

Mua vào (giữ nguyên)

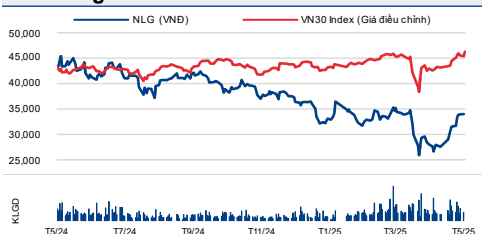
Giá mục tiêu: VNĐ43,000 (từ VNĐ41,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 26.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/5/2025)	34,100
Mã Bloomberg	NLG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	25,950-45,381
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,017
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,058
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	503
Slg CP lưu hành (tr.đv)	383
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	191
Slg CP NN được mua (tr.đv)	33.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	41.4%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	hủ tịch, ng liên quan (17.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	21.8	3.65	(21.0)
So với chỉ số	13.0	(0.63)	(26.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,688	1,627	3.8
2026F	1,572	1,935	(18.8)
2027F	1,630	4,015	(59.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

NLG là công ty tiên phong trong việc phát triển nhà ở bình dân tại Việt Nam, tập trung vào TP.HCM và các vùng phụ cận.

Doanh số bán nhà dự báo tăng mạnh trong nửa cuối năm 2025; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC tăng 4% giá mục tiêu của NLG lên 43.000đ chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và doanh số bán nhà. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 26% tại giá mục tiêu mới.
- HSC giảm 23% dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận và tăng giả định chi phí bán hàng & quản lý, nhưng tăng 21% dự báo lợi nhuận thuần nhờ khoản lợi nhuận không thường xuyên. Chúng tôi cũng tăng 9,5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 nhờ triển vọng doanh số bán nhà cải thiện. Theo đó, dự báo mới – bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 (tăng trưởng 3,7%) – cho thấy lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 26,6%.
- NLG hiện đang ở mức định giá hấp dẫn. Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua, NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 40% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,5 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 25,5 lần.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q1/2025

HSC xem xét lại dự báo và định giá đối với NLG sau khi công bố KQKD Q1/2025, với các điểm đáng chú ý bao gồm lợi nhuận sát với dự báo, doanh số bán nhà cao hơn dự báo và kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu tại dự án Izumi từ 65% xuống 50%. Dựa trên các yếu tố trên và xu hướng cơ bản hiện tại, chúng tôi nâng triển vọng đối với NLG.

Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC giảm 23,1% dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận và tăng giả định chi phí bán hàng & quản lý, nhưng tăng 20,7% dự báo lợi nhuận thuần nhờ khoản lợi nhuận không thường xuyên ước tính 250 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 689 tỷ đồng (tăng trưởng 34,6%; tương ứng với lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng 33,9%) và năm 2026 đạt 642 tỷ đồng (giảm 6,9% trong khi lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng 46,1%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 3,7%. Các dự án Izumi, Cần Thơ, Southgate và Akari dự kiến sẽ là động lực chính trong năm 2025–2026 trong khi Paragon và VSIP Hải Phòng được kỳ vọng sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2027.

Nhìn chung, dự báo mới – hơi cao hơn bình quân dự báo thị trường cho năm 2025 nhưng ngày càng thận trọng hơn trong năm 2026-2027 – cho thấy lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm đạt 26,6%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua, NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 40% so với ước tính RNAV, vẫn rẻ so với bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,5 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 25,5 lần. HSC tăng 4,4% giá mục tiêu lên 43.000đ nhờ tác động tích cực từ việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và doanh số bán nhà cùng với việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026 đã lớn hơn tác động tiêu cực từ việc tăng giả định WACC. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu phần nào lạc quan là 25% trên ước tính RNAV để xác định giá mục tiêu.

HSC cho rằng quỹ đất dồi dào (đã trả gần hết tiền sử dụng đất) đã giúp NLG nổi bật so với các doanh nghiệp phát triển BĐS khác trong bối cảnh luật đất đai mới làm tăng chi phí đất cho các dự án. Trong ngắn hạn, doanh số bán nhà mạnh mẽ (nhất là tại dự án Southgate vừa hoàn tất điều chỉnh quy hoạch 1/500) cùng với kế hoạch mở bán lại các dự án Izumi và Paragon được kỳ vọng sẽ là các yếu tố hỗ trợ tích cực cho giá cổ phiếu. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng giá mục tiêu với tiềm năng tăng giá 26%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	659	1,784	1,053 ▼	1,406	1,087
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	484	512	689 ▲	642 ▲	666
EPS ĐC (đồng)	1,186	1,254	1,688 ▲	1,572 ▲	1,630
DPS (đồng)	200	500	500	500	500
BVPS (đồng)	24,386	25,118	26,409	27,576	28,804
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.3	8.21	8.84	6.26	8.08
P/E ĐC (lần)	28.8	27.2	20.2	21.7	20.9
Lợi suất cổ tức (%)	0.59	1.47	1.47	1.47	1.47
P/B (lần)	1.40	1.36	1.29	1.24	1.18
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.1)	5.80	34.6	(6.89)	3.69
ROAE (%)	5.27	5.38	6.95	6.18	6.13

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung, CFA

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.ph@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Tăng 10-21% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC tăng 4,4% giá mục tiêu lên 43.000đ, phản ánh tác động kết hợp từ việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần và doanh số bán nhà cũng như cập nhật các giả định định giá. Chúng tôi điều chỉnh tăng 10-21% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025–2026 nhờ tăng giả định doanh số bán nhà và khoản lợi nhuận không thường xuyên từ thoái vốn ước tính 250 tỷ đồng. Theo đó, dự báo mới – bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 – cho thấy lợi nhuận thuần lần lượt tăng trưởng 34,6% (tương ứng với lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng 33,9%) trong năm 2025, giảm 6,9% (lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng 46,1) trong năm 2026 đạt và tăng trưởng 3,7% trong năm 2027, tương đương tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 9,1% (CAGR lợi nhuận HĐKD cốt lõi đạt 26,6%). Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua, NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 40% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt 1 năm là 20,5 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm.

Doanh số bán nhà dự báo tăng trưởng 91%, dẫn dắt bởi Southgate

Trong tháng 4, NLG ghi nhận kết quả doanh số bán nhà rất tích cực với 1.900 tỷ đồng cho 59 căn hộ thấp tầng tại dự án Southgate – hưởng lợi từ tâm lý tích cực tại thị trường Long An khi các dự án lớn như Eco Retreat (220 ha, Long An, chủ đầu tư Ecopark) và Vinhomes Green City (197 ha, Long An, chủ đầu tư Vinhomes) đồng loạt mở bán. Các sản phẩm có mức giá hợp lý và pháp lý đầy đủ của Southgate giúp dự án nổi bật hơn so với các dự án khác, từ đó thu hút khách hàng tốt hơn. Kết quả này cao hơn đáng kể so với dự báo trước đó của HSC.

Trong Q3/2025, NLG dự kiến mở bán 241 căn hộ thấp tầng tại khu Pearl và 700 căn hộ cao tầng thuộc thương hiệu Flora (nhắm đến phân khúc trung cấp) tại khu ST5 của dự án Southgate. HSC kỳ vọng doanh số bán nhà tại Southgate sẽ tiếp tục duy trì đà tích cực trong suốt năm 2025. Song song đó, NLG sẽ tiếp tục mở bán tại dự án 43 ha ở Cần Thơ, mở bán lại các dự án Izumi và Paragon và bắt đầu bán hàng tại dự án VSIP Hải Phòng (22 ha).

Kế hoạch doanh số bán nhà đầy tham vọng cho giai đoạn 2025–2027

Tại ĐHCĐ ngày 26/4, NLG công bố kế hoạch doanh số bán nhà đầy tham vọng lên tới 71,2 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2027. Mục tiêu này được hỗ trợ bởi tiến độ triển khai nhanh các dự án trong danh mục, trong đó phần lớn đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính về tiền sử dụng đất và sẵn sàng mở bán. HSC tin rằng nền tảng pháp lý vững chắc của NLG là lợi thế quan trọng giúp Công ty hưởng lợi từ các điều kiện thị trường đang dần cải thiện trong vài năm tới. Tuy nhiên, mục tiêu 71,2 nghìn tỷ đồng vẫn mang tính thách thức vì khả năng hấp thụ có thể sẽ cần thời gian do vị trí của các dự án nằm ở các tỉnh vùng ven.

Tóm lại, HSC điều chỉnh tăng 21% dự báo doanh số bán nhà năm 2025 lên 9,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 91,2%) và tăng 8,8% dự báo năm 2026 lên 13,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 41,9%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với doanh số bán nhà đạt 14,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4,4%). Theo đó, HSC dự báo tổng doanh số bán nhà giai đoạn 2025–2027 đạt 37,7 nghìn tỷ đồng, tương đương 53% kế hoạch 71,2 nghìn tỷ đồng mà NLG đặt ra.

Bảng 1: Cập nhật tiến độ các dự án, NLG

Southgate ghi nhận doanh thu khả quan trong năm 2025

STT	Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Tổng số SP	Số SP đã bán	Tỷ lệ sở hữu của NLG	Tiến độ
1	Mizuki Park (JV)	TP.HCM	26.2	4,327	65.5%	50%	Sắp hoàn thành quá trình bàn giao giai đoạn 2, dự kiến mở bán CC5 trong năm 2026
2	Akari City	TP.HCM	8.8	5,096	72.7%	50%	Sắp hoàn thành bàn giao giai đoạn 2, Đang xây dựng và mở bán, ước tính ghi nhận doanh thu lớn trong 4 tháng đầu năm 2025
3	Southgate (Waterpoint P.1)	Long An	165	7,400	42.5%	65%*	Đã bàn giao 181/275 sản phẩm trong giai đoạn 1, sử dụng quy hoạch 1/500 mới
4	Izumi City (WaterFront)	Đồng Nai	170	10,618	2.6%	65%	Dự kiến mở bán vào nửa cuối năm 2025
5	Paragon (JV)	Đồng Nai	45	566	0.0%	50%	Dự kiến ra mắt vào nửa cuối năm 2025
6	Nam Long Can Tho	Cần Thơ	43	2,471	37.6%	100%	Dự kiến mở bán vào nửa cuối năm 2025
7	VSIP Hai Phong	Hải Phòng	22	2,898	0.0%	50%	Quý đất sạch
8	Waterpoint P.2	Long An	190	TBD	0.0%	100%	
Tổng			670	>35,000			

Ghi chú: NLG có kế hoạch thoái 15% cổ phần trong Q3/2025.
Nguồn: NLG, HSC

Kế hoạch giảm sở hữu tại dự án Izumi từ 65% xuống 50%

Trong kế hoạch lợi nhuận thuần năm 2025, NLG đã bao gồm khoản doanh thu HĐ tài chính kỳ vọng từ việc bán 15% cổ phần tại dự án Izumi, nơi Công ty hiện đang nắm giữ 65% quyền sở hữu. Thương vụ này dự kiến sẽ hoàn tất trong Q3/2025. HSC ước tính lợi nhuận sau thuế từ giao dịch khoảng 250 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong quý, tương đương đóng góp 37% tổng lợi nhuận dự báo năm 2025 của chúng tôi.

Đáng chú ý, HSC cũng điều chỉnh mô hình bảng CĐKT để phản ánh thay đổi trong cơ cấu sở hữu tại dự án Izumi: Dự án Izumi sẽ được loại khỏi hàng tồn kho hợp nhất của NLG; phần sở hữu còn lại sẽ được phân loại lại vào khoản mục đầu tư vào công ty liên kết; và tiền mặt của NLG sẽ được điều chỉnh tăng để phản ánh khoản thu từ thương vụ thoái vốn. Trong giai đoạn tới, NLG sẽ không còn hợp nhất doanh thu từ dự án này vào BCTC hợp nhất.

Đối với dự án này, NLG trước đây đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500 nhưng Công ty mong muốn điều chỉnh lại quy hoạch. Với việc quy hoạch phân khu 1/5000 cho toàn khu vực C4 (bao gồm Izumi của NLG, Aqua City của NVL và các dự án khác) vừa được phê duyệt, HSC cho rằng NLG có thể sớm được phê duyệt lại quy hoạch 1/500 mới. Điều này sẽ cho phép Công ty triển khai dự án một cách linh hoạt và hiệu quả hơn, thông qua việc chia nhỏ diện tích lô đất, từ đó cải thiện tỷ lệ hấp thụ. Dù vậy, NLG vẫn có phương án mở bán lại dự án ngay trong Q3/2025 dựa trên quy hoạch hiện hữu.

Bảng 2: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, NLG

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần/ lợi nhuận "cốt lõi" giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 9,1% - 26,6%

Tỷ đồng	2024A	ĐB mới 2025	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027	Tăng trưởng	2023-26 CAGR
Tổng doanh thu	7,196	6,057	0.6%	-15.8%	5,795	8.3%	-4.3%	5,478	-5.5%	-8.7%
Lợi nhuận gộp	3,068	2,315	-18.5%	-24.6%	2,700	1.9%	16.7%	2,308	-14.5%	-9.0%
Doanh thu HĐ tài chính	337	469	359.6%	39.2%	198	97.6%	-57.8%	214	8.1%	-14.1%
Thu nhập từ cty LD, LK	100	55	241.6%	-45.2%	20	-59.3%	-64.2%	399	1942.4%	58.8%
Lợi nhuận thuần	512	689	20.7%	34.6%	642	9.5%	-6.9%	666	3.7%	9.1%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	184	250	N/m	35.9%	-	-	-100.0%	-	-	-
Lợi nhuận "cốt lõi"	328	439	-23.1%	33.9%	642	9.5%	46.1%	666	3.7%	26.6%

Nguồn: HSC

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận

HSC giảm 23,1% dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi năm 2025 xuống 439 tỷ đồng, vẫn tăng trưởng 33,9% do hạ giả định tỷ suất lợi nhuận và tăng giả định chi phí bán hàng & quản lý. Tuy nhiên, chúng tôi tăng 20,7% dự báo lợi nhuận thuần lên 689 tỷ đồng,

tăng trưởng 34,6% nhờ khoản lợi nhuận không thường xuyên dự kiến từ việc thoái vốn một phần dự án Izumi. Lưu ý, mặc dù đây là chiến lược hoạt động quen thuộc của NLG – Công ty thường mua đất, xây dựng CSHT sau đó thoái vốn một phần để tạo tiền mặt và ghi nhận lợi nhuận – nhưng chúng tôi vẫn xem đây là một khoản thu nhập không thường xuyên, do đó loại trừ khoản này khỏi lợi nhuận HĐKD cốt lõi trong phân tích của mình.

Doanh thu năm 2025 dự kiến đến từ việc bàn giao sản phẩm tại các dự án: Akari City (9 ha, TP.HCM), Southgate (165 ha, Long An), dự án tại Cần Thơ (43 ha) và Izumi (170 ha, Đồng Nai).

HSC điều chỉnh tăng 9,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 642 tỷ đồng, giảm 6,9% so với năm trước do khoản lợi nhuận không thường xuyên dự kiến trong năm 2025 – lớn hơn khoản lợi nhuận 184 tỷ đồng trong năm 2024 – nhưng nếu không tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên này, lợi nhuận HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng 46,1%. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2026 sẽ tăng lên mức 47%, so với 42% trong dự báo năm 2025 vì doanh thu năm 2026 bao gồm nhiều căn thấp tầng hơn (thường có tỷ suất lợi nhuận tốt hơn) tại dự án Southgate.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 3,7%. Doanh số bàn giao trong năm 2027 dự kiến sẽ đến từ các dự án Southgate, Izumi, Paragon và VSIP Hải Phòng.

Mặc dù có đưa vào mô hình dự báo khoản lợi nhuận ngoài HĐKD cốt lõi trong năm nay (như đã thảo luận ở trên) nhưng chúng tôi không dự báo bất kỳ khoản lợi nhuận không thường xuyên đáng kể nào trong năm 2026-2027. Nhìn chung, dự báo mới của HSC cho thấy lợi nhuận thuần và lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt lần lượt 9,1% và 26,6%. Chúng tôi trình bày dự báo lợi nhuận mới của NLG trong Bảng 2.

Tăng 4,4% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 26%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 4,4% giá mục tiêu lên 43.000đ chủ yếu nhờ tác động tích cực từ việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và doanh số bán nhà cùng với việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026 đã lớn hơn tác động tiêu cực từ việc tăng giá định WACC. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 25% trên ước tính RNAV để xác định giá mục tiêu – mức chiết khấu này có phần lạc quan so với mức chiết khấu bình quân 37% trong 3 năm qua, nhằm phản ánh quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng cải thiện của thị trường BĐS.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng giá mục tiêu với tiềm năng tăng giá 26%. Chúng tôi cho rằng quỹ đất dồi dào (đã trả gần hết tiền sử dụng đất) đã giúp NLG nổi bật so với các doanh nghiệp phát triển BĐS khác trong bối cảnh luật đất đai mới làm tăng chi phí đất cho các dự án. Trong ngắn hạn, doanh số bán nhà mạnh mẽ (nhất là tại dự án Southgate vừa hoàn tất điều chỉnh quy hoạch 1/500) cùng với kế hoạch mở bán lại các dự án Izumi và Paragon được kỳ vọng sẽ là các yếu tố hỗ trợ tích cực cho giá cổ phiếu.

Các chi tiết bổ sung liên quan đến giá định định giá cơ bản bao gồm:

- HSC áp dụng phương pháp DCF để định giá các dự án đang triển khai bao gồm Southgate (Waterpoint 165 ha), Akari City, Mizuki Park, Cần Thơ 1, VSIP, Paragon và Izumi (Waterfront).
- Đối với quỹ đất còn lại – Vàm Cỏ Đông hoặc Waterpoint giai đoạn 2 – chúng tôi áp dụng phương pháp định giá so sánh do chưa có thông tin về kế hoạch phát triển chi tiết. Áp dụng giá chào bán bình quân đối với đất nông nghiệp tại Long An với mức chiết khấu thanh khoản thấp là 20% do diện tích đất lớn (190 ha).
- Đối với các tài sản và quỹ đất khác, định giá theo giá trị sổ sách do có rất ít thông tin về các tài sản này.
- Giả định WACC tăng lên mức 13,5% (từ 12,2% trước đó). Giữ nguyên lãi suất phi rủi ro ở mức 4% và beta ở mức 1,2 (theo Bloomberg) nhưng tăng

phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên mức 10,25% (từ 9% trước đó). Mức này bao gồm phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn nội bộ mới là 8,75% (tăng từ 7,5%) cộng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm (không đổi).

Chúng tôi trình bày chi tiết về định giá trong Bảng 3. Ngoài ra, chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với những thay đổi trong giả định lãi suất phi rủi ro, phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh (Bảng 4) và chiết khấu so với RNAV (Bảng 5).

Bảng 3: Định giá, NLG (tỷ đồng)

Dự án	Tỷ lệ sở hữu của NLG	Giá trị (giữa năm-2026)	Phương pháp
Southgate	65%	997	DCF
Waterpoint phase 2	100%	4,169	Comparables
Akari City	50%	893	DCF
Paragon	50%	1,766	DCF
Mizuki Park	50%	771	DCF
Izumi*	50%	5,177	DCF
Capital Tower	100%	275	NOI/Cap rate
VSIP	50%	986	DCF
Cần Thơ 1	100%	1,139	DCF
Dự án khác	100%	800	Book value
Tổng giá trị tài sản		16,974	
(-) Tiền mặt/(nợ) thuần		5,063	
RNAV		22,037	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		385.1	
RNAV/cổ phiếu (đồng)		56,200	
Chiết khấu so với RNAV		25%	
Giá mục tiêu (đồng)		43,000	

Ghi chú: (*) Liên quan đến giao dịch, chúng tôi hạ tỷ lệ sở hữu của NLG xuống 50% (từ 65%), tăng tiền thuần từ khoản tiền bán cổ phần và loại trừ nợ liên quan đến Izumi khỏi nợ trên báo cáo hợp nhất của NLG.
Nguồn: HSC

Bảng 4: Phân tích độ nhạy, NLG (đồng/cp)

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	44,000	43,700	43,400	43,200	42,900
	3.5%	43,700	43,500	43,200	42,900	42,700
	4.0%	43,500	43,300	43,000	42,700	42,500
	4.5%	43,300	43,000	42,800	42,500	42,300
	5.0%	43,100	42,800	42,600	42,300	42,100

Nguồn: HSC

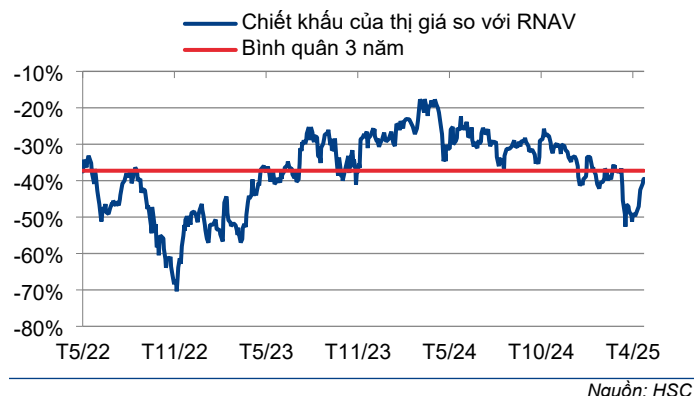
Bảng 5: Phân tích độ nhạy đối với các giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	5%	15%	25%	35%	45%
Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	52,200	49,400	43,000	43,900	41,200
Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	53.1%	44.9%	26.1%	28.7%	20.8%

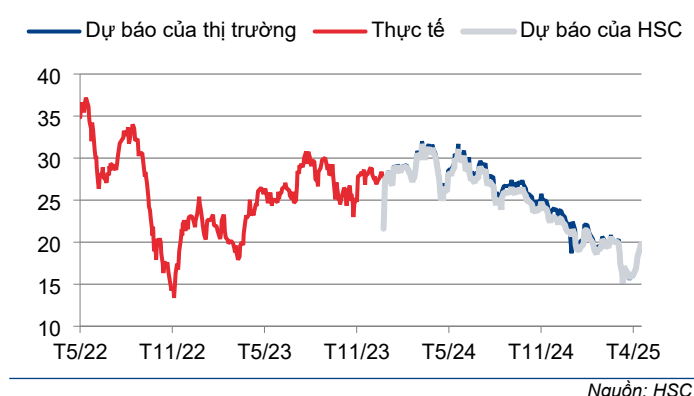
Nguồn: HSC

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, NLG

Hiện cổ phiếu NLG đang giao dịch với mức chiết khấu là 40% so với RNAV, trong khi mức chiết khấu bình quân 3 năm là 37%.


Biểu đồ 7: P/E trượt dự phóng 1 năm, NLG

Hiện là 20,5 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 25,5%


Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua, NLG đang giao dịch với chiết khấu 40% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 37%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,5 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 25,5 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,181	7,196	6,057	5,795	5,478
Lợi nhuận gộp	1,562	3,068	2,315	2,700	2,308
Chi phí BH&QL	(980)	(1,390)	(1,305)	(1,338)	(1,265)
Thu nhập khác	26.6	55.9	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	608	1,734	1,010	1,362	1,044
Lãi vay thuần	(58.5)	5.38	182	(88.9)	(55.8)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	418	99.7	54.7	19.6	399
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	968	1,839	1,246	1,293	1,387
Chi phí thuế TNDN	(168)	(457)	(262)	(278)	(201)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(317)	(869)	(295)	(373)	(520)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	484	512	689	642	666
Lợi nhuận thuần ĐC	456	483	650	605	628
EBITDA ĐC	659	1,784	1,053	1,406	1,087
EPS (đồng)	1,257	1,330	1,790	1,667	1,728
EPS ĐC (đồng)	1,186	1,254	1,688	1,572	1,630
DPS (đồng)	200	500	500	500	500
Sig CP bình quân (triệu đv)	385	385	385	385	385
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	385	385	385	385	385
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	385	385	385	385	385

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,540	5,443	8,601	9,578	10,207
Đầu tư ngắn hạn	1,050	792	792	792	792
Phải thu khách hàng	3,634	2,629	3,168	3,108	2,942
Hàng tồn kho	17,348	17,993	5,972	6,109	6,109
Các tài sản ngắn hạn khác	736	692	727	763	801
Tổng tài sản ngắn hạn	25,309	27,549	19,259	20,350	20,851
TSCĐ hữu hình	63.8	72.1	80.4	88.7	97.0
TSCĐ vô hình	82.4	70.8	59.2	47.7	36.1
Bất động sản đầu tư	299	316	289	262	235
Đầu tư dài hạn	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,217	1,792	5,535	5,659	6,838
Tài sản dài hạn khác	628	506	770	1,040	1,040
Tổng tài sản dài hạn	3,293	2,759	6,737	7,099	8,249
Tổng cộng tài sản	28,602	30,308	25,995	27,449	29,099
Nợ ngắn hạn	2,402	2,887	2,915	3,082	3,481
Phải trả người bán	1,175	1,027	931	770	789
Nợ ngắn hạn khác	2,246	2,810	2,955	3,108	3,275
Tổng nợ ngắn hạn	9,887	10,148	9,735	10,144	10,729
Nợ dài hạn	3,705	4,074	1,865	2,165	2,377
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,049	1,053	1,053	1,053	1,053
Nợ dài hạn khác	380	425	393	314	174
Tổng nợ dài hạn	5,135	5,553	3,311	3,533	3,605
Tổng nợ phải trả	15,074	15,742	13,087	13,718	14,375
Vốn chủ sở hữu	9,383	9,672	10,169	10,619	11,092
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,145	4,894	2,738	3,112	3,632
Tổng vốn chủ sở hữu	13,528	14,566	12,908	13,730	14,724
Tổng nợ phải trả và VCSH	28,602	30,308	25,995	27,449	29,099
BVPS (đ)	24,386	25,118	26,409	27,576	28,804
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,567	1,518	(3,820)	(4,331)	(4,349)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	608	1,734	1,010	1,362	1,044
Khấu hao	(51.0)	(50.1)	(43.6)	(43.6)	(43.6)
Lãi vay thuần	(58.5)	5.38	182	(88.9)	(55.8)
Thuế TNDN đã nộp	(333)	(240)	(262)	(278)	(201)
Thay đổi vốn lưu động	(2,116)	192	4,007	128	315
Khác	99.2	(20.5)	(32.9)	(77.9)	(140)
LCT thuần từ HKKD	(2,186)	1,203	4,479	892	791
Đầu tư TS dài hạn	(26.9)	(34.6)	(278)	(283)	(13.4)
Góp vốn & đầu tư	(880)	(55.0)	1,174	(104)	(780)
Thanh lý	233	323	0	0	0
Khác	896	794	156	198	214
LCT thuần từ HĐĐT	222	1,028	1,052	(189)	(580)
Cổ tức trả cho CSH	(187)	(194)	(193)	(193)	(193)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	918	867	(2,181)	467	611
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	731	672	(2,373)	274	418
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,773	2,540	5,443	8,601	9,578
LCT thuần trong kỳ	(1,233)	2,903	3,157	977	629
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,540	5,443	8,601	9,578	10,207
Dòng tiền tự do	(2,213)	1,168	4,201	609	777

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	49.1	42.6	38.2	46.6	42.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.7	24.8	17.4	24.3	19.8
Tỷ suất LNT (%)	15.2	7.12	11.4	11.1	12.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.3	24.9	21.0	21.5	14.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	(26.7)	126	(15.8)	(4.32)	(5.47)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(26.2)	171	(41.0)	33.5	(22.7)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(12.9)	5.88	34.6	(6.89)	3.69
Tăng trưởng EPS (%)	(13.2)	5.80	34.6	(6.89)	3.69
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(13.1)	5.80	34.6	(6.89)	3.69
Tăng trưởng DPS (%)	(76.7)	150	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	15.9	37.6	27.9	30.0	28.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.27	5.38	6.95	6.18	6.13
ROACE (%)	3.29	8.92	5.54	8.12	5.85
Vòng quay tài sản (lần)	0.11	0.24	0.22	0.22	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(3.59)	0.69	4.44	0.65	0.76
Số ngày tồn kho	3,910	1,591	582	721	703
Số ngày phải thu	819	232	309	367	339
Số ngày phải trả	265	90.8	90.8	90.8	90.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	78.7	47.0	(12.6)	(14.6)	(14.1)
Nợ/tài sản (%)	34.7	32.9	28.1	29.3	29.7
EBIT/lãi vay (lần)	10.4	N/a	N/a	15.3	18.7
Nợ/EBITDA (lần)	15.0	5.60	6.95	5.71	7.95
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.56	2.71	1.98	2.01	1.94
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.25	2.04	1.54	1.52	1.60
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.3	8.21	8.84	6.26	8.08
P/E (lần)	27.1	25.6	19.0	20.5	19.7
P/E ĐC (lần)	28.8	27.2	20.2	21.7	20.9
P/B (lần)	1.40	1.36	1.29	1.24	1.18
Lợi suất cổ tức (%)	0.59	1.47	1.47	1.47	1.47

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn