

CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (NLG – HOSE)

Vững vàng nội lực, vươn tới mục tiêu

KHẢ QUAN

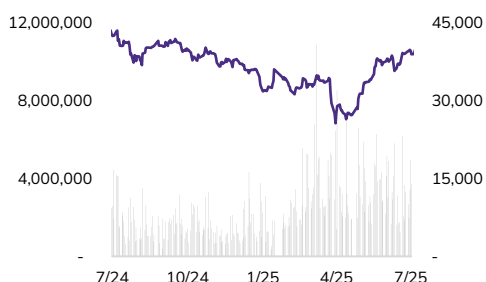
Phạm Hồng Trường

Email: truong.phamhong@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Bất động sản
Ngày báo cáo	: 17/07/2025
Giá hiện tại (VND/CP)	: 39.650
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 44.100
Tỷ lệ tăng (%)	: 11,2%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 15.268
SLCPLH (CP)	: 385.075.304

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	1Q24	1Q25
Tăng trưởng DTT (%)	-13,0%	530,9%
Tăng trưởng LNST (%)	N/A	N/A
Biên LNG (%)	42,3%	32,0%
Biên LNST (%)	-31,8%	8,5%
ROA (%)	-0,2%	0,4%
ROE (%)	-0,5%	0,3%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,46	0,49
EPS (VND/CP)	-197	261
BVPS (VND/CP)	24.186	25.415

Nguồn: NLG, ABS Research

Luận điểm đầu tư

- KQKD Q1/2025 tiếp tục tích cực, đặt mục tiêu doanh số lớn.** NLG ghi nhận doanh thu thuần Q1/2025 của NLG đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (gấp 6,3 lần svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 108 tỷ đồng (so với mức lỗ 77 tỷ đồng trong Q1/2024), theo đó lần lượt hoàn thành 19% kế hoạch doanh thu và 16% kế hoạch lợi nhuận năm 2025. KQKD tích cực chủ yếu nhờ bàn giao tại các dự án Akari City GĐ2 và Cần Thơ. NLG đặt mục tiêu doanh số bán hàng tương đối tham vọng trong giai đoạn 2025 – 2027 với kế hoạch 71,2 nghìn tỷ đồng (lợi nhuận ròng 2,6 nghìn tỷ đồng).
- Chúng tôi cho rằng triển vọng thời gian tới của NLG sẽ khả quan dựa trên những yếu tố sau:**
 - ✓ Doanh số bán hàng tiếp tục khởi sắc.** Chúng tôi cho rằng doanh số bán hàng trong năm 2025 tiếp tục cải thiện so với cùng kỳ nhưng ở mức thận trọng hơn so với kế hoạch của doanh nghiệp. Cụ thể doanh số dự phóng năm 2025 là 7,3 nghìn tỷ đồng (+40% svck), chủ yếu đóng góp bởi dự án Southgate bên cạnh các dự án Cần Thơ, Izumi, còn dự án Mizuki Park GĐ3 sẽ được mở bán trong năm 2026. Doanh số trung bình trong giai đoạn 2025 – 2026 của NLG, chúng tôi dự phóng đạt hơn 8,3 nghìn tỷ đồng/năm, tăng tích cực khoảng 80% so với mức trung bình trong giai đoạn 2023 – 2024 là 4,6 nghìn tỷ đồng/năm. Các dự án mới của NLG như Paragon và VSIP Hải Phòng dự kiến có thể mở đóng góp doanh số từ năm 2027 trở đi.
 - ✓ Thị trường BĐS phía Nam trong chu kỳ hồi phục hỗ trợ doanh số bán hàng.** Thị trường BĐS vẫn sẽ được hỗ trợ bởi những động lực như: (i) nguồn cung cải thiện nhờ thủ tục pháp lý thuận lợi hơn, (ii) dòng tiền đầu tư quay trở lại, (iii) mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức thấp, (iv) đẩy mạnh triển khai các dự án hạ tầng trọng điểm. Ngoài ra, sự tham gia của một số chủ đầu tư lớn như Vingroup, Ecopark gần đây tại thị trường BĐS lân cận TP.HCM sẽ giúp thị trường trở nên sôi động hơn, cải thiện doanh số bán hàng.
 - ✓ Thu nhập từ chuyển nhượng cổ phần tại Izumi giúp tăng lợi nhuận năm 2025.** NLG đang đàm phán để chuyển nhượng 15% cổ phần tại dự án Izumi City cho đối tác. Chúng tôi kỳ vọng giao dịch này sẽ hoàn tất trong năm nay, giúp mang lại khoản lợi nhuận trước thuế ước tính khoảng 273 tỷ đồng, chiếm 32% dự phóng lợi nhuận năm 2025F.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của NLG năm 2025F lần lượt ở mức 5.354 tỷ đồng (-26% svck) và 688 tỷ đồng (+33% svck).** EPS 2025F đạt 1.697 đ/cp và BVPS 2025F đạt 26.330 đ/cp tương đương với P/E và P/B 2025F đạt 24,1x & 1,5x tại giá hiện tại.

- Với triển vọng của NLG, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **44.100 đ/cp** và triển vọng tăng giá **11,2%**.
- **Rủi ro**
 - ✓ Tiến độ triển khai và phê duyệt pháp lý dự án chậm hơn dự kiến.
 - ✓ Tiến độ bán hàng giai đoạn tiếp theo tại các dự án trọng điểm chậm hơn dự kiến.
 - ✓ Tình hình kinh tế xấu đi ảnh hưởng tới nhu cầu mua bất động sản.
- **Cơ hội**
 - ✓ Doanh số bán BĐS tăng mạnh hơn kỳ vọng.
 - ✓ Giá vật liệu xây dựng giảm nhiều hơn dự kiến giúp giảm chi phí.
 - ✓ Cơ sở hạ tầng được phát triển nhanh hơn kỳ vọng giúp thu hút dòng tiền lớn đầu tư vào BĐS.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của NLG

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3.181	7.196	5.354	6.266
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-27%	126%	-26%	17%
Lợi nhuận gộp	1.562	3.057	2.495	2.809
Biên lợi nhuận gộp (%)	49%	42%	47%	45%
Doanh thu tài chính	238	337	500	383
Chi phí tài chính	(296)	(331)	(301)	(264)
Chi phí bán hàng	(418)	(742)	(664)	(702)
Chi phí QLDN	(562)	(651)	(642)	(627)
Lợi nhuận từ HĐKD	942	1.769	1.470	1.653
Lãi/Lỗ khác	27	56	42	49
Lợi nhuận trước thuế	968	1.825	1.511	1.702
LNST cổ đông Công ty mẹ	484	518	688	612
Biên LNST cổ đông Công ty mẹ (%)	15%	7%	13%	10%
EPS (đồng/cp)	1.187	1.285	1.697	1.509
BPVS (đồng/cp)	24.386	25.145	26.330	27.339

Nguồn: NLG, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

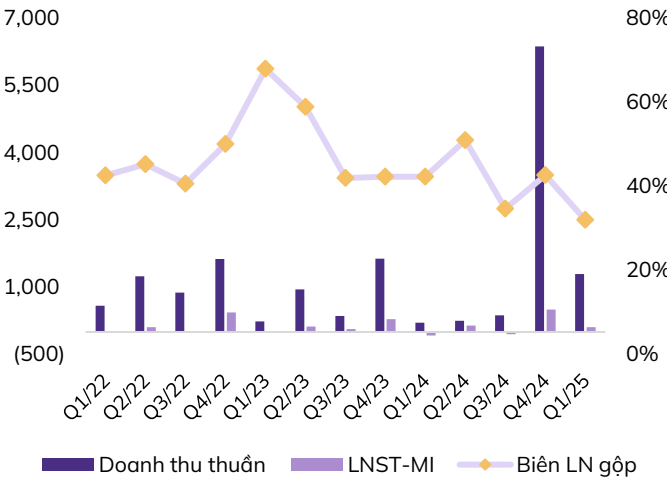
- KQKD Q1/2025 tiếp tục tích cực.** Cụ thể, doanh thu thuần Q1/2025 của NLG đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (gấp 6,3 lần svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 108 tỷ đồng (so với mức lỗ 77 tỷ đồng trong Q1/2024). Kết quả tích cực này chủ yếu nhờ việc bàn giao tích cực các sản phẩm tại dự án Akari City GD2 và Cần Thơ. Cụ thể, (i) dự án Akari City: bàn giao 153 căn hộ; (ii) dự án Cần Thơ: 305 căn nhà ở xã hội (NOXH) EhomeS. Biên lợi nhuận gộp Q1/2025 đạt 32%, thấp hơn svck và các quý trước đây do tỷ trọng đóng góp của sản phẩm NOXH EhomeS lớn hơn. KQKD từ công ty liên kết trong Q1/2025 cũng ở mức thấp hơn svck do lượng bàn giao theo tiến độ tại dự án Mizuki Park thấp hơn svck. Như vậy, kết thúc Q1/2025, NLG đã hoàn thành 19% kế hoạch doanh thu và 16% kế hoạch lợi nhuận của năm 2025.
- Doanh số bán hàng Q1 khiêm tốn nhưng phục hồi mạnh trong tháng 4.** Trong Q1/2025, doanh số bán hàng của NLG đạt 550 tỷ đồng (-53% svck và -67% QoQ), tuy nhiên T4/2025 đã ghi nhận sự phục hồi đáng kể từ dự án Southgate, giúp doanh số bán hàng 4T/2025 đạt gần 2,6 nghìn tỷ đồng. Doanh số từ dự án Southgate chiếm khoảng 80% doanh số bán hàng 4 tháng đầu năm 2025 của NLG, chủ yếu nhờ đợt mở bán phân khu thấp tầng tại dự án này trong tháng 4/2025. Trong năm 2024, doanh số bán hàng của NLG đạt 5,2 nghìn tỷ đồng (+33% svck), đóng góp chính bởi các dự án Akari City, Southgate, Cần Thơ bên cạnh Mizuki Park.

KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2025 VÀ CẢ NĂM 2024

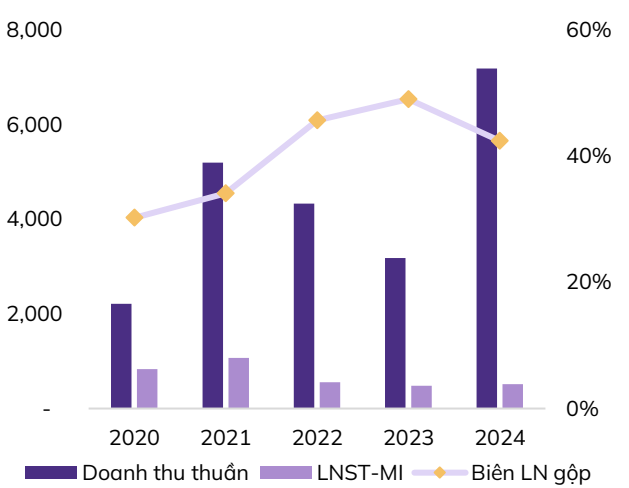
Chỉ tiêu	1Q2024	1Q2025	%YoY	2023	2024	%YoY
Doanh thu thuần	205	1.291	531%	3.181	7.196	126%
Lợi nhuận gộp	87	413	377%	1.562	3.057	96%
Biên LN gộp (%)	42,3%	32,0%		49,1%	42,5%	
Chi phí BH & QLDN	(145)	(238)	64,7%	(980)	(1.394)	42,2%
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT (%)	70,6%	18,4%		30,8%	19,4%	
Doanh thu tài chính	26	48	87,4%	238	337	41,6%
Chi phí tài chính	(51)	(99)	95,8%	(296)	(331)	11,9%
Chi phí lãi vay	(39)	(66)	71,0%	(278)	(230)	-17,3%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	(59)	132	N/A	942	1.769	87,9%
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	24	8	-67,0%	418	100	-76,2%
Lợi nhuận trước thuế	(47)	142	N/A	968	1.825	88,5%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	(77)	108	N/A	484	518	7,1%
Biên LN ròng (%)	-31,8%	8,5%		25,2%	19,3%	

Nguồn: NLG, ABS Research

KQKD của NLG theo quý giai đoạn Q1/22 – Q1/25 (tỷ VND)

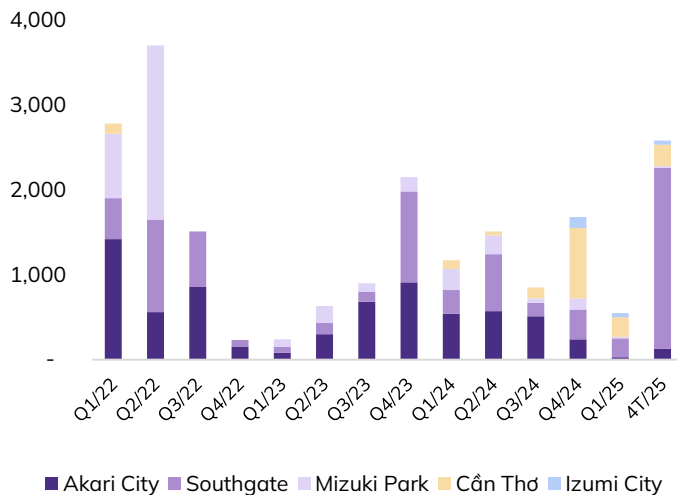


KQKD của NLG giai đoạn 2020 – 2024 (tỷ VND)

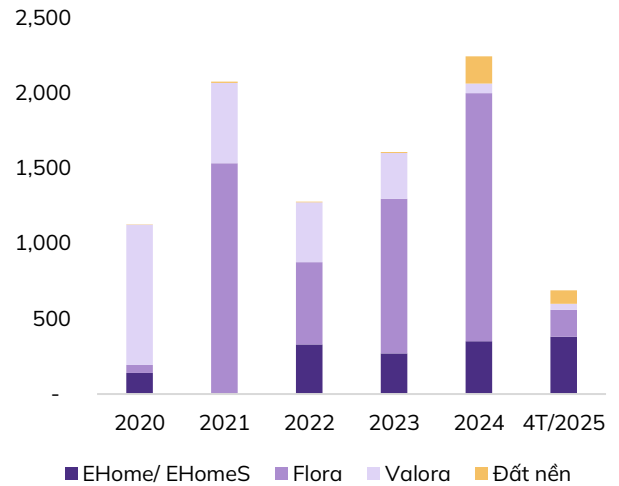


Nguồn: NLG, ABS Research

Doanh số bán hàng theo quý từ 2022 – 4T/2025 (tỷ VND)



Số lượng sản phẩm bàn giao từ 2020 – 4T/2025

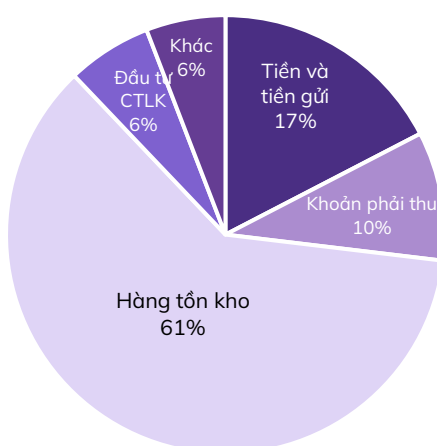


Nguồn: NLG, ABS Research

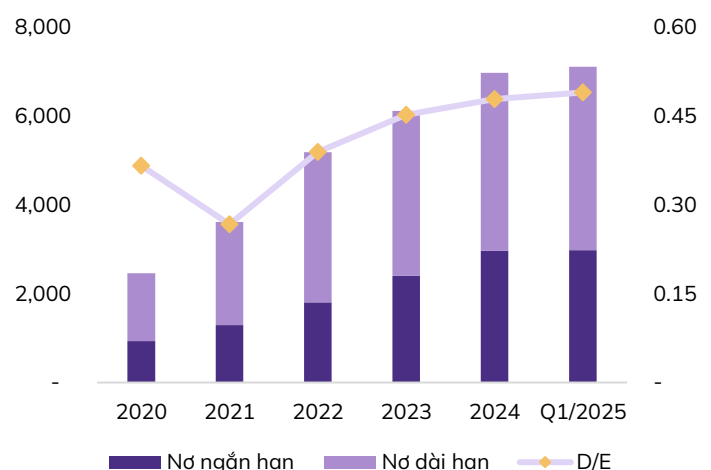
• **Tình hình tài chính tiếp tục lành mạnh với nợ vay ở mức an toàn.**

- Tại cuối Q1/2025, **lượng tiền** của NLG bao gồm tiền mặt và tiền gửi ngân hàng duy trì ổn định ở mức 5 nghìn tỷ đồng (tương đương 17% tổng tài sản và -18% Ytd) và hệ số thanh toán tiền mặt ở mức cao 0,58 lần.
- **Hàng tồn kho** chiếm phần lớn tài sản của NLG với giá trị 17,5 nghìn tỷ đồng (tương đương 61% tổng tài sản và -3% Ytd) tập trung vào giá trị các dự án BĐS như Izumi (8.508 tỷ), Southgate (3.925 tỷ), Waterpoint GD2 (2.694 tỷ), ...
- **Nợ vay** ở mức 7,1 nghìn tỷ đồng (tương đương 24% tổng tài sản, +2% Ytd) bao gồm 3 nghìn tỷ nợ ngắn hạn và 4,1 nghìn tỷ nợ dài hạn. Hệ số D/E ở mức 0,49 lần, tăng nhẹ so với mức cuối năm 2024 là 0,48 lần – tiếp tục duy trì mức thấp hơn đáng kể so với trung bình toàn ngành BĐS khoảng 1,2 lần. Dư nợ trái phiếu cuối Q1/2025 ở mức 3,6 nghìn tỷ (chiếm 50% nợ vay) gồm 658 tỷ nợ đáo hạn trong tháng 6/2025, gần 2 nghìn tỷ nợ đáo hạn trong nửa cuối năm 2027 và khoảng 1 nghìn tỷ nợ đáo hạn từ cuối năm 2028 đến giữa năm 2029.

Cơ cấu tài sản của NLG tại 31/03/2025



Cơ cấu nợ vay của NLG 2020 – Q1/2025



Nguồn: NLG, ABS Research

- **Cập nhật tình trạng phát triển các dự án của NLG.** NLG sở hữu quỹ đất sạch rộng lớn hơn 680ha chủ yếu tập trung trong các khu đô thị và dân cư trọng điểm tại TP.HCM và các địa phương lân cận như Đồng Nai, Long An, Cần Thơ. Đây là quỹ dự án hấp dẫn nhờ việc hướng tới nhu cầu thực, pháp lý tốt cùng uy tín và năng lực chuyên môn chủ đầu tư của NLG. Với quỹ đất hiện tại, NLG có thể tiếp tục cung cấp sản phẩm ra thị trường trong 5 năm tiếp theo, đặc biệt trong bối cảnh yêu cầu với

các chủ đầu tư chặt chẽ hơn, chi phí phát triển dự án tăng (chi phí GPMB, tiền sử dụng đất, ...) theo tác động của các luật mới của ngành BĐS, NLG với quỹ đất lớn đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính, còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng với vị thế tốt.

Quỹ dự án đang triển khai của NLG

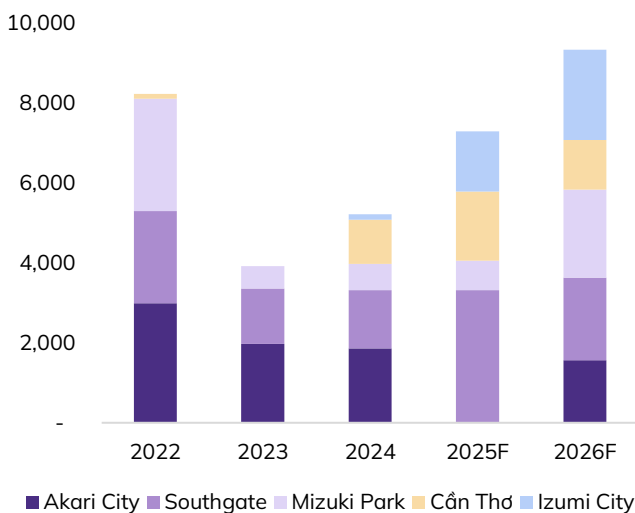
Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích (ha)	NLG sở hữu	Mở bán	Bàn giao	% đã bán	Tình trạng dự án
Mizuki Park								
- GD1	TP.HCM	Valora: 84 Flora: 4.070	26	50%	2017-2018	2019-2020	100%	Đã hoàn tất
- GD2 & GD3					2021-2027F	2022-2029F	35%	Đang xin giấy phép xây dựng cho phân khu CC5 (cao tầng) và LK11 (thấp tầng), dự kiến có thể mở bán từ cuối năm 2025.
Akari City								
- GD1	TP.HCM	Flora: 4.766	8,5	50%	2019-2021	2021-2023	100%	Đã hoàn tất
- GD2					2022-2024	2024-2025F	100%	Bắt đầu bàn giao từ tháng Q4/2024, đã bàn giao được khoảng 85% dự án và dự kiến hoàn tất bàn giao trong năm 2025.
- GD3					2026F-2028F	2028F-2029F	0%	Đang hoàn thiện pháp lý, xin giấy phép xây dựng (chờ xác định nghĩa vụ thực hiện NOXH) để có thể mở bán trong thời gian tới
Southgate (Waterpoint GD1)	Long An	Valora: 2.664 Flora: 3.379 Ehome: 1.357	165	50%	2019-2031F	2020-2033F	70%	Đã bán khoảng 70% căn thấp tầng (Valora), 80% Ehome; đang trong quá trình tiếp tục phát triển dự án
Waterpoint GD2	Long An	Valora: 972 Flora: 5.276	190	100%			0%	Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500
Cần Thơ	Cần Thơ	Valora: 880 EHomeS: 1.590	43,8	100%	2024-2028F	2024-2029F	20%	Đã mở bán khoảng 20% phân khu thấp tầng (Valora) và đất nền. NOXH EHomeS đã bán được khoảng 25%
Izumi City	Đồng Nai	Valora: 2.876 Flora: 7.900 (đang điều chỉnh)	170	65%	2021-2036F	2023-2038F	10%	Đã có Quy hoạch 1/10.000 vào T11/2024. Dự kiến có Quy hoạch 1/5.000 trong Q2/2025. Đang hoàn thiện Quy hoạch 1/500. Đã hoàn thiện pháp lý cho phân khu 1A1 (đã bán hết trong năm 2021 bàn giao 200 sản phẩm tính đến cuối 2024). NLG đang dự định chuyển nhượng 15% đưa tỷ lệ sở hữu xuống 50% trong năm 2025
Paragon Đại Phước	Đồng Nai	Valora: 583	45	50%	2027-2033F	2028-2034F	0%	Đã hoàn thành nộp tiền sử dụng đất, đang điều chỉnh lại quy hoạch 1/500.
VSIP Hải Phòng	Hải Phòng	Valora: 369 EHome: 887	22,5	50%	2028-2032F	2029-2033F	0%	Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500. NLG có kế hoạch mở bán trong năm 2025

Nguồn: NLG, ABS Research

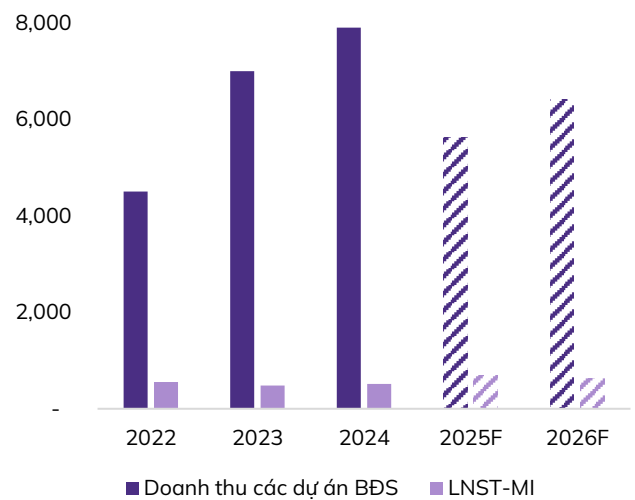
Triển vọng & Dự phóng KQKD

- Doanh số bán hàng tiếp tục cải thiện tích cực.** NLG đặt mục tiêu doanh số bán hàng tương đối tham vọng trong giai đoạn 2025 – 2027 với kế hoạch 71,2 nghìn tỷ đồng (lợi nhuận ròng 2,6 nghìn tỷ đồng). Trong giai đoạn trước đây từ 2022 – 2024, NLG hoàn thành doanh số lần lượt ở mức 35%/41%/54% kế hoạch cả năm. Chúng tôi cho rằng doanh số bán hàng trong năm 2025 tiếp tục cải thiện so với cùng kỳ nhưng ở mức thận trọng hơn so với kế hoạch đề ra của doanh nghiệp. Cụ thể doanh số dự phóng năm 2025 là 7,3 nghìn tỷ đồng (+40% svck), chủ yếu đóng góp bởi dự án Southgate bên cạnh các dự án Cần Thơ, Izumi, còn dự án Mizuki Park GĐ3 sẽ được mở bán trong năm 2026. Doanh số trung bình trong giai đoạn 2025 – 2026 của NLG, chúng tôi dự phóng đạt hơn 8,3 nghìn tỷ đồng/năm, tăng tích cực khoảng 80% so với mức trung bình trong giai đoạn 2023 – 2024 là 4,6 nghìn tỷ đồng/năm. Các dự án mới của NLG như Paragon và VSIP Hải Phòng dự kiến có thể mở đóng góp doanh số từ năm 2027 trở đi.

Dự phóng doanh số bán hàng theo dự án của NLG (tỷ VND)



Dự phóng doanh thu các dự án BĐS (tỷ VND)



Nguồn: NLG, ABS Research

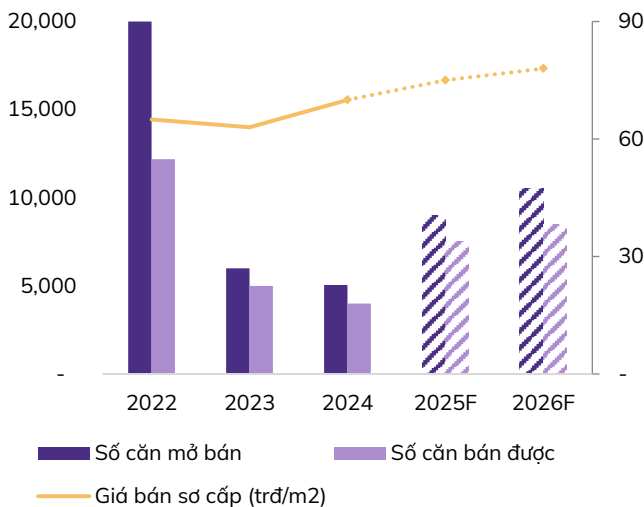
- Thị trường BĐS phía Nam trong chu kỳ hồi phục hỗ trợ doanh số bán hàng.** Chúng tôi duy trì quan điểm về thị trường BĐS, đặc biệt thị trường BĐS phía Nam đang ở đầu chu kỳ hồi phục và tiếp tục khả quan trong năm 2025 như đã đề cập trong [báo cáo trước đây](#) nhờ một số yếu tố hỗ trợ: (i) nguồn cung cải thiện nhờ thủ tục pháp lý thuận lợi hơn, (ii) dòng tiền đầu tư quay trở lại, (iii) mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức thấp, (iv) đẩy mạnh triển khai các dự án hạ tầng trọng điểm. Yếu tố hạ tầng trong thời gian gần đây được chú trọng phát triển với loạt công trình trọng điểm như: tuyến Metro số 1, Vành đai 3, cao tốc TP.HCM – Mộc Bài, cao tốc Bến Lức – Long Thành, sân bay Long Thành, ... được triển khai và vận hành từ giai đoạn 2025 – 2026 sẽ tạo động lực lớn cho giá trị bất động sản tăng trưởng. Các dự án của NLG tập trung chủ yếu tại TP.HCM và các đô thị vệ tinh như Southgate và Waterpoint GĐ2 ở Long An; Izumi, Paragon ở Đồng Nai, ... sẽ có sức hút hơn rất nhiều nhờ hệ thống hạ tầng giao thông thuận lợi kết nối giữa TP.HCM và các khu vực lân cận sau sáp nhập tỉnh thành.

Ngoài ra, sự tham gia của một số chủ đầu tư lớn như Vingroup, Ecopark gần đây tại thị trường BĐS xung quanh TP.HCM (như dự án Vinhomes Green City – Hậu Nghĩa, Long An; Ecopark Retreat – Bến Lức, Long An; ...) sẽ giúp thị trường BĐS trong khu vực trở nên sôi động hơn, qua đó giúp thúc đẩy doanh số bán hàng của doanh nghiệp.

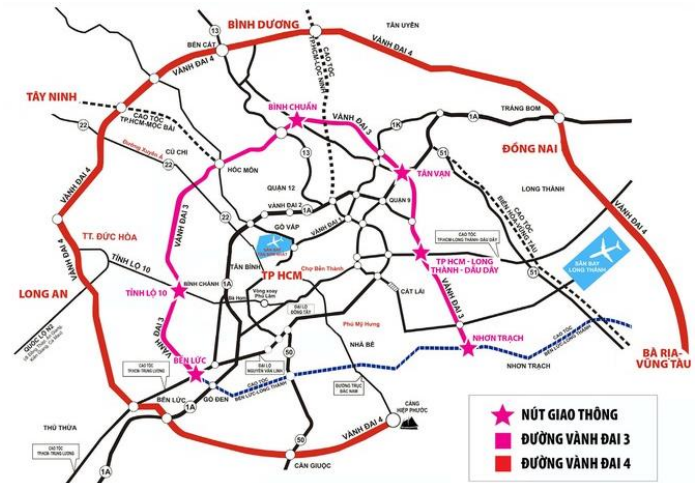
- Thu nhập từ chuyển nhượng cổ phần tại Izumi giúp tăng lợi nhuận năm 2025.** Tại Đại hội đồng cổ đông thường niên 2025, Ban lãnh đạo NLG cho biết doanh nghiệp đang đàm phán để chuyển nhượng 15% cổ phần tại dự án Izumi City cho đối tác. Sau khi thương vụ chuyển nhượng diễn ra thành công thì tỷ lệ sở hữu của NLG tại Izumi City sẽ giảm xuống chỉ còn 50% (NLG đã chuyển nhượng 35% cổ phần cho đối tác Nhật Bản vào năm 2020). Chúng tôi kỳ vọng giao dịch này sẽ hoàn thành trong năm nay giúp mang lại khoản lợi nhuận trước thuế khoảng 273 tỷ đồng, chiếm 32% dự báo lợi nhuận năm 2025F của chúng

tôi. Nếu không tính khoản lợi nhuận không cốt lõi từ việc thoái vốn tại Paragon năm 2024 (231 tỷ) và Izumi City năm 2025, lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi của NLG năm 2025 tăng 33% svck, đạt 442 tỷ đồng.

Triển vọng thị trường căn hộ TP.HCM



Hệ thống hạ tầng giao thông TP.HCM và khu vực lân cận



Nguồn: CBRE, ABS Research

- **Kế hoạch chào bán cổ phiếu để huy động vốn.** Năm 2025, NLG lên kế hoạch phát hành thêm cho các cổ đông hiện hữu tỷ lệ 100:26 với mức giá 25.000 đồng/cổ phiếu và dự kiến thu về khoảng 2.500 tỷ nếu đợt phát hành được đăng ký toàn bộ. Vốn huy động được chủ yếu sẽ được đầu tư bổ sung cho các dự án hiện tại của NLG, ngoài ra sẽ được dùng để trả nợ và đầu tư vào công ty con của NLG. Hiện tại, NLG đang hoàn thiện hồ sơ để trình Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) xem xét và phê duyệt. Tại ĐHĐCĐ 2025, Ban lãnh đạo công ty cho biết việc triển khai sẽ được cân nhắc kỹ lưỡng sau khi được UBCKNN chấp thuận, dựa trên tình hình thị trường tại thời điểm đó.

Thông tin kế hoạch chào bán cổ phiếu của NLG năm 2025

Mục đích sử dụng vốn	Số tiền (tỷ VND)	Tỷ lệ sử dụng
Đầu tư vào công ty con (Nam Long Land và Nam Long Commercial Property)	1.600	64%
Phát triển dự án do NLG sở hữu trực tiếp hoặc do công ty con/liên doanh sở hữu	640	26%
Thanh toán các khoản vay & nghĩa vụ tài chính khác	266	11%

Nguồn: NLG, ABS Research

- Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2025F của NLG lần lượt là 5.354 tỷ đồng (-26% svck) và 688 tỷ đồng (+33% svck). EPS & BVPS 2025F dự kiến đạt 1.697 đồng/cp & 26.330 đồng/cp, tương ứng 2025F P/E và P/B đạt 24,3x lần & 1,5x lần tại mức giá giao dịch hiện tại. Chúng tôi giả định về NLG sẽ hoàn tất thương vụ chuyển nhượng 15% cổ phần tại Izumi và hạch toán thu nhập ngay trong năm 2025, ngoài ra chúng tôi chưa đưa kế hoạch phát hành cổ phiếu vào dự phóng và định giá.
- Năm 2026F, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của cổ đông Công ty mẹ lần lượt là 6.266 tỷ đồng (+17% svck) và 611 tỷ đồng (-11% svck). EPS & BVPS 2026F dự kiến đạt 1.509 đồng/cp & 27.339 đồng/cp, tương ứng 2026F P/E và P/B đạt 27,4x lần & 1,5x lần tại mức giá giao dịch hiện tại. Năm 2026, chúng tôi dự báo không có khoản lợi nhuận bất thường nào hoạt động kinh doanh cốt lõi như năm 2024 và 2025 nên khoản lãi ròng giảm so với năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

- Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu NLG phương pháp **định giá lại tài sản (RNAV)**. Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá các dự án đang triển khai, bao gồm: Akari City, Mizuki Park, Southgate, Cần Thơ, Izumi City, Paragon và VSIP Hải Phòng. Với quỹ đất còn lại tại Waterpoint GD2 và một số dự án khác, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo giá trị sổ sách do chưa có kế hoạch phát triển chi tiết các dự án này.
- Một số giả định khác:
 - ✓ Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ;
 - ✓ Thuế thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm;
 - ✓ Chi phí VCSH được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro được giả định bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 3,1%. Phần bù rủi ro thị trường là 8,4%. Beta điều chỉnh là 1,2 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC bằng 13%.

Bảng định giá:

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị (tỷ VND)
Akari City	DCF	50%	519
Mizuki Park	DCF	50%	1.034
SouthGate	DCF	65%	2.808
Cần Thơ	DCF	100%	2.115
Izumi City	DCF	50% (*)	5.244
Paragon Dai Phuoc	DCF	50%	1.343
VSIP Hải Phòng	DCF	50%	741
Waterpoint GD2	P/B	100%	4.040
Dự án khác	P/B	100%	531
Tổng giá trị tài sản			18.377
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn			5.716
(-) Nợ vay			(7.101)
Giá trị tài sản ròng - RNAV			16.993
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)			385.075.304
Giá một cổ phần (đồng/cổ phiếu)			44.128

(*) Chúng tôi hạ tỷ lệ sở hữu của NLG tại dự án Izumi City xuống 50% (từ 65%) với giả định hoàn tất giao dịch chuyển nhượng cổ phần trong năm 2025

Nguồn: ABS Research

Như vậy, giá cổ phiếu NLG hợp lý ở mức **44.100 đồng/cp** tương ứng tiềm năng tăng **+11,2%** so với giá hiện tại. Do đó chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu NLG.

Rủi ro giảm giá

- ✓ Tiến độ triển khai và phê duyệt pháp lý dự án chậm hơn dự kiến.
- ✓ Tiến độ bán hàng giai đoạn tiếp theo tại các dự án trọng điểm chậm hơn dự kiến.
- ✓ Tình hình kinh tế xấu đi ảnh hưởng tới nhu cầu mua bất động sản.

Cơ hội tăng giá

- ✓ Doanh số bán BĐS tăng mạnh hơn kỳ vọng.
- ✓ Giá vật liệu xây dựng giảm nhiều hơn dự kiến sẽ giảm chi phí đầu vào
- ✓ Cơ sở hạ tầng được phát triển nhanh hơn kỳ vọng giúp thu hút dòng tiền lớn đầu tư vào BĐS.

PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ CÁC CHỈ SỐ CHÍNH CỦA NLG

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3.181	7.196	5.354	6.266
Giá vốn hàng bán	(1.619)	(4.139)	(2.859)	(3.456)
Lợi nhuận gộp	1.562	3.057	2.495	2.809
Doanh thu tài chính	238	337	500	383
Chi phí tài chính	(296)	(331)	(301)	(264)
Chi phí bán hàng	(418)	(742)	(664)	(702)
Chi phí QLDN	(562)	(651)	(642)	(627)
Lợi nhuận từ HKKD	942	1.769	1.470	1.653
Lãi/lỗ khác	27	56	42	49
Lợi nhuận trước thuế	968	1.825	1.511	1.702
Lợi nhuận sau thuế	800	1.387	1.207	1.359
LNST cổ đông Công ty mẹ	484	518	688	612

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
LCT thuần từ HKKD	(2.343)	1.225	(1027)	1.180
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	405	1.051	1.325	(23)
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	705	627	(807)	(663)
LCT thuần trong kỳ	(1.233)	2.903	(509)	494
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	3.773	2.540	5.443	4.934
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2.540	5.443	4.934	5.429

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	2,56	2,69	3,29	2,79
Khả năng thanh toán nhanh	0,73	0,87	1,01	0,88
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,36	0,59	0,67	0,58
Khả năng thanh toán lãi vay	4,49	8,95	6,01	7,44
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,47	0,48	0,55	0,55
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,53	0,52	0,45	0,45
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,45	0,48	0,38	0,33

Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	162,70	75,91	91,98	72,38
Số ngày phải trả	243,06	97,13	123,98	112,18
Số ngày tồn kho	3.627	1.559	2.322	1.989
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	49,1%	42,5%	46,6%	44,8%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	34,1%	26,3%	28,8%	27,3%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	15,2%	7,2%	12,9%	9,8%
ROE	6,0%	9,9%	7,7%	7,9%
ROA	2,9%	4,7%	4,0%	4,4%
ROIC	5,4%	7,6%	6,5%	6,7%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.540	5.443	4.934	5.429
+ Đầu tư ngắn hạn	1.050	623	623	623
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	3.637	2.797	2.823	3.144
+ Hàng tồn kho	17.353	17.993	18.385	19.291
+ Tài sản ngắn hạn khác	733	692	665	789
Tài sản ngắn hạn	25.313	27.549	27.431	29.276
+ Các khoản phải thu dài hạn	13	10	13	15
+ Tài sản cố định	141	143	137	130
+ Bất động sản đầu tư	305	316	300	285
+ Tài sản dở dang dài hạn	44	5	35	35
+ Đầu tư dài hạn	2.220	1.794	1.801	1.801
+ Tài sản dài hạn khác	575	500	510	599
Tài sản dài hạn	3.298	2.769	2.796	2.864

Tổng Tài sản	28.611	30.318	30.226	32.141
+ Vay ngắn hạn	2.402	2.958	2.630	3.629
+ Phải trả người bán	1.175	1.027	915	1.210
+ Nợ ngắn hạn khác	6.309	6.241	4.785	5.656
Nợ ngắn hạn	9.886	10.227	8.330	10.495
+ Vay dài hạn	3.705	4.003	3.716	2.247
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	1.487	1.520	1.545	1.628
Nợ dài hạn	5.192	5.523	5.262	3.875
Tổng nợ phải trả	15.078	15.749	13.591	14.370
+ Vốn cổ phần	3.848	3.848	3.851	3.851
+ Thặng dư vốn cổ phần	2.643	2.643	2.643	2.643
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	2.879	3.171	3.633	4.021
+ Quỹ khác	4.162	4.907	6.509	7.256
Vốn chủ sở hữu	13.533	14.569	16.635	17.771
Tổng cộng nguồn vốn	28.611	30.318	30.226	32.141

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	-26,7%	126,2%	-25,6%	17,0%
Tăng trưởng LNNT	-9,5%	88,5%	-17,2%	12,6%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	-13,0%	7,1%	32,8%	-11,1%
Tăng trưởng EPS	-11,7%	8,3%	32,1%	-11,1%
Tăng trưởng VCSH	1,6%	7,7%	14,2%	6,8%
Tăng trưởng Tổng tài sản	5,6%	6,0%	-0,3%	6,3%

Định giá (lần)	2023	2024	2025F	2026F
P/E	30,88	28,44	24,27	27,31
P/B	1,50	1,45	1,56	1,51
EV/EBITDA	12,84	7,11	9,06	8,36
EV/Sales	5,22	2,08	3,14	2,68
EPS (đồng/cp)	1.187	1.285	1.697	1.509
BVPS (đồng/cp)	24.386	25.145	26.330	27.339

Nguồn: NLG, ABS Research

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Dầu khí, Điện, Hóa chất

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Nguyễn Xuân Hải - Chuyên viên

Email: hai.nguyenxuan@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng và Dịch vụ công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: duyen.nguyenthiky@abs.vn

Hàng xuất khẩu, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminh@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Kiều Thị Thanh Thư - Chuyên viên

Email: thu.kieuthithanh@abs.vn

