

CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)

MUA +27,0%

Ngành	BDS
Ngày báo cáo	14/08/2025
Giá hiện tại	46.550 VND
Giá mục tiêu	58.600 VND
Giá mục tiêu gần nhất	43.300 VND
TL tăng	+25,9%
Lợi suất cổ tức	1,1%
Tổng mức sinh lời	+27,0%

GT vốn hóa	17,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	156 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	223,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	385,1 tr
Pha loãng	385,1 tr

	NLG	Peers	VNI
P/E (trung)	28,6x	61,2x	15,0x
P/B (ht)	1,9x	2,0x	2,0x
ROE	7,0%	2,8%	13,4%
ROA	5,2%	1,0%	2,0%

Tổng quan Công ty

NLG là chủ đầu tư BDS với hơn 30 năm kinh nghiệm. Sau khi xây dựng vị thế vững chắc là chủ đầu tư BDS phân khúc vừa túi tiền hàng đầu ở TPHCM, NLG đã đang chuyển hướng sang căn hộ trung cấp và nhà phố/biệt thự tại TP. HCM, Tây Ninh (Long An), Đồng Nai, Hải Phòng và Cần Thơ.

Diễn biến giá cổ phiếu



Thân Như Đoàn Thực, CFA
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.196	4.815	6.751	6.646
% YoY	126,2%	-33,1%	40,2%	-1,5%
Doanh thu BDS * (tỷ đồng)	7.900	5.200	7.200	9.100
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	518	696	727	876
% YoY	7,1%	34,4%	4,4%	20,5%
EPS	9,8%	35,0%	4,4%	20,5%
% YoY				
Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	5.200	7.300	9.600	11.600
Biên LN gộp	42,5%	46,4%	48,0%	46,4%
Biên LN từ HĐKD	23,1%	23,1%	28,1%	26,7%
Biên LN ròng	7,2%	14,5%	10,8%	13,2%
ROE	5,4%	7,0%	7,0%	7,9%
Nợ vay ròng/CSH	6,1%	15,4%	23,9%	24,3%
P/E	36,2x	26,8x	25,7x	21,3x
P/B	1,9x	1,8x	1,7x	1,6x

Lưu ý: (*) tổng doanh thu BDS cốt lõi bao gồm các dự án chưa hợp nhất; số liệu được làm tròn đến hàng trăm gần nhất.

Thị trường phục hồi, quỹ đất sẵn sàng dự kiến thúc đẩy triển vọng doanh số bán hàng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Đầu tư Nam Long (NLG) và nâng giá mục tiêu thêm 35% lên 58,600 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu do (1) áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền cho Waterpoint giai đoạn 2 (so với phương pháp P/B trong dự báo trước đây), và (2) định giá cao hơn cho Paragon và Izumi City, do triển vọng hạ tầng được cải thiện và kỳ vọng tâm lý thị trường tại Đồng Nai phục hồi.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 là 696 tỷ đồng (+34% YoY; +6% so với dự báo trước đây), được hỗ trợ bởi việc ghi nhận bán cổ phần tại dự án Izumi City (ước tính LNST cao hơn, đạt 319 tỷ đồng, chiếm 46% LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng năm 2025) và lượng bàn giao Southgate mạnh hơn trong nửa cuối năm 2025.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng 4% so với dự báo năm 2025, được thúc đẩy bởi lượng bàn giao BDS cao hơn so với cùng kỳ từ backlog Southgate và kỳ vọng doanh số bán hàng mới trong giai đoạn nửa cuối năm 2025, cũng như lợi nhuận dự kiến từ việc bán đất thương mại tiềm năng. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 từ bàn giao BDS cốt lõi sẽ tăng 72% so với dự báo năm 2025.
- Chúng tôi hầu như giữ dự báo doanh số bán hàng năm 2025 ở mức 7,3 nghìn tỷ đồng (+40% YoY), được hỗ trợ bởi việc mở bán giai đoạn tiếp theo của Izumi City, mở bán dự án mới An Zen Residences (1,5 ha; Hải Phòng; Ehome) và tiếp tục bán hàng tại Southgate và Cần Thơ trong nửa cuối năm 2025. Chúng tôi tăng dự báo doanh số bán hàng các năm 2026/27 lần lượt thêm 10%/21%, chủ yếu do việc thay đổi thời gian mở bán cho Paragon và Southgate (cao tầng) vào năm 2026 (so với dự kiến vào năm 2027 trước đây).
- Ở mức giá mục tiêu của chúng tôi, NLG sẽ giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2026 là 2,1 lần, cao hơn mức trung bình 5 năm là 1,6 lần, được hỗ trợ bởi triển vọng doanh số bán hàng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025-27 so với quá khứ, quỹ đất sẵn sàng và thương hiệu vững chắc, giúp NLG trở thành một trong những doanh nghiệp hưởng lợi sớm nhất từ đà phục hồi của thị trường BDS phía Nam.
- Rủi ro: Việc mở bán các dự án tại khu vực vệ tinh chậm hơn dự kiến và rủi ro pha loãng từ kế hoạch phát hành quyền mua sắp tới.

Thị trường tại các khu vực vệ tinh phục hồi và quỹ đất sẵn sàng củng cố triển vọng tăng trưởng doanh số bán hàng của NLG: Bên cạnh sự quan tâm gia tăng của người mua nhà tại Long An - được thể hiện qua doanh số bán hàng mạnh mẽ tại Southgate của NLG vào tháng 4, chúng tôi cũng nhận thấy tâm lý thị trường tại Đồng Nai đang cải thiện, đặc biệt là ở các khu vực Biên Hòa và Nhơn Trạch, được hỗ trợ bởi việc triển khai cơ sở hạ tầng đang diễn ra (ví dụ: cầu Nhơn Trạch dự kiến hoàn thành vào 2025) và tiến độ pháp lý của các dự án lớn. Những điều này sẽ mang

lại lợi ích cho các đợt ra mắt dự kiến tại Izumi City và Paragon của NLG trong nửa cuối năm 2025/2026. Chúng tôi dự phóng doanh số bán hàng các năm 2025/26/27 của NLG sẽ lần lượt tăng 40%/32%/21% YoY, được thúc đẩy bởi các đợt mở bán giai đoạn tiếp theo của các dự án đang triển khai và các dự án mới dự kiến là An Zen Residences trong nửa cuối năm 2025 và Paragon trong năm 2026.

Lượng backlog lớn và các đợt mở bán sắp tới sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi trong các năm 2025 và 2026. Doanh thu chưa ghi nhận vào cuối quý 2/2025 của NLG vào khoảng 6 nghìn tỷ đồng (theo NLG), chủ yếu từ dự án Southgate. Chúng tôi ước tính doanh thu BĐS cốt lõi trong nửa cuối năm 2025 phần lớn sẽ đến từ doanh thu chưa ghi nhận, trong khi vào năm 2026, doanh thu BĐS cốt lõi sẽ đến từ khoảng 45% doanh thu chưa ghi nhận và 55% từ doanh số bán hàng mới (chủ yếu tại Izumi City và Mizuki Park). Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CDTS cốt lõi từ bàn giao BĐS cốt lõi sẽ tăng 11% YoY trong 2025 và 72% YoY trong 2026.

Triển vọng năm 2025: Bán cổ phần tại Izumi City, và bàn giao BĐS dự kiến thúc đẩy lợi nhuận trong 6 tháng cuối năm

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới so với 2024	Giả định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	7.196	4.803	4.815	-33%	
– Bán BĐS	6.966	4.677	4.689	-33%	* Chúng tôi duy trì dự báo tổng doanh thu BĐS cốt lõi năm 2025 của NLG là 5,2 nghìn tỷ đồng (-33% YoY), trong đó bàn giao Southgate sẽ đóng góp khoảng 45% vào dự báo doanh thu BĐS cốt lõi trong nửa cuối năm 2025 của chúng tôi là 3,1 nghìn tỷ đồng. * Backlog chưa ghi nhận doanh thu tại thời điểm cuối quý 2/2025 của NLG đạt khoảng 6 nghìn tỷ đồng (theo NLG), trong đó chúng tôi ước tính khoảng 47% sẽ được ghi nhận trong nửa cuối năm 2025 và phần còn lại vào năm 2026. * Chủ yếu từ dịch vụ xây dựng cho Mizuki Park.
– Khác	230	126	126	-45%	
Lợi nhuận gộp	3.057	2.162	2.232	-27%	
– Bán BĐS	3.026	2.143	2.213	-27%	
– Khác	31	19	19	-40%	
Chi phí SG&A	-1.394	-1.050	-1.117	-20%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.664	1.112	1.114	-33%	
Thu nhập tài chính	337	439	499	48%	* Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng lợi nhuận từ việc bán 15% cổ phần Izumi City sẽ được ghi nhận vào nửa cuối năm 2025. Chúng tôi ước tính LNST là 319 tỷ đồng, cao hơn 18% so với dự báo trước đây của chúng tôi do ước tính RNAV cao hơn cho dự án Izumi City (xem trang 6, 11).
Chi phí tài chính	-331	-323	-313	-5%	
Lợi nhuận từ CTLK	100	67	69	-31%	
Lãi/(lỗ) khác	56	50	50	-11%	
LNST	1.387	1.089	1.149	-17%	
Lợi ích CĐTS	-869	-430	-453	-48%	
LNST sau lợi ích CĐTS	518	659	696	34%	* Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS nửa cuối năm 2025 sẽ tăng 9% YoY và 135% so với nửa đầu năm 2025, được hỗ trợ bởi lợi nhuận từ việc bán cổ phần Izumi City và việc bàn giao theo tiến độ mạnh mẽ hơn (chủ yếu tại Southgate). * Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 thêm 6%, được thúc đẩy bởi lợi nhuận ước tính cao hơn từ việc bán cổ phần Izumi City, chiếm 46% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 của chúng tôi.
Biên lợi nhuận gộp	42,5%	45,0%	46,4%		
– Bán BĐS	43,4%	45,8%	47,2%		
– Khác	13,7%	15,0%	15,0%		
Chi phí SG&A/Doanh thu	19,4%	21,9%	23,2%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	23,1%	23,2%	23,1%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	7,2%	13,7%	14,5%		

Nguồn: Báo cáo tài chính của NLG, dự báo của Vietcap

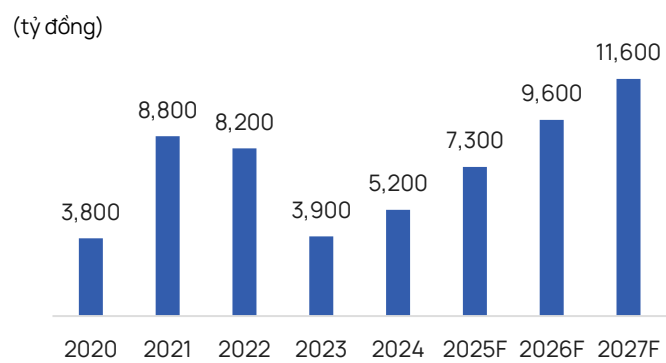
Triển vọng năm 2026: Bàn giao tại Southgate, Izumi City, và Mizuki Park cao hơn so với cùng kỳ, thúc đẩy lợi nhuận cốt lõi

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2026	Dự báo 2026 so với dự báo 2025	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Doanh thu thuần	7.196	4.815	6.751	40%	
– Bán BĐS	6.966	4.689	6.518	39%	* Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu BĐS cốt lõi năm 2026 của NLG sẽ tăng 38% so với dự báo năm 2025, đạt 7,2 nghìn tỷ đồng, chủ yếu được thúc đẩy bởi việc bàn giao từ backlog của dự án Southgate và kỳ vọng bán hàng mới từ các giai đoạn thấp tầng sắp tới tại Izumi City (tên thương mại: Canaria) và Mizuki Park (Trellia Cove) bắt đầu từ nửa cuối năm 2025, với cả hai phần phân khu này đều đã được khởi công.
– Khác	230	126	233	85%	
Lợi nhuận gộp	3.057	2.232	3.237	45%	
– Bán BĐS	3.026	2.213	3.202	45%	* Chủ yếu từ các dịch vụ xây dựng cho các giai đoạn mới tại Mizuki Park và Akari City.
– Khác	31	19	35	85%	
Chi phí SG&A	-1.394	-1.117	-1.340	20%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.664	1.114	1.897	70%	
Thu nhập tài chính	337	499	200	-60%	* Thấp hơn so với cùng kỳ do mức nền cao của năm 2025 từ lợi nhuận dự kiến từ việc bán cổ phần Izumi City được ghi nhận trong nửa cuối năm 2025. * Bao gồm thu nhập lãi dự kiến và lợi nhuận giả định của chúng tôi từ việc bán đất thương mại tiềm năng.
Chi phí tài chính	-331	-313	-329	5%	
Lợi nhuận từ CTLK	100	69	92	33%	* Bao gồm bàn giao từ doanh số bán hàng mới dự kiến của phân khúc thấp tầng sắp tới tại Mizuki Park.
Lãi/(lỗ) khác	56	50	50	0%	
LNST	1.387	1.149	1.546	35%	
Lợi ích CĐTS	-869	-453	-819	81%	
LNST sau lợi ích CĐTS	518	696	727	4%	* Lợi nhuận năm 2026 chủ yếu được thúc đẩy bởi việc bàn giao BĐS cao hơn so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi backlog Southgate và kỳ vọng bán hàng mới tại Izumi City và Mizuki Park từ nửa cuối năm 2025. * Nếu không bao gồm việc bán cổ phần trong nửa cuối năm 2025 và việc bán đất thương mại giả định của chúng tôi trong năm 2026, dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 của NLG từ bàn giao BĐS sẽ tăng 72% so với dự báo năm 2025.
Biên lợi nhuận gộp	42,5%	46,4%	48,0%		
– Bán BĐS	43,4%	47,2%	49,1%		
– Khác	13,7%	15,0%	15,0%		
Chi phí SG&A/Doanh thu	19,4%	23,2%	19,9%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	23,1%	23,1%	28,1%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	7,2%	14,5%	10,8%		

Nguồn: Báo cáo tài chính của NLG, dự báo của Vietcap

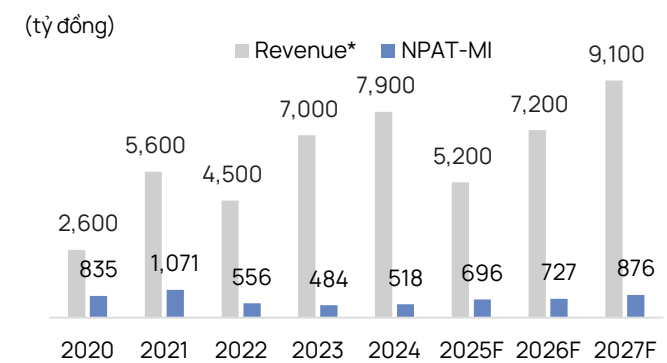
Hình 3: Dự báo doanh số bán hàng của NLG



Các dự án chính (% dự báo doanh số bán hàng)	2025F	2026F	2027F
Southgate	45%	19%	21%
Mizuki Park	9%	23%	16%
Akari City	0%	4%	15%
Cần Thơ	21%	12%	7%
Izumi City	22%	27%	23%
Paragon	0%	8%	14%
An Zen Residences	3%	7%	4%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 4: Dự báo doanh thu cốt lõi và LNST sau lợi ích CĐTTS của NLG



Các dự án chính (% dự báo doanh thu*)	2025F	2026F	2027F
Southgate	29%	45%	30%
Mizuki Park	9%	9%	21%
Akari City	23%	0%	0%
Cần Thơ	31%	19%	5%
Izumi City	8%	27%	28%
Paragon	0%	0%	9%
An Zen Residences	0%	0%	7%

Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) Tổng doanh thu BĐS cốt lõi bao gồm dự án chưa hợp nhất, Mizuki Park và Paragon.

Hình 5: Tiến độ pháp lý và dự báo tiến độ bán hàng và bàn giao các dự án chính của NLG

Dự án	Tổng số căn (% doanh số bán hàng) *	Thời điểm mở bán	Thời gian mở bán**	Thời gian bàn giao**	Tiến độ pháp lý hiện tại					
					Chủ trương đầu tư	QH 1/500	Giao đất	TSDĐ^	Điều chỉnh QH	Giấy phép xây dựng
Mizuki Park 26 ha; TP.HCM	Giai đoạn 1: đã hoàn tất	2017	2017-2018	2019-2020	Hoàn tất					
	Giai đoạn 2&3: 2.600 căn hộ (~50%) và 84 căn thấp tầng (~70%)	Q2 2021	2021-2028F	2022-2030F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Đã cấp phép cho giai đoạn mới
Akari City 8 ha; TP.HCM	Giai đoạn 1: đã hoàn tất	2019	2019-2021	2021-2023	Hoàn tất					
	Giai đoạn 2: 1.700 căn hộ (100%)	2022	2022-2024F	2024-2025F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Hoàn tất
	Giai đoạn 3: 1.200 căn hộ (0%)		2026-2028F	2028-2029F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Chưa hoàn tất
Southgate 165 ha; Tây Ninh (Long An)	Căn thấp tầng: 2.700 (~65%) Ehome: 1.360 (100%) Căn hộ: 3.400 (0%)	Q4 2019	2019-2032F	2020-2034F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Hoàn tất
Waterpoint P2 190 ha; Tây Ninh (Long An)	Căn thấp tầng: 970 (0%) Căn hộ: 5.300 (0%)		2028-2039F	2029-2041F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất
Paragon 45 ha; Đồng Nai	Căn thấp tầng: 580 (0%)		2026-2033F	2027-2034F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Đã cấp phép cho giai đoạn đầu
VSIP Hải Phòng 21 ha; Hải Phòng	Căn thấp tầng: 740 (0%) Ehome: 3.050 (0%)		2028-2033F	2029-2034F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất
Izumi City 170 ha; Đồng Nai	Căn thấp tầng 2.900 (~10%) Căn hộ: chưa có thông tin (0%)	2021	2021-2036F	2023-2038F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Đã cấp phép cho giai đoạn mới
Cần Thơ 43 ha; Cần Thơ	Căn thấp tầng/đất nền: 880 (~30%) EhomeS: 1.590 (~40%)	2023	2023-2028F	2024-2029F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Hoàn tất
An Zen Residences 1,5 ha; Hải Phòng	Ehome: 887 (0%)		2025-2028F	2027-2029F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Hoàn tất

Nguồn: NLG, dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) Tổng số căn của dự án, số liệu được làm tròn đến hàng chục gần nhất; % doanh số bán hàng tính đến cuối quý 2/2025; (**) Dự báo của Vietcap; (^) TSDĐ: tiến sử dụng đất.

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá RNAV để xác định giá mục tiêu trong 1 năm là **58.600 đồng/cổ phiếu**. Chúng tôi cho rằng phương pháp định giá RNAV là phù hợp nhất để đánh giá tiềm năng tăng trưởng dài hạn của NLG. Chúng tôi định giá toàn bộ quỹ đất đã xác định cho các dự án đang được xây dựng và phát triển chủ yếu thông qua phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT), chiết khấu dòng tiền tự do (DTTD) ước tính đến giữa năm 2025.

Giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn 35% so với Báo cáo Cập nhật gần nhất, chủ yếu do: (1) việc áp dụng phương pháp CKDT cho Waterpoint giai đoạn 2 thay vì định giá P/B trong dự báo trước đây, sau khi quy hoạch chi tiết 1/500 điều chỉnh gần đây của dự án này được phê duyệt; (2) định giá cao hơn cho Paragon, phản ánh việc mở bán sớm hơn vào năm 2026 (so với 2027 trong dự báo trước đây), và cho Izumi City, phản ánh giả định giá định giá bán trung bình cao hơn được hỗ trợ bởi cơ sở hạ tầng được cải thiện và kỳ vọng tâm lý thị trường phục hồi ở các khu vực này của tỉnh Đồng Nai; và (3) việc bổ sung một dự án mới—An Zen Residences (Hải Phòng, 1,5 ha, 887 căn hộ Ehome). Những yếu tố này một phần bị ảnh hưởng bởi (4) số dư nợ vay ròng cao hơn vào cuối quý 2/2025.

Hình 6: Tóm tắt định giá

Dự án	Phương pháp định giá	NPV dự phóng (tỷ đồng)	TL sở hữu thực tế	NPV thực tế (tỷ đồng)
Mizuki Park	CKDT	2.758	50%	1.379
Akari City P3	CKDT	1.065	50%	533
Paragon	CKDT	4.316	50%	2.158
Southgate (Waterpoint P1)	CKDT	4.691	50%	2.345
Waterpoint P2	CKDT	7.052	100%	7.052
Izumi City	CKDT	10.646	50%*	5.323
Cần Thơ	CKDT	2.212	100%	2.212
VSIP Hải Phòng	CKDT	1.842	50%	921
An Zen Residences Hải Phòng	CKDT	426	100%	426
Các dự án khác	P/B	1.153	100%	1.153
Tổng giá trị tài sản ròng dự phóng		36.163		23.504
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn *				5.875
(-) Tổng nợ vay				-6.851
Giá trị tài sản ròng				22.527
SL cổ phiếu hiện hành (triệu)				385
Giá mục tiêu (đồng/CP)				58.600
Giá hiện tại (đồng/CP)				46.550
Tỷ lệ tăng				+25,9%
Lợi suất cổ tức				1,1%
Tổng mức sinh lời dự phóng				+27,0%
P/E năm 2025 @ Giá mục tiêu				33,8x
P/B năm 2025 @ Giá mục tiêu				2,2x
P/E năm 2026 @ Giá mục tiêu				32,3x
P/B năm 2026 @ Giá mục tiêu				2,1x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi chưa đưa kế hoạch phát hành quyền mua năm 2025 vào định giá, (*) NLG đã ký chuyển nhượng 15% cổ phần tại Izumi City vào cuối tháng 7/2025, qua đó giảm tỷ lệ sở hữu hiện tại của công ty từ 65% xuống 50% trong năm 2025.

Hình 7: Các giả định của Vietcap đối với WACC

Chi phí vốn	Trước đây	Hiện tại
Beta	1,3	1,3
Phần bù rủi ro vốn cổ phần %	8,0%	8,0%
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Chi phí vốn cổ phần %	16,4%	16,4%
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
Nợ vay/vốn %	30,0%	30,0%
WACC %	14,1%	14,1%

Nguồn: Vietcap

Hình 8: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu và tăng trưởng EPS dựa trên kế hoạch phát hành quyền, giả định của chúng tôi về tỷ lệ đăng ký toàn bộ, các yếu tố khác không đổi

		Hiện tại	Bao gồm kế hoạch phát hành quyền mua năm 2025
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		58.600	51.600
TL tăng (%)*		25,9%	22,6%
Tăng trưởng EPS (%)	2025F	35,0%	35,0%
	2026F	4,4%	-17,1%
	2027F	20,5%	20,5%
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)**	2025F	11,2%	11,2%
	2026F	71,8%	36,3%
	2027F	35,4%	35,4%

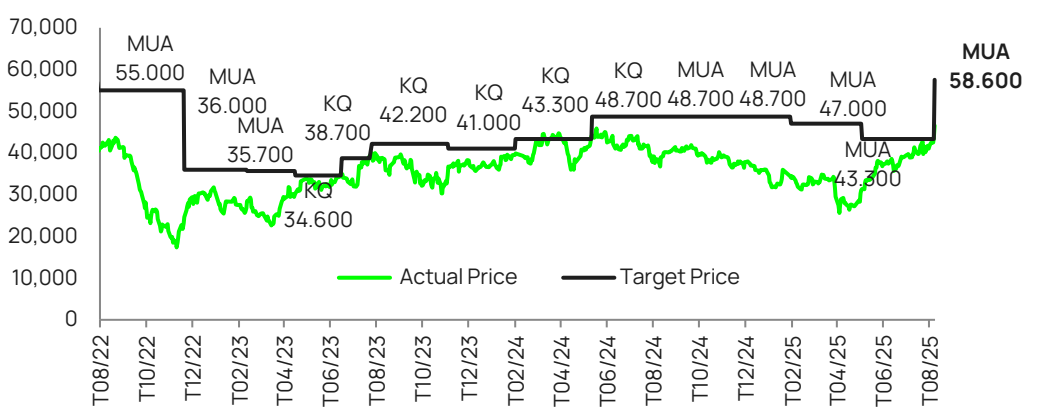
Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) sử dụng giá điều chỉnh giả định cho phát hành quyền mua dựa trên mức giá đóng cửa ngày 13/08/2025. (**) Không bao gồm LNST từ thương vụ chuyển nhượng 25% cổ phần tại dự án Paragon trong năm 2024 và thương vụ chuyển nhượng 15% cổ phần tại Izumi City trong nửa cuối năm 2025. Chúng tôi giả định kế hoạch phát hành quyền mua sẽ được thực hiện vào cuối năm 2025.

Hình 9: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi cho NLG trong giả định giá bán ròng trung bình của chúng tôi cao hơn cho các dự án dự kiến mở bản trong năm 2026, các yếu tố khác không đổi

Mức tăng bổ sung trong dự báo giá bán ròng trung bình năm 2026 của chúng tôi	0%	3%	5%	8%	10%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	58.600	59.800	60.600	61.900	62.700

Nguồn: Vietcap

Hình 10: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Giá mục tiêu trong quá khứ được điều chỉnh theo các thay đổi trong số lượng cổ phiếu lưu hành.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	7.196	4.815	6.751	6.646
Giá vốn hàng bán	-4.139	-2.583	-3.514	-3.564
Lợi nhuận gộp	3.057	2.232	3.237	3.083
Chi phí bán hàng	-742	-499	-752	-749
Chi phí quản lí DN	-651	-619	-588	-558
LN thuần HĐKD	1.664	1.114	1.897	1.775
Doanh thu tài chính	337	499	200	100
Chi phí tài chính	-331	-313	-329	-365
Trong đó, chi phí lãi vay	-230	-313	-329	-365
Lợi nhuận từ công ty LDLK	100	69	92	437
Lợi nhuận/(chi phí) khác	56	50	50	50
LNTT	1.825	1.419	1.910	1.998
Thuế TNDN	-437	-270	-364	-312
LNST trước CĐTS	1.387	1.149	1.546	1.686
Lợi ích CĐ thiểu số	-869	-453	-819	-810
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	518	696	727	876
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	518	696	727	876
EBITDA	1.692	1.147	1.936	1.822
EPS báo cáo, VND	1.285	1.735	1.812	2.184
DPS báo cáo, VND	499	500	500	500
DPS/EPS (%)	39%	29%	28%	23%
DPS/EPS báo cáo (%)				

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng (TT) YoY				
TT Doanh thu	126,2%	-33,1%	40,2%	-1,5%
TT LN HĐKD	186,0%	-33,0%	70,2%	-6,4%
TT LNTT	88,5%	-22,2%	34,6%	4,6%
TT EPS báo cáo	9,8%	35,0%	4,4%	20,5%
Biên LN gộp %	42,5%	46,4%	48,0%	46,4%
Biên LN từ HĐ %	23,1%	23,1%	28,1%	26,7%
Biên EBITDA	23,5%	23,8%	28,7%	27,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	7,2%	14,5%	10,8%	13,2%
ROE	5,4%	7,0%	7,0%	7,9%
ROA	4,7%	3,7%	4,7%	4,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	1.559	2.709	2.273	2.458
Số ngày phải thu	163	262	218	235
Số ngày phải trả	97	123	87	99
TG luân chuyển tiền	1.625	2.848	2.405	2.593
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,7x	2,9x	3,2x	3,4x
CS thanh toán nhanh	0,9x	0,9x	0,8x	0,9x
CS thanh toán tiền mặt	0,6x	0,4x	0,3x	0,3x
Nợ vay/Tài sản	23,0%	20,3%	21,8%	21,8%
Nợ vay/Vốn sử dụng	32,3%	27,7%	29,0%	28,4%
Nợ vay ròng/Vốn CSH	6,1%	15,4%	23,9%	24,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	7,2x	3,6x	5,8x	4,9x

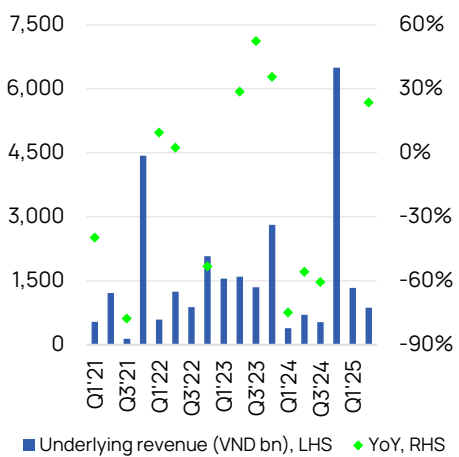
BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	5.443	3.228	2.452	2.378
Đầu tư TC ngắn hạn	623	623	623	623
Các khoản phải thu	2.797	4.113	3.961	4.588
Hàng tồn kho	17.993	20.341	23.427	24.568
TS ngắn hạn khác	692	692	692	692
Tổng TS ngắn hạn	27.549	28.998	31.156	32.849
TS dài hạn (gộp)	315	376	454	541
- Khấu hao lũy kế	-172	-205	-244	-291
TS dài hạn (ròng)	143	171	210	250
Đầu tư TC dài hạn	1.794	1.794	1.794	1.794
TS dài hạn khác	832	832	832	832
Tổng TS dài hạn	2.769	2.797	2.836	2.876
Tổng Tài sản	30.318	31.795	33.992	35.725
Phải trả ngắn hạn	1.027	708	963	976
Nợ vay ngắn hạn	2.958	2.958	2.958	2.958
Nợ ngắn hạn khác	6.241	6.321	5.932	5.801
Tổng nợ ngắn hạn	10.227	9.987	9.853	9.736
Nợ vay dài hạn	4.003	3.485	4.462	4.818
Nợ dài hạn khác	1.520	1.520	1.520	1.520
Tổng nợ	15.749	14.992	15.835	16.074
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.848	3.851	3.851	3.851
Thặng dư vốn CP	2.643	2.643	2.643	2.643
Lợi nhuận giữ lại	3.171	3.673	4.207	4.891
Vốn khác	13	13	13	13
Lợi ích CĐTS	4.894	6.624	7.443	8.253
Vốn chủ sở hữu	14.569	16.803	18.157	19.651
Tổng cộng nguồn vốn	30.318	31.795	33.992	35.725
SL CP lưu hành cuối năm (triệu)	385	385	385	385

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	2.540	5.443	3.228	2.452
Lợi nhuận sau thuế	518	696	727	876
Khấu hao	50	33	39	47
Thay đổi vốn lưu động	-739	-3.403	-3.068	-1.885
Điều chỉnh khác	1.396	-367	819	810
Tiền từ HĐKD	1.225	-3.041	-1.482	-152
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-31	-61	-78	-87
Đầu tư, ròng	1.082	1.597	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	1.051	1.536	-78	-87
Cổ tức đã trả	-192	-192	-193	-193
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	556	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	297	-518	977	357
Tiền từ các hoạt động khác	-35	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	627	-710	785	164
Tổng lưu chuyển tiền tệ	2.903	-2.215	-776	-75
Tiền cuối năm	5.443	3.228	2.452	2.378

Nguồn: NLG, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi chưa đưa đợt phát hành quyền năm 2025 vào định giá.

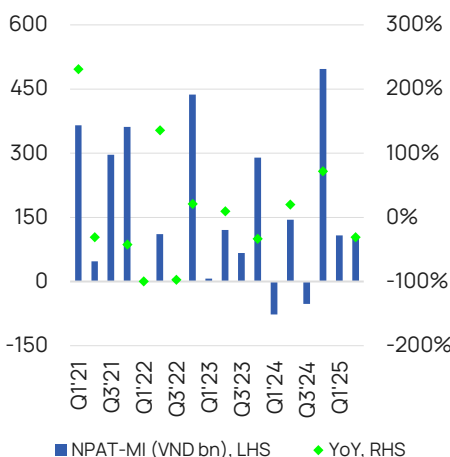
Phụ lục

Hình 11: Doanh thu cốt lõi*



Nguồn: NLG, Vietcap. Lưu ý: Bao gồm doanh thu đã ghi nhận (hợp nhất) và doanh thu từ các dự án liên doanh (không hợp nhất).

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS



Nguồn: NLG, Vietcap

Hình 13: Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu



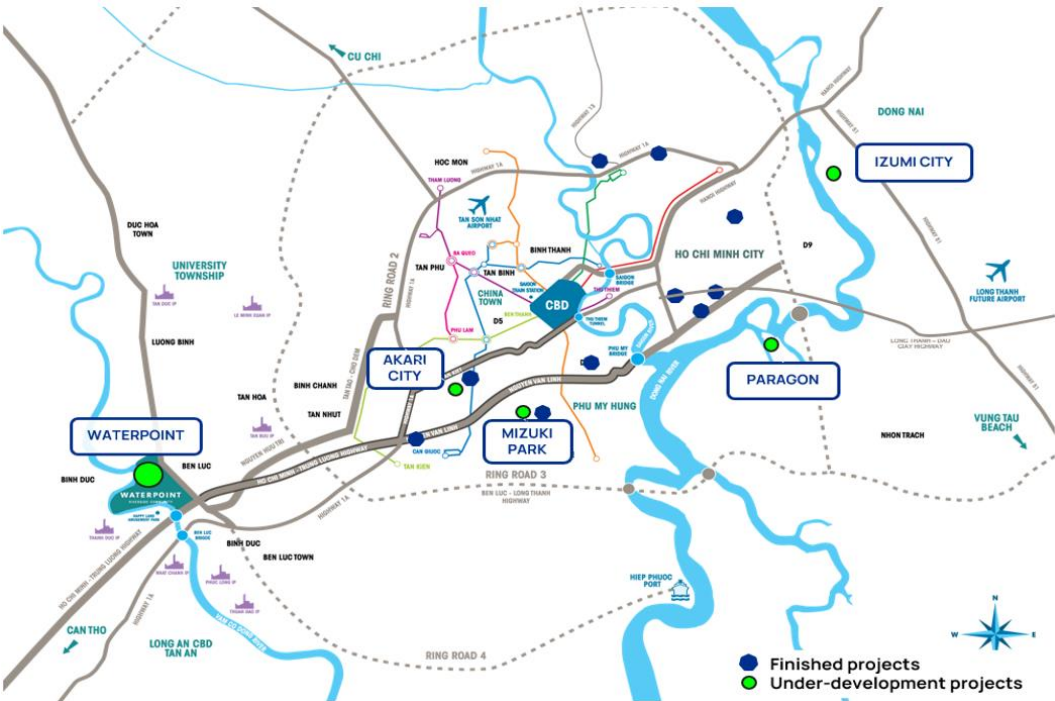
Nguồn: NLG, Vietcap

Hình 14: Doanh số bán bất động sản của NLG

Tỷ đồng	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	6T 2025
Akari City	1.420	560	860	150	80	300	680	910	540	570	510	240	30	160	190
Southgate	480	1.090	650	80	70	130	120	1.070	280	670	160	350	220	1.980	2.200
Mizuki Park	760	2.050	-	-	90	200	100	170	250	220	50	130	20	120	140
Cần Thơ	120	-	-	-	-	-	-	-	100	50	130	830	230	370	600
Izumi City*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	130	50	150	200
Tổng cộng	2.780	3.700	1.510	230	240	630	900	2.150	1.170	1.510	850	1.680	550	2.780	3.330

Nguồn: NLG, Vietcap tổng hợp (doanh số bán hàng được làm tròn đến hàng chục gần nhất). Lưu ý: (*) Các căn hộ đã bán trước tại Izumi City P1, vốn đã được khách hàng trước đó hoàn tiền từ đợt mở bán đầu tiên năm 2021.

Hình 15: Vị trí các dự án của NLG tại TP.HCM, Tây Ninh (Long An) Đồng Nai



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Hình 16: Giai đoạn phát triển của các dự án trọng điểm

SOUTHGATE (WATERPOINT GIAI ĐOẠN 1)

165 ha; Tây Ninh (Long An)

NLG liên doanh với đối tác Nhật Bản (sở hữu 50% - 50%)

Khoảng 2.700 căn thấp tầng, 1.400 căn hộ Ehome & 3.400 căn hộ

([vui lòng xem thêm thông tin cập nhật về tiến độ của dự án tại đây](#))

Giai đoạn 1 (khoảng 2.700 căn thấp tầng và 1.400 căn hộ Ehome)

- Mở bán vào quý 4/2019.
- Bàn giao* từ năm 2020 đến năm 2029.

Giai đoạn 2 (khoảng 3.400 căn hộ)

- Chúng tôi dự báo mở bán trong giai đoạn 2026- 2032.
- Bàn giao* từ năm 2027.



WATERPOINT GIAI ĐOẠN 2

190 ha; Tây Ninh (Long An)

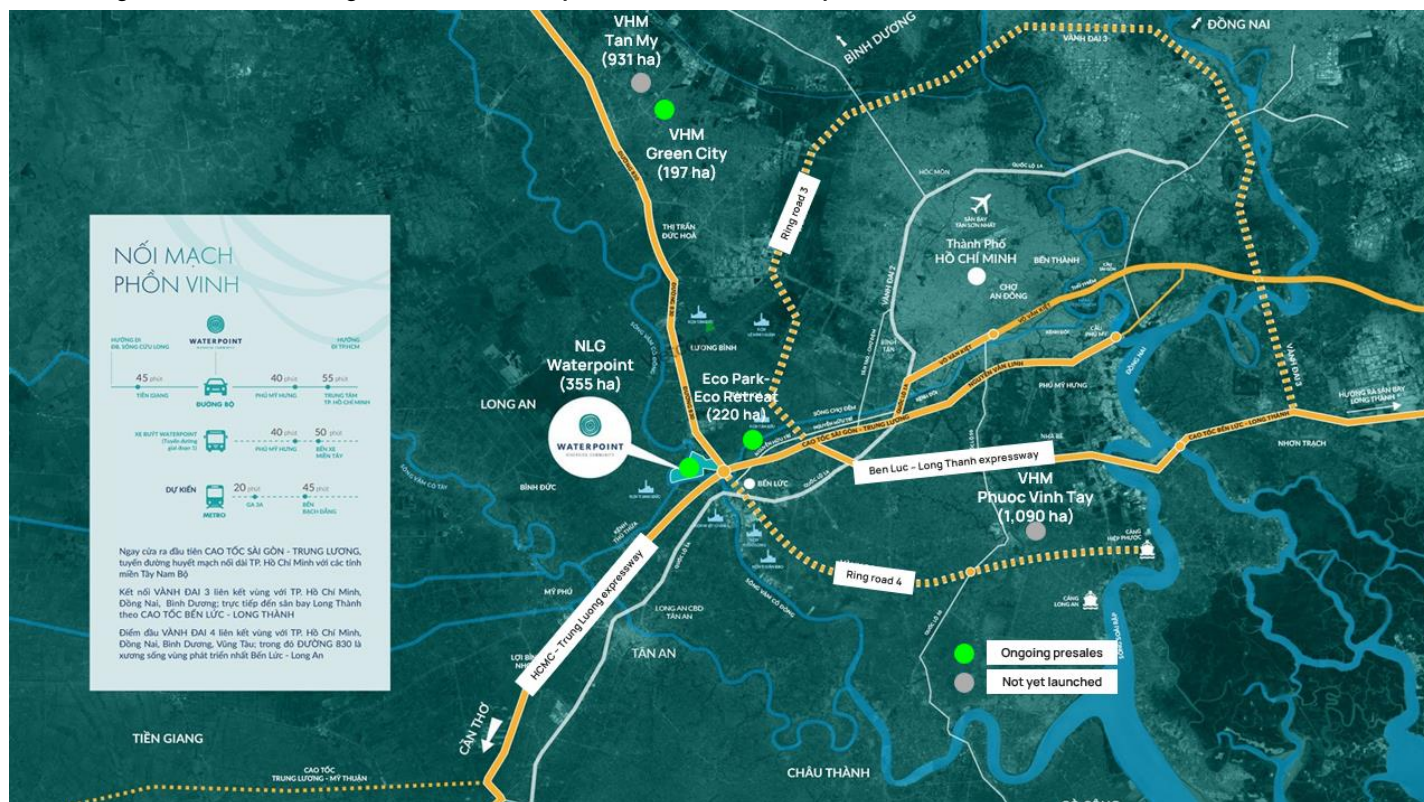
NLG sở hữu 100%

Khoảng 970 căn thấp tầng, 5.300 căn hộ

- Chúng tôi dự báo mở bán từ 2028 - 2039.
- Bàn giao* từ năm 2029.



Hoạt động đầu tư BĐS tại Long An dự kiến hỗ trợ phát triển dự án Waterpoint của NLG



Nguồn: Truyền thông, Vietcap tổng hợp

Xem thêm thông tin ở trang tiếp theo

IZUMI CITY

170 ha; Đồng Nai (Biên Hòa)

NLG liên doanh với đối tác Nhật Bản (sở hữu 50% - 50%)

Khoảng 2.900 căn thấp tầng & giai đoạn cao tầng

Vào ngày 30/7/2025, NLG đã ký thỏa thuận bán 15% cổ phần tại dự án Izumi City cho đối tác mới của Nhật Bản, Tokyu Corporation. Trước đó vào năm 2020, NLG đã bán 35% cổ phần ban đầu tại Izumi City cho Hankyu Hanshin. Sau khi hoàn tất thương vụ mới nhất này, tỷ lệ sở hữu thực tế của NLG tại Izumi City sẽ giảm xuống còn 50%.

Giai đoạn 1 (khoảng 2.900 căn biệt thự/nhà phố)

- Mở bán chính thức lần đầu khoảng 270 căn vào tháng 11/2021.
- Chúng tôi dự báo việc mở bán giai đoạn 1 sẽ rơi vào giai đoạn 2021-2031

Giai đoạn 2 (giai đoạn cao tầng)

- Chúng tôi dự báo sẽ mở bán từ năm 2032.
- Bàn giao * từ năm 2034.



PARAGON

45 ha; Đồng Nai (Nhơn Trạch)

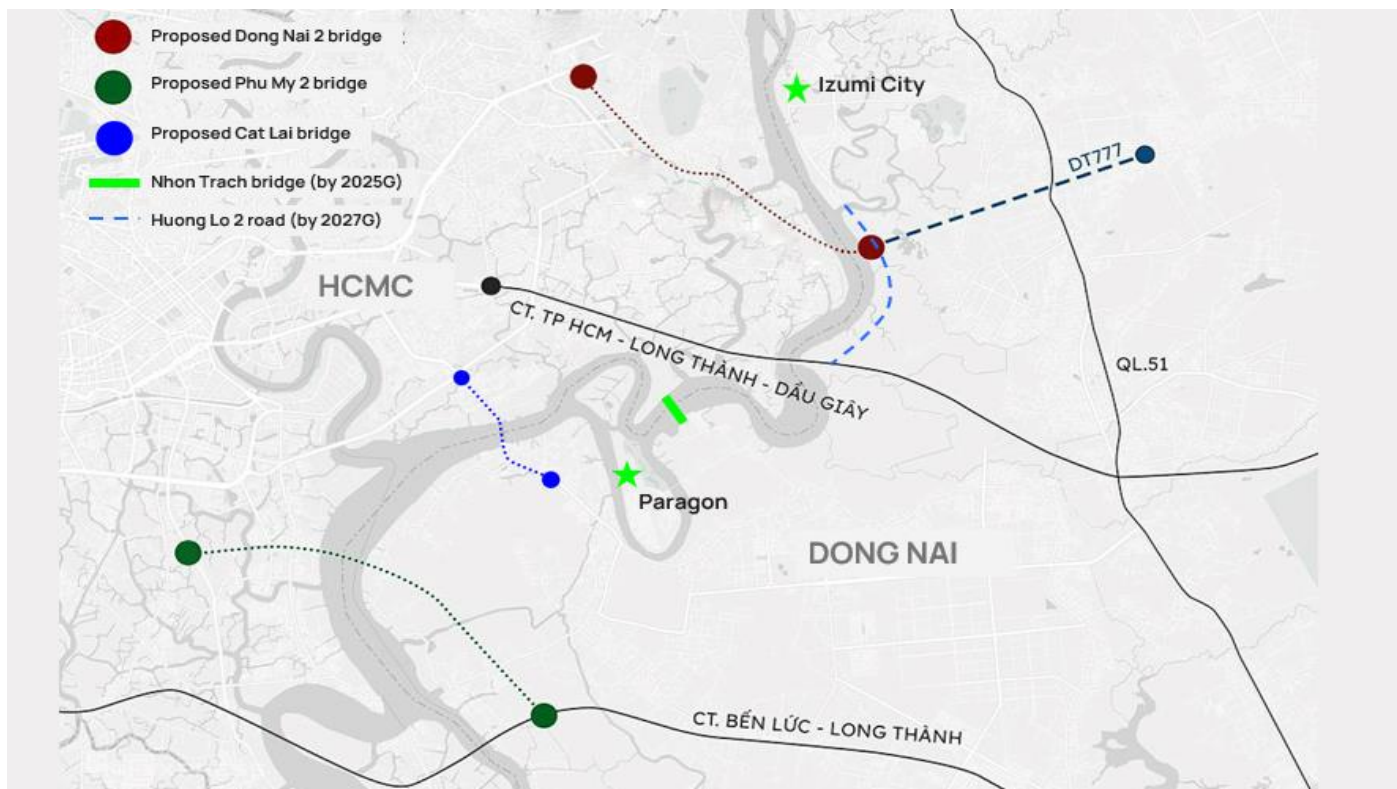
NLG liên doanh với đối tác Nhật Bản/trong nước (sở hữu 50% - 50%)

Khoảng 580 căn thấp tầng

- Chúng tôi dự báo mở bán từ 2026 - 2033.
- Bàn giao* từ năm 2027.



Các kế hoạch phát triển cơ sở hạ tầng tại Đồng Nai dự kiến hỗ trợ các dự án Izumi City và Paragon của NLG



Nguồn: Truyền thông, Vietcap tổng hợp. Chú thích: Mục tiêu hoàn thành do Chính phủ/cơ quan chức năng cấp tỉnh đặt ra

Xem thêm thông tin ở trang tiếp theo

MIZUKI PARK

26,4 ha; TP.HCM (Bình Chánh)

NLG liên doanh với đối tác Nhật Bản (sở hữu 50% - 50%)

Khoảng 4.100 căn hộ và 83 căn thấp tầng (3 giai đoạn)

[\(vui lòng xem thêm thông tin cập nhật về tiến độ của dự án tại đây\)](#)

Giai đoạn 1 (khoảng 1.500 căn hộ): Hoàn tất

Giai đoạn 2 (khoảng 1.400 căn hộ & giai đoạn thấp tầng)

- Mở bán vào tháng 4/2021.
- Bàn giao* từ năm 2022 đến năm 2025.

Giai đoạn 3 (khoảng 1.200 căn hộ & giai đoạn thấp tầng)

- Mở bán* vào năm 2026.
- Bàn giao* trong giai đoạn 2026-2030.



CẦN THƠ

43 ha; Cần Thơ

NLG sở hữu 100%

Khoảng 880 lô đất nền/căn thấp tầng và khoảng 1.590 căn hộ EhomeS

- Chúng tôi dự báo mở bán từ 2023 - 2028.
- Bàn giao* từ năm 2024 đến năm 2029.



AKARI CITY

8,8 ha; TP.HCM (Bình Tân)

NLG liên doanh với đối tác Nhật Bản (sở hữu 50% - 50%)

Khoảng 4.700 căn cao tầng (3 giai đoạn)

[\(vui lòng xem thêm thông tin cập nhật về tiến độ của dự án tại đây\)](#)

Giai đoạn 1 (6 tòa với khoảng 1.800 căn hộ): Hoàn tất

Giai đoạn 2 (4 tòa với khoảng 1.700 căn hộ)

- Mở bán lần đầu vào tháng 03/2022.
- Bàn giao* trong giai đoạn quý 4/2024-2025.

Giai đoạn 3 (4 tòa với khoảng 1.200 căn hộ)

- Mở bán* vào năm 2026.
- Bàn giao* trong giai đoạn 2028-2029.



VSIP HẢI PHÒNG

21 ha; Hải Phòng (Thủy Nguyên)

NLG liên doanh với VSIP (50%-50%)

Khoảng 740 căn thấp tầng và khoảng 3.050 căn Ehome

- Chúng tôi dự báo mở bán từ 2028 - 2033.
- Bàn giao* từ năm 2029 đến năm 2034.



Nguồn: Vietcap tổng hợp (minh họa). Lưu ý: (*) dự báo của Vietcap.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thân Như Đoàn Thực, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.