利益	561	160	561	0%	251%	Flora 製品の引渡しの割合は大部分を占めたことで、NLG の 2023 年第 2 四半期の売上総利益率は 59%で、前年同期の 45%から上昇した。
売上総利益率	45%	68%	59%	30%	-13%	
販管費用	(158)	(37)	(128)	-19%	245%	
一般管理費用	(150)	(141)	(122)	-18%	-14%	
販管費用/収入	-25%	-76%	-26%	6%	-65%	
EBIT	253	(19)	311	23%	-	純負債/総資産の比率は 6%で、業界平均水準(17%)に比べて安全な水準を維持した。また、2023 年下半期には、借入額決済の圧力があまり強くないだろう。
財務事業による収入	26	46	41	55%	-11%	

08/08/2023 年 8 月 8 日 – HSX: NLG

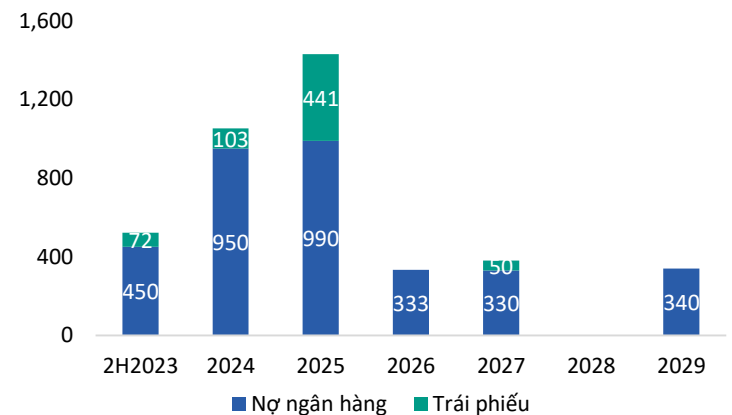
財務費用	42	77	75	76%	-3%
関連会社からの損益	3	78	37	13.8x	-53%
税引前利益	242	34	320	32%	830%
税引後利益	192	16	231	20%	13.3x
少数株主利益等控除利益	111	7	121	9%	16.7x

ソース: NLG, BSC Research

新規販売からの収入(10 億ドン)



借入決済スケジュール(10 億ドン)



ソース: NLG, BSC Research

II. 2023 年業績予測の修正

BSC は(1)Southgate、Mizuki 都市区の案件の引渡し進捗及び(2)販売活動の回復を基づく、2023 年の新規販売額を前年同期比-35%減、前レポート比+9.4%増の 6 兆 6,380 億ドンと修正しております。

– それによると、NLG の管理部は 2023 年下半期の新規販売額が 8 兆 5,630 億ドンに達すると設計した。そのうち、(1)Akari 都市区の AK10 区の Flora 製品、Mizuki Park 都市区の CCTM1 区、(2)Southgate 都市区の The Pear 区の Valora 製品、Can Tho 省の Southgate 都市区の Ehome/Ehomes 製品の販売額は主に寄付した。ホーチミン市及び近隣の地域における不動産供給源が足りないが、住宅の需要が高まり、接続インフラが建設されている背景には、BSC は NLG の新規販売製品が速く吸収され、新しい土地を検索するための資金力を作り、将来に成長を保証すると信じております。

– 最近のレポートによると、NLG は公営住宅を注力している。2 万軒の公営住宅を開発するコミットメントの以外、NLG は Dong Nai 省、Hai Phong 省、Can Tho 省での 6 案件の公営住宅(総面積: 46.8 ヘクタール)の投資を検討している。現在、BSC は公式な情報を待ち、実施可能性を評価していることで、これらの案件を弊社の評価及び予測レポートにまだ入っていない。

NLG の展開予定公営住宅案件ポートフォリオ

案件	規模(ヘクタール)	位置	状況
Khu Thiết chế Công đoàn	1.93		

工人向け住宅区		Can Tho	2023 年 7 月 5 日から投資登録済み、地方自治体からの回答を待っている。
Xom Chai 再定住区	15	市	
An Duong 区の居住区案件	16	Hai Phong 省	2023 年 5 月 25 日に投資登録済み。 2023 年 6 月 16 日に地方自治体からの回答を受けた。
An Lao 区の公営住宅案件	9.7		
公営住宅案件	1.4	Dong Nai 省	2023 年 5 月 16 日に投資登録済み、2023 年 6 月 22 日に地方自治体からの回答を受けた。
公営住宅案件	2.85		

ソース: NLG、BSC Research

III. 2023 年～2024 年期間の業績予測

単位: 10 億ドン	2022A	2023F (前予測)	2023F (後予測)	% 修正	%YoY	2024F	%YoY
売上高	4,339	4,735	4,965	5%	14%	9,161	85%
- 不動産経営事業	4,083	3,975	4,066	2%	0%	8,547	110%
- サービス提供、賃貸、建設	256	686	660	0%	158%	614	144%
- 案件譲渡	-	238	238	-4%	15.0x	-	-100%
売上高	1,984	2,062	2,084	1%	6%	3,127	50%
販管費用	(1,155)	(1,160)	(1,239)	7%	6%	(1,427)	15%
EBIT	829	902	846	-6%	5%	1,700	101%
財務事業による収入	386	272	267	-2%	-31%	77	-71%
財務費用	(199)	(251)	(299)	19%	51%	(159)	-47%
関連会社からの損益	25	320	235	-27%	856%	159	-32%
税引前利益	1,070	1,412	1,218	-14%	16%	1,951	60%
法人税	(204)	(282)	(244)			(585)	
税引後利益	866	1,130	974	-14%	15%	1,366	40%
少数株主利益等控除利益	556	658	660	0%	21%	1,030	56%
EPS	1,335	1,692	1,699			2,582	
%売上総利益率	45.7%	43.6%	42%			34%	
%純利益率	19.9%	23.9%	20%			15%	

ソース: NLG、BSC Research

BSC は前レポートに比べて 2023 年の売上高及び少数株主利益等控除利益を修正しております。

- 収入を前レポート比+5%と上方修正しております。
- Mizuki 案件の収入及び利益率を下方修正しております。
- 案件展開向けの借入資金を受けられることへの期待として、財務費用を前レポート比+19%と上方修正しております。
- Izumi 案件からの収入割合が拡大するが、Akari 案件の収入割合が縮小することで、少数株主利益等控除利益が前レポート比-44%と下方修正しております。

08/08/2023 年 8 月 8 日 – HSX: NLG

2024 年には、BSC は売上高及び少数株主利益等控除利益をそれぞれ、前年同期比+85%増の 9 兆 1,610 億ドン、同+56%増の 1 兆 300 億ドンと予測しております。

IV. 評価

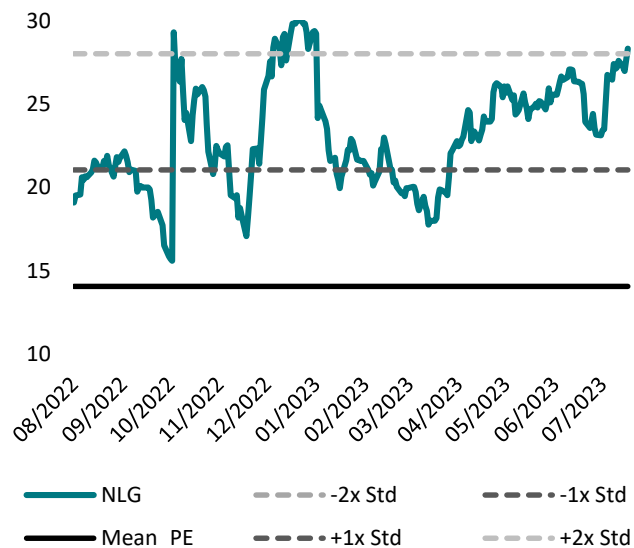
2023 年 5 月 23 日における作成されたレポートに比べて、(1)案件の引渡し進捗が予想より速い、(2)一連の援助政策のおかげで、不動産業の見通しがより明るくなったということのおかげで、NLG は+17.7%増、目標価格を上回った。

NLG は 2024 年の PE FW の 15.2x、2024 年の PB FW の 1.4x で取引している。BSC はこの現評価が魅力的な評価だと考えております。BSC は NLG の理論株価を 2023 年 8 月 8 日の終値比 17.6%増の 4 万 6,100VND/株と評価し、NLG の投資評価を「買い」と推奨しております。

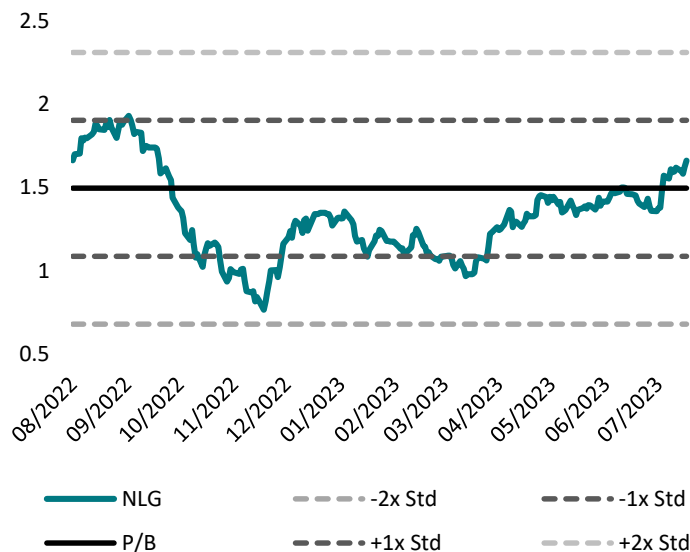
評価					
10 億ドン	方法	再評価	% 保有率	NLG	
Akari	RNAV	5,690	50%	2,845	
Mizuki	RNAV	4,356	50%	2,178	
Southgate	RNAV	4,272	50%	2,136	
Izumi	RNAV	12,357	65%	8,044	
Cần Thơ	RNAV	1,154	100%	1,154	
Hải Phòng (Ehome)	RNAV	355	50%	177	
Waterpoint GD2	P/B			2,327	
Paragon Đại Phước	P/B			2,017	
その他	Book value			490	
土木不動産	RNAV			21,369	
割引	0%			–	
再評価総価値				21,369	
(+) 現金 + 短期的な投資				2,372	
(-) 借入額+偶発債務				(6,047)	
企業の総価値				17,694	
流行中株数 (100 万)				384.1	
現在価格				39,200	
目標価格				46,100	
上昇率予想				17.6%	
配当利回り				1.2%	

ソース: BSC Research

Stock PE



Stock P/B



ソース: Bloomberg, BSC Resarch

付録

業績(10 億ドン)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
収入	5,206	4,339	4,965	9,161	16,700
売上原価	(3,427)	(2,355)	(2,880)	(6,034)	(12,652)
売上総利益	1,778	1,984	2,084	3,127	4,048
販売費用	(416)	(511)	(517)	(596)	(1,102)
企業管理費用	(581)	(644)	(722)	(831)	(1,539)
営業利益／損失	781	829	846	1,700	1,407
金融活動収益	445	386	267	77	82
金融活動費用	(10)	(51)	–	–	–
借入費用	(102)	(148)	(299)	(159)	(156)
合併・関連会社関連収益	91	25	235	159	147
他の収益	435	29	169	173	200
税引前利益	1,640	1,070	1,218	1,951	1,680
法人税額	(162)	(204)	(244)	(585)	(336)
税引後利益	1,478	866	974	1,366	1,344
少数株主持分	407	309	314	336	182
少数株主利益等控除利益	1,071	556	660	1,030	1,162
EBITDA	811	865	858	1,723	1,447
EPS	2,658	1,335	1,699	2,582	2,913

バランスシート(10 億ドン)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
短期投資	21,784	23,489	25,411	28,165	32,997
現金及び現金相当	3,112	3,773	1,385	2,813	1,724
短期投資	744	987	987	987	987
短期未収金	1,934	3,570	3,570	5,729	9,777
棚卸資産	15,490	14,828	19,319	18,485	20,359
その他流動資産	505	330	150	150	150
流動資産	1,833	3,599	4,322	5,255	6,200
有形資産	78	154	191	261	388
建設中非流動資産	20	128	128	128	128
長期投資	359	236	236	236	236
他の非流動資産	1,376	3,081	3,766	4,629	5,448
総資産	23,618	27,088	29,734	33,420	39,197
短期借入総額	6,318	8,851	10,830	13,270	17,850
買掛金	585	981	773	739	814
短期借入	1,293	1,804	2,916	2,979	3,030
他の短期借入	4,440	6,065	7,140	9,551	14,006
長期借入総額	3,772	4,922	4,366	4,246	4,099
長期借入	2,315	3,375	3,188	3,068	2,921
長期未実施収入	285	354	–	–	–
他の長期借入	1,172	1,193	1,178	1,178	1,178
負債総額	10,090	13,773	15,195	17,516	21,949
出資金	3,829	3,841	3,829	3,829	3,829
株式会社化による資本剰余金	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643
未処分利益	2,444	2,493	3,154	4,184	5,346
他の株主資本	13	13	–	–	–
少数株主持分	4,598	4,325	4,912	5,248	5,430
株主資本総額	13,528	13,315	14,538	15,904	17,248
総資本	23,618	27,088	29,734	33,420	39,197
流行中株数	383	384	383	383	383

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
税引後利益	1,640	1,070	1,218	1,951	1,680
原価償却及び割当て	30	36	12	22	40
流動資本変更	686	(701)	(3,594)	991	(1,519)
他の修正	(1,061)	(629)	(896)	(1,330)	(1,047)
営業活動からキャッシュフロー	1,296	(225)	(3,260)	1,635	(846)
固定資産購入額	(19)	(112)	(51)	(58)	(56)
他の投資額	(1,987)	(436)	75	100	101
投資活動からキャッシュフロー	(2,006)	(547)	24	43	45
配当金	(333)	(327)	(77)	(192)	(192)
借入から金額	444	1,574	925	(57)	(96)
他の未収金	2,637	187	–	–	0
金融活動からキャッシュフロー	2,749	1,434	848	(249)	(288)
初期キャッシュフロー	1,073	3,112	3,773	1,385	2,813
中期キャッシュフロー	2,038	662	(2,388)	1,429	(1,090)
最後期キャッシュフロー	3,112	3,773	1,385	2,813	1,724

指数(%)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
支払能力					
流動比率	3.4	2.7	2.3	2.1	1.8
当座比率	1.0	1.0	0.6	0.7	0.7
資本構成					
負債比率/総資産	15%	19%	21%	18%	15%
負債比率/株主資本	40%	58%	63%	57%	50%
稼働能力					
棚卸資産回転期間	1,657	2,309	2,448	1,118	587
売掛金回収期間	136	300	262	228	214
買掛金回収期間	129	363	343	157	82
現金回転率	1,664	2,246	2,368	1,190	719
利益性					
売上総利益率	34%	46%	42%	34%	24%
税引後利益率	28%	20%	20%	15%	8%
ROE	10.9%	6.5%	6.7%	8.6%	7.8%
ROA	6.3%	3.2%	3.3%	4.1%	3.4%
評価					
PE	14.7	29.4	23.1	15.2	13.5
PB	1.69	1.67	1.56	1.41	1.27
成長率					
売上高	135%	–17%	14%	85%	82%
EBIT	231%	6%	2%	101%	–17%
税引前利益	74%	–41%	13%	40%	–2%
EPS	–4%	–50%	27%	52%	13%

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>

