Vietcap

Mở tài khoản

Cập nhật

CTCP Đầu tư Nam Long (NLG) — MUA +53,5%

Ngành	**BĐS**
Ngày báo cáo	**28/08/2026**
Giá hiện tại	24.300 VND
Giá mục tiêu	**36.800 VND**
Giá mục tiêu gần nhất	45.800 VND
TL tăng	+51,4%
Lợi suất cổ tức	2,1%
Tổng mức sinh lời	**+53,5%**

GT vốn hóa	11,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	1,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	63,1 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	485,1 tr
Pha loãng	485,1 tr

	NLG	Peers	VNI
P/E (trượt)	16,7x	20,0x	13,9x
P/B (ht.)	0,9x	1,1x	2,0x
ROE	5,6%	7,6%	16,2%
ROA	3,4%	2,7%	2,4%

Tổng quan Công ty

NLG là chủ đầu tư BĐS với hơn 30 năm kinh nghiệm. Sau khi xây dựng vị thế vững chắc là chủ đầu tư BĐS phân khúc vừa túi tiền, NLG đã mở rộng sang phân khúc căn hộ trung cấp và BĐS liền thổ tại quỹ đất (khoảng 550 ha, theo ước tính của chúng tôi) ở TP.HCM, Tây Ninh (Long An), Đồng Nai, Hải Phòng và Cần Thơ.

Diễn biến giá cổ phiếu

Thân Như Đoan Thục, CFA
Chuyên viên Cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.645	5.349	6.560	6.973
% YoY	-21,6%	-5,2%	22,7%	6,3%
Doanh thu BĐS cốt lõi * (tỷ đồng)	6.000	7.200	11.100	11.800
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	701	697	896	981
% YoY	35,4%	-0,6%	28,6%	9,5%
EPS % YoY	33,6%	-19,7%	28,6%	9,5%
Doanh số bán BĐS (tỷ đồng)	11.900	11.700	11.800	12.500
Biên LN gộp	41,8%	38,6%	38,8%	36,8%
Biên LN từ HĐKD	18,9%	17,8%	18,9%	17,6%
Biên LN ròng	12,4%	13,0%	13,7%	14,1%
ROE	6,3%	5,4%	6,7%	6,9%
Nợ vay ròng/CSH	-17,8%	3,4%	7,7%	7,6%
P/E	14,1x	17,6x	13,7x	12,5x
P/B	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x

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

Hoạt động mở bán và bàn giao dự kiến sẽ tăng tốc, qua đó hỗ trợ cho đà tăng trưởng của lợi nhuận

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho CTCP Đầu tư Nam Long (NLG), tuy nhiên giảm 20% giá mục tiêu xuống còn 36.800 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu phản ánh: (1) mức tăng đối với giả định chi phí xây dựng; (2) mức giảm 21% đối với dự báo tổng doanh số bán BĐS giai đoạn 2026–28; (3) mức tăng 1,0 điểm % đối với giả định WACC; cùng với (4) việc thay đổi phương pháp định giá từ 100% RNAV sang kết hợp 50:50 giữa RNAV và P/B mục tiêu.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ đạt 697 tỷ đồng (-1% YoY), trong đó việc ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động bán BĐS dự kiến sẽ tăng tốc trong quý 4/2026, nhờ bắt đầu bàn giao các phân khu mới tại Izumi City, Mizuki Park và Sol Garden, cùng với việc tiếp tục bàn giao tại Southgate và Cần Thơ. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (loại trừ khoản lãi bất thường từ việc bán cổ phần Izumi City trong năm 2025 và chuyển nhượng lô đất giáo dục trong quý 1/2026) sẽ tăng mạnh 122% YoY trong năm 2026.
- Chúng tôi lần lượt điều chỉnh giảm 2%/7%/25% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026/27/28 của chúng tôi, chủ yếu do mức giảm đối với giả định biên lợi nhuận gộp (do chi phí xây dựng tăng) và dự báo bàn giao năm 2028 của chúng tôi, sau khi hạ dự báo doanh số bán BĐS giai đoạn 2026–27.
- Chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS năm 2026 sẽ đạt 11,7 nghìn tỷ đồng (-2% YoY), trong đó doanh số bán BĐS nửa cuối năm 2026 dự kiến sẽ tăng 29% so với kết quả nửa đầu năm 2026 (6T 2026), nhưng thấp hơn 22% so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động mở bán sẽ sôi động hơn về cuối năm 2026, bao gồm các phân khu mới tại Mizuki Park, Southgate và Izumi City. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 19%/23%/21% dự báo doanh số bán BĐS các năm 2026/27/28 của chúng tôi.
- NLG hiện đang giao dịch tại P/B dự phóng năm 2026/27 ở mức 0,9/0,9 lần, thấp hơn đáng kể so với mức P/B trung bình 5 năm của công ty là 1,5 lần.
- Rủi ro: Tiến độ mở bán tại các dự án trọng điểm diễn ra chậm hơn kỳ vọng; tâm lý người mua nhà cẩn trọng trong thời gian dài.

Các dự án đang triển khai đa dạng và tiến độ xây dựng bám sát kế hoạch sẽ tiếp tục hỗ trợ doanh số bán BĐS: Danh mục dự án đa dạng trên nhiều khu vực của NLG mang lại nhiều nguồn doanh số bán BĐS. Doanh số bán BĐS trong 6T 2026 duy trì khả quan ở mức 5,1 nghìn tỷ đồng (+52% YoY), trong khi tiến độ xây dựng tại các dự án trọng điểm đang được đảm bảo (Izumi City, Southgate, Mizuki City, Sol Garden), qua đó hỗ trợ hoạt động bán hàng tiếp tục duy trì tích cực trong 6 tháng cuối năm 2026. Chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS các năm 2026/27 lần lượt đạt 11,7 nghìn tỷ đồng/11,8 nghìn tỷ đồng, nhìn chung đi ngang so với năm 2025.

Lượng bàn giao gia tăng sẽ thúc đẩy đà phục hồi mạnh của lợi nhuận từ năm 2027: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận sẽ tăng tốc khi các dự án đã mở bán bước vào giai đoạn bàn giao từ quý 4/2026. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu BĐS cốt lõi đạt 30,1 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028, tăng 44% so với giai đoạn 2023–2025. Chúng tôi kỳ vọng lượng backlog của NLG tại cuối quý 2/2026 ở mức khoảng 12,7 nghìn tỷ đồng sẽ đóng góp khoảng 42% tổng dự báo doanh thu BĐS cốt lõi giai đoạn 2026–2028 của chúng tôi, qua đó hỗ trợ LNST sau lợi ích CĐTS đạt mức tăng trưởng 29% YoY trong năm 2027 và 10% YoY trong năm 2028, sau khi đi ngang trong năm 2026.

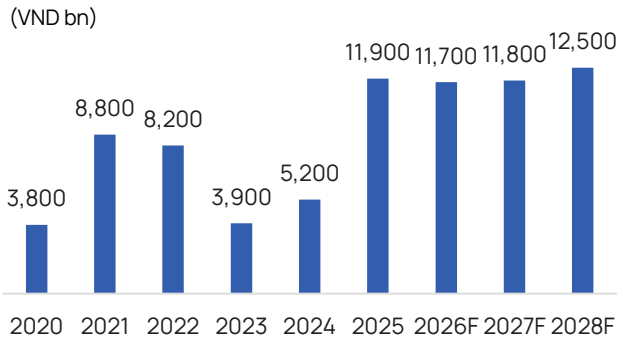
Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận tăng tốc về cuối năm 2026 khi các dự án trọng điểm bước vào giai đoạn bàn giao trong quý 4

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

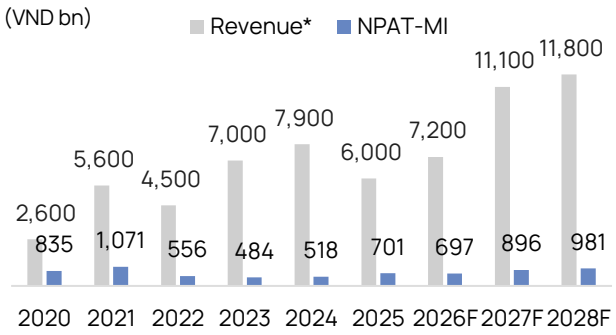
Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 so với 2025	Giả định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Doanh thu thuần	**5.645**	**5.417**	**5.349**	**-5%**	
– Bán BĐS	5.395	5.074	5.001	-7%	* **Chúng tôi duy trì dự báo tổng doanh thu BĐS cốt lõi năm 2026 của NLG sẽ tăng 20% YoY lên 7,2 nghìn tỷ đồng.** Các động lực đóng góp chính bao gồm việc tiếp tục bàn giao tại Southgate và Cần Thơ, cùng với việc bắt đầu bàn giao các phân khu mới tại Izumi City, Mizuki Park và Sol Garden trong quý 4/2026. * Dựa trên quan sát của chúng tôi về tiến độ xây dựng, chúng tôi hiện kỳ vọng Sol Garden sẽ bắt đầu bàn giao trong năm 2026, sớm hơn so với dự báo trước đây là năm 2028, nhờ tiến độ thi công nhanh hơn kỳ vọng. Ngược lại, chúng tôi kỳ vọng Elyse Island sẽ bắt đầu bàn giao trong năm 2027, muộn hơn so với dự báo trước đây là năm 2026.
– Khác	250	343	348	39%	* Chủ yếu đến từ dịch vụ xây dựng cho các phân khu mới tại Mizuki Park và Izumi City.
Lợi nhuận gộp	**2.357**	**2.280**	**2.066**	**-12%**	
– Bán BĐS	2.320	2.228	2.013	-13%	* Giả định biên lợi nhuận gộp BĐS cốt lõi năm 2026 của chúng tôi được điều chỉnh giảm xuống 45,6% từ mức 50,1%, chủ yếu do giả định chi phí xây dựng cao hơn tại các dự án, phản ánh môi trường chi phí gia tăng từ đầu năm đến nay, cùng với sự thay đổi trong cơ cấu bàn giao của các dự án.
– Khác	37	52	52	39%	
Chi phí SG&A	-1.292	-1.126	-1.116	-14%	
LN từ HĐKD	**1.065**	**1.154**	**950**	**-11%**	
Thu nhập tài chính	655	239	341	-48%	* Mức giảm so với cùng kỳ chủ yếu phản ánh mức nền so sánh cao trong năm 2025, bao gồm khoản lãi từ giao dịch bán cổ phần tại Izumi City.
Chi phí tài chính	-647	-391	-332	-49%	* Mức giảm YoY chủ yếu do không còn khoản chi phí một lần 357 tỷ đồng như trong năm 2025, chủ yếu liên quan đến chi phí hỗ trợ tái định cư đã ghi nhận tại Izumi City.
Lợi nhuận từ CTLK	76	400	339	346%	* Bao gồm phần bàn giao từ các dự án Izumi City, Mizuki Park và Sol Garden.
Lãi/(lỗ) khác	39	30	30	-24%	
LNST	**946**	**1.225**	**1.130**	**19%**	
Lợi ích CĐTS	-245	-515	-433	77%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**701**	**710**	**697**	**-1%**	* Nếu loại trừ khoản lãi thoái vốn tại Izumi City ghi nhận trong năm 2025 và giao dịch chuyển nhượng lô đất giáo dục ghi nhận trong quý 1/2026, dự báo **LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 của chúng tôi sẽ tăng 122% YoY**, chủ yếu nhờ mức tăng mạnh so với cùng kỳ của lượng bàn giao BĐS, được hỗ trợ bởi tiến độ bàn giao từ backlog lớn, chủ yếu tại Southgate, Izumi City và Mizuki Park. * Chúng tôi điều chỉnh giảm 2% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026, chủ yếu do dự báo biên lợi nhuận gộp mảng BĐS thấp hơn.
Biên lợi nhuận gộp	**41,8%**	**42,1%**	**38,6%**		
– Bán BĐS	43,0%	43,9%	40,3%		
– Khác	15,0%	15,0%	15,0%		
Chi phí SG&A/Doanh thu	22,9%	20,8%	20,9%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	18,9%	21,3%	17,8%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	**12,4%**	**13,1%**	**13,0%**		

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

Hình 2: Dự báo doanh số bán BĐS của NLG



Hình 3: Dự báo doanh thu cốt lõi & LNST-CĐTS của NLG



Dự án trọng điểm (% dự báo doanh số bán BĐS)	2026F	2027F	2028F
Southgate	23%	24%	20%
Mizuki Park	23%	12%	8%
Akari City	0%	0%	15%
Cần Thơ	8%	7%	4%
Izumi City	16%	21%	20%
Elyse Island (Paragon)	9%	18%	18%
An Zen Residences	6%	0%	0%
Sol Garden (VSIP Hải Phòng)	14%	17%	12%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Dự án trọng điểm (% dự báo doanh thu*)	2026F	2027F	2028F
Southgate	46%	31%	27%
Mizuki Park	12%	17%	11%
Akari City	0%	0%	0%
Cần Thơ	17%	5%	4%
Izumi City	20%	21%	24%
Elyse Island (Paragon)	0%	12%	16%
An Zen Residences	0%	6%	8%
Sol Garden (VSIP Hải Phòng)	5%	7%	10%

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

Hình 4: Tiến độ xây dựng 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	GĐ1: hoàn tất	2017	2017-2018	2019-2020	Hoàn tất					
	GĐ2&3: 2.600 căn hộ (~67%) và 84 căn thấp tầng (~85%)	Quý 2/2021	2021-2028F	2022-2030F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Đang thi công
Akari City 8 ha; TP.HCM	GĐ1: hoàn tất	2019	2019-2021	2021-2023	Hoàn tất					
	GĐ2: 1.700 căn hộ (100%)	2022	2022-2024	2024-2025	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Hoàn tất
	GĐ3: 1.200 căn hộ (0%)		2028-2030F	2030-2032F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Chưa thực hiện
Southgate 165 ha; Tây Ninh (Long An)	Thấp tầng: 2.700 (~68%) Ehome: 1.360 (100%) Căn hộ: 3.400 (~8%)	Quý 4/2019	2019-2032F	2020-2034F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Đang thi công
Waterpoint GĐ2 190 ha; Tây Ninh (Long An)	Thấp tầng: 970 (0%) Căn hộ: 5.300 (0%)		2029-2043F	2030-2045F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Đang thực hiện	Chưa thực hiện
Elyse Island (Paragon) 45 ha; Đồng Nai	Thấp tầng: 580 (~8%)	Quý 4/2025	2025-2034F	2027-2036F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Đang thực hiện	Đang thi công
Sol Garden 21 ha; Hải Phòng	Thấp tầng: 740 (~15%) Ehome: 3.050 (0%)	Tháng 4/2026	2026-2031F	2026-2033F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Đang thực hiện	Đang thi công
Izumi City 170 ha; Đồng Nai	Thấp tầng 2.900 (~26%) Căn hộ: N/A (0%)	2021	2021-2039F	2023-2041F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Đang thi công
Cần Thơ 43 ha; Cần Thơ	Thấp tầng/Đất nền: 880 (~54%) EhomeS: 1.590 (~93%)	2023	2023-2028F	2024-2029F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Đang thi công
An Zen Residences 1,5 ha; Hải Phòng	Ehome: 887 (~52%)	Quý 3/2025	2025-2026F	2027-2028F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất		Đang thi công

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 2/2026; (**) Dự báo của Vietcap; (^) TSDĐ: tiền sử dụng đất

Định giá

Để phản ánh tốt hơn cả định giá dựa trên yếu tố cơ bản và điều kiện thị trường hiện tại, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá tổng hợp. Cụ thể, chúng tôi chuyển từ phương pháp định giá 100% dựa trên RNAV trước đây sang tỷ trọng 50:50 giữa (1) định giá theo phương pháp RNAV và (2) phương pháp P/B mục tiêu, sử dụng mức P/B trung vị trong giai đoạn 6 tháng cuối năm 2022 – 6 tháng đầu năm 2023 là 1,3 lần – thời điểm lãi suất ở mức cao trong chu kỳ trước – áp dụng cho giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (BVPS) bình quân các năm 2026–2027. Đối với phương pháp RNAV, chúng tôi tiếp tục định giá toàn bộ quỹ đất đã xác định của các dự án đang xây dựng và phát triển chủ yếu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT), bằng cách chiết khấu dòng tiền tự do (DTTD) ước tính đến giữa năm 2026.

Giá mục tiêu của chúng tôi theo phương pháp định giá mới là 36.800 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 20% so với Báo cáo cập nhật gần nhất. Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu phản ánh (1) giả định biên lợi nhuận gộp thấp hơn tại các dự án do chi phí xây dựng cao hơn, (2) mức điều chỉnh giảm 21% đối với tổng dự báo doanh số bán BĐS giai đoạn 2026–2028 so với báo cáo cập nhật trước đây, phản ánh tâm lý thận trọng của người mua nhà kéo dài hơn so với kỳ vọng trước đó, (3) mức tăng 1,0 điểm % trong giả định WACC, do tăng giả định lãi suất phi rủi ro (7% so với 6%) và chi phí nợ vay (12,5% so với 11,5%), và (4) việc thay đổi phương pháp định giá từ 100% RNAV sang tỷ trọng 50:50 giữa RNAV và P/B mục tiêu.

Hình 5: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý (đồng/CP)*	Tỷ trọng	(đồng/CP)*
RNAV	37.600	50%	18.800
P/B tại 1,3 lần BVPS bình quân các năm 2026-27	36.000	50%	18.000
Giá mục tiêu			**36.800**
Giá hiện tại			24.300
Tỷ lệ tăng			+51,4%
Lợi suất cổ tức			2,1%
Tổng mức sinh lời dự phóng			**+53,5%**
P/E dự phóng năm 2026/27/28 tại giá mục tiêu			26,7x/20,8x/18,9x
P/B dự phóng năm 2026/27/28 tại giá mục tiêu			1,4x/1,3x/1,2x

Nguồn: Vietcap (*Số liệu được làm tròn đến hàng trăm gần nhất)

Hình 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) đối với NLG theo (1) P/B mục tiêu và (2) WACC, các yếu tố khác không đổi

		P/B mục tiêu						
		0,7x	0,9x	1,1x	1,3x	1,5x	1,7x	1,9x
WACC	14,6%	29.000	31.800	34.600	37.300	40.100	42.900	45.700
	14,8%	28.900	31.700	34.500	37.200	40.000	42.800	45.600
	15,0%	28.700	31.500	34.300	37.000	39.800	42.600	45.400
	15,2%	28.500	31.300	34.100	36.800	39.600	42.400	45.200
	15,4%	28.400	31.200	34.000	36.700	39.500	42.300	45.100
	15,6%	28.200	31.000	33.800	36.500	39.300	42.100	44.900
	15,8%	28.100	30.900	33.700	36.400	39.200	42.000	44.800

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Định giá theo phương pháp RNAV

Dự án	Phương pháp định giá	NPV dự án (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu hiệu dụng	NPV hiệu dụng (tỷ đồng)
Mizuki Park	CKDT	2.889	50%	1.445
Akari City P3	CKDT	1.069	50%	535
Elyse Island (Paragon)	CKDT	3.672	72%	2.629
Southgate (Waterpoint P1)	CKDT	3.568	50%	1.784
Waterpoint P2	CKDT	3.652	100%	3.652
Izumi City	CKDT	7.998	50%	3.999
Cần Thơ	CKDT	1.924	100%	1.924
Sol Garden (VSIP Hải Phòng)	CKDT	1.449	45%	652
An Zen Residences	CKDT	648	100%	648
Các dự án khác	Giá trị sổ sách	683	100%	683
Tổng giá trị tài sản ròng dự phóng		**27.554**		**17.951**
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn				5.482
(-) Tổng nợ vay				-5.196
Giá trị tài sản ròng				**18.237**
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)				485
Giá trị hợp lý (đồng/CP)				**37.600**

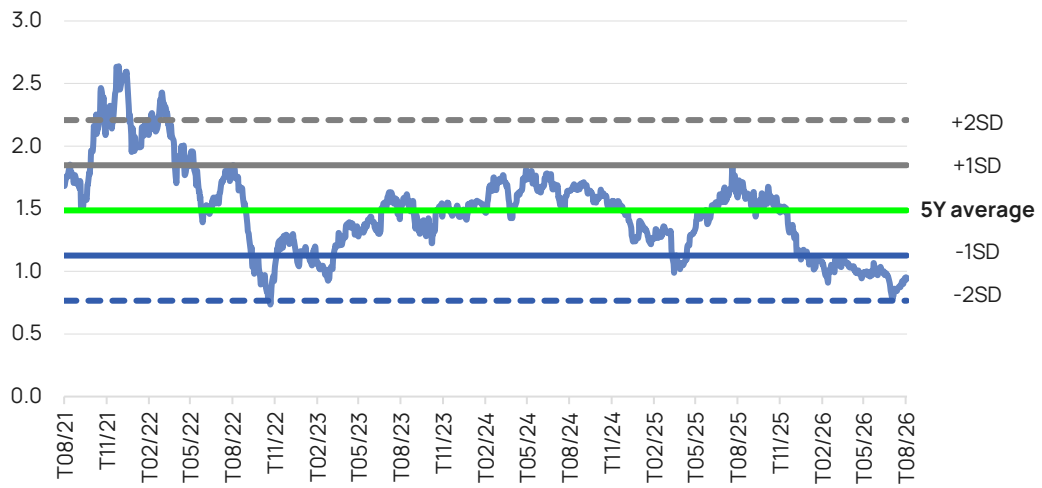
Nguồn: Vietcap

Hình 8: 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%	7,0%
Chi phí vốn cổ phần %	16,4%	17,4%
Chi phí nợ vay %	11,5%	12,5%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
Nợ vay/vốn %	30,0%	30,0%
WACC %	**14,2%**	**15,2%**

Nguồn: Vietcap

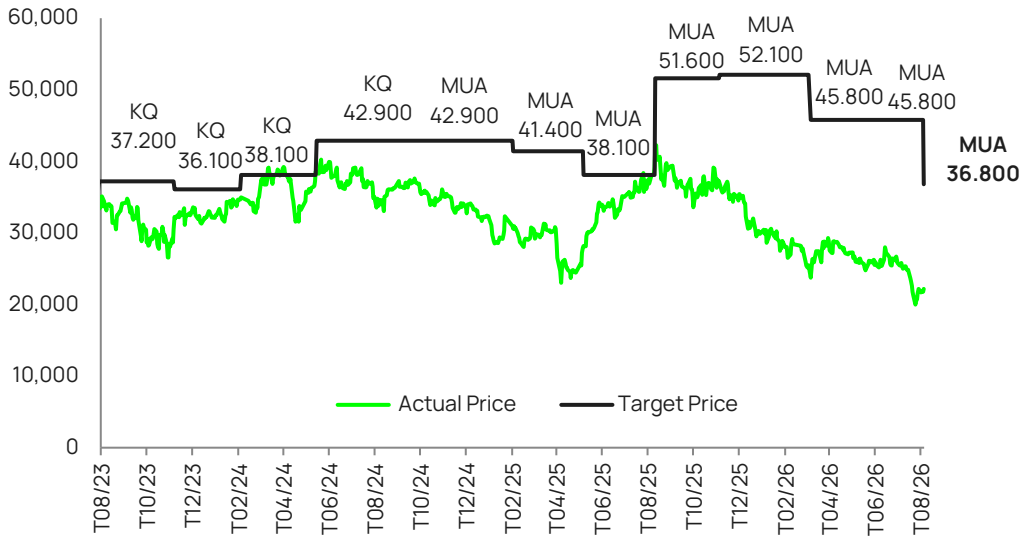
Hình 9: Diễn biến P/B của NLG



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Cập nhật ngày 28/08/2026)

Diễn biến Khuyến nghị

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)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	**5.645**	**5.349**	**6.560**	**6.973**
Giá vốn hàng bán	-3.288	-3.283	-4.013	-4.406
Lợi nhuận gộp	**2.357**	**2.066**	**2.548**	**2.567**
Chi phí bán hàng	-700	-553	-776	-828
Chi phí quản lí DN	-593	-563	-535	-508
LN từ HĐKD	**1.065**	**950**	**1.237**	**1.231**
Doanh thu tài chính	655	341	199	219
Chi phí tài chính	-647	-332	-514	-535
- Trong đó, chi phí lãi vay	-265	-307	-514	-535
Lợi nhuận từ công ty LDLK	76	339	626	643
Lợi nhuận/(chi phí) khác	39	30	30	30
LNTT	**1.188**	**1.328**	**1.578**	**1.588**
Thuế TNDN	-242	-198	-190	-189
LNST trước CĐTS	**946**	**1.130**	**1.387**	**1.399**
Lợi ích CĐ thiểu số	-245	-433	-491	-418
LNST sau CĐTS, báo cáo	**701**	**697**	**896**	**981**
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	**701**	**697**	**896**	**981**
EBITDA	1.091	991	1.281	1.277
EPS báo cáo, VND	1.717	1.379	1.773	1.942
DPS báo cáo, VND	500	500	500	500
DPS/EPS (%)	29%	36%	28%	26%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng (TT) YoY				
TT Doanh thu	-21,6%	-5,2%	22,7%	6,3%
TT LN HĐKD	-36,0%	-10,8%	30,2%	-0,5%
TT LNTT	-34,9%	11,7%	18,8%	0,7%
TT EPS báo cáo	33,6%	-19,7%	28,6%	9,5%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	41,8%	38,6%	38,8%	36,8%
Biên LN từ HĐKD %	18,9%	17,8%	18,9%	17,6%
Biên EBITDA %	19,3%	18,5%	19,5%	18,3%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	12,4%	13,0%	13,7%	14,1%
ROE	6,3%	5,4%	6,7%	6,9%
ROA	3,3%	4,1%	4,6%	4,4%
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày tồn kho	1.480	1.248	1.264	1.166
Số ngày phải thu	152	142	176	228
Số ngày phải trả	83	51	45	48
Số ngày chuyển đổi tiền	1.549	1.339	1.395	1.346
Thanh khoản				
Hệ số thanh toán hiện hành	3,0x	2,8x	3,1x	3,3x
Hệ số thanh toán nhanh	1,6x	1,0x	1,3x	1,4x
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,3x	0,7x	0,7x	0,7x
Nợ vay/Tổng TS %	20,8%	20,1%	22,2%	20,9%
Nợ vay/Tổng vốn %	27,1%	27,2%	29,4%	27,0%
Nợ vay ròng/CSH	-17,8%	3,4%	7,7%	7,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,0x	3,1x	2,4x	2,3x

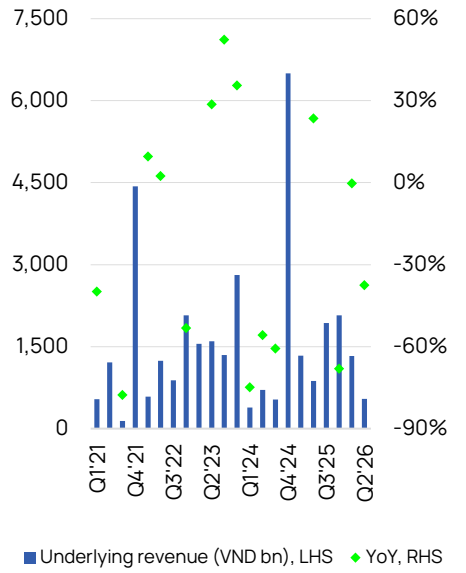
BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	6.814	3.974	4.385	3.935
Đầu tư TC ngắn hạn	1.352	1.352	1.352	1.352
Các khoản phải thu	1.891	2.259	4.078	4.635
Hàng tồn kho	8.678	13.769	14.023	14.130
TS ngắn hạn khác	511	511	511	511
Tổng TS ngắn hạn	**19.246**	**21.865**	**24.350**	**24.564**
TS dài hạn (gộp)	306	327	356	390
- Khấu hao lũy kế	-199	-240	-284	-331
TS dài hạn (ròng)	108	87	72	59
Đầu tư TC dài hạn	5.038	5.038	5.038	5.038
TS dài hạn khác	2.172	2.172	2.172	2.172
Tổng TS dài hạn	**7.319**	**7.298**	**7.282**	**7.270**
Tổng Tài sản	**26.565**	**29.163**	**31.633**	**31.834**
Phải trả ngắn hạn	463	450	550	604
Nợ vay ngắn hạn	1.017	1.017	1.017	1.017
Nợ ngắn hạn khác	4.974	6.359	6.409	5.776
Tổng nợ ngắn hạn	**6.454**	**7.825**	**7.976**	**7.397**
Nợ vay dài hạn	4.505	4.844	6.019	5.642
Nợ dài hạn khác	782	782	782	782
Tổng nợ	**11.740**	**13.451**	**14.776**	**13.821**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	4.851	4.851	4.851	4.851
Thặng dư vốn CP	4.142	4.142	4.142	4.142
Lợi nhuận giữ lại	3.656	4.110	4.764	5.503
Vốn khác	13	13	13	13
Lợi ích CĐTS	2.162	2.595	3.086	3.504
Vốn chủ sở hữu	**14.824**	**15.712**	**16.856**	**18.013**
Tổng cộng nguồn vốn	**26.565**	**29.163**	**31.633**	**31.834**
SL CP lưu hành cuối năm (tr)	485	485	485	485

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	**5.443**	**6.814**	**3.974**	**4.385**
LNST	701	697	896	981
Khấu hao	52	41	44	46
Δ Vốn lưu động	9.222	-4.088	-1.923	-1.242
Điều chỉnh khác	-10.848	433	491	418
Tiền từ HĐ kinh doanh	**-873**	**-2.917**	**-492**	**203**
Vốn XDCB ròng	-10	-21	-29	-34
Đầu tư ròng	980	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	**970**	**-21**	**-29**	**-34**
Cổ tức đã trả	-189	-243	-243	-243
Δ Vốn cổ phần	2.503	0	0	0
Δ Nợ vay ngắn hạn	-1.942	0	0	0
Δ Nợ vay dài hạn	502	339	1.175	-377
Tiền từ HĐ tài chính khác	399	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	**1.273**	**97**	**932**	**-619**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**1.371**	**-2.841**	**412**	**-450**
Tiền cuối năm	**6.814**	**3.974**	**4.385**	**3.935**

Nguồn: NLG, Dự báo của Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi phản ánh giả định dự án Elyse Island (Paragon) là dự án hợp nhất sau khi NLG tăng tỷ lệ sở hữu từ 59% lên 72% vào tháng 7/2026.

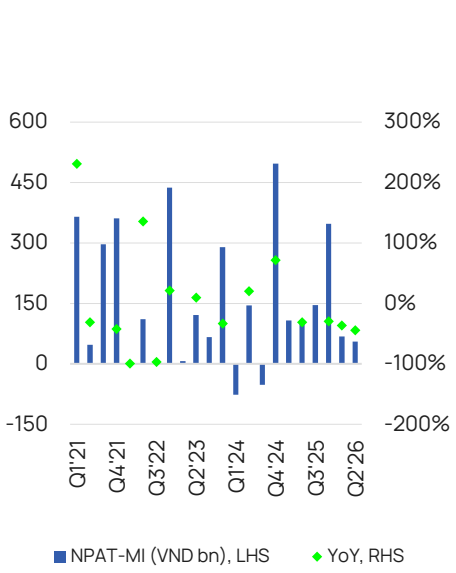
Phụ lục

Hình 11: Doanh thu cốt lõi*



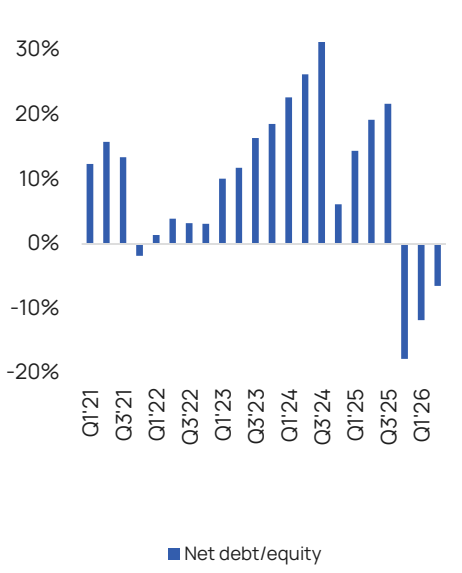
Nguồn: NLG, Vietcap. Lưu ý: Bao gồm doanh thu đã ghi nhận (hợp nhất) và doanh thu từ các dự án liên doanh (chưa hợp nhất).

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS



Nguồn: NLG, Vietcap

Hình 13: Nợ vay ròng/CSH



Nguồn: NLG, Vietcap. Lưu ý: Số dư tiền mặt lớn trong quý 4/2025 chủ yếu đến từ dòng tiền thu được từ đợt phát hành quyền trong tháng 12 và việc hoàn tất giao dịch bán cổ phần tại Izumi City.

Hình 14: Doanh số bán bất động sản của NLG

Tỷ đồng	Quý 1/2024	Quý 2/2024	Quý 3/2024	Quý 4/2024	Quý 1/2025	Quý 2/2025	Quý 3/2025	Quý 4/2025	Quý 1/2026	Quý 2/2026	Cả năm 2025	6T 2025	6T 2026
Akari City	540	570	510	240	30	160	55	80	-	50	**325**	190	**50**
Southgate	280	670	160	350	220	1.980	930	1.680	360	350	**4.810**	2.190	**720**
Mizuki Park	250	220	50	130	20	120	80	890	620	400	**1.110**	140	**1.030**
Cần Thơ	100	50	130	830	230	370	440	615	100	450	**1.655**	600	**540**
Izumi City	-	-	-	130	50	160	65	1.790	610	310	**2.060**	210	**910**
An Zen Residences	-	-	-	-	-	-	100	760	20	20	**860**		**40**
Elyse Island	-	-	-	-	-	-	-	1.040	360	180	**1.040**		**540**
Sol Garden	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.250	-		**1.250**
Tổng	**1.170**	**1.510**	**850**	**1.680**	**550**	**2.790**	**1.670**	**6.850**	**2.070**	**3.010**	**11.850 (2,3x YoY)**	3.330	**5.080 (+52% YoY)**

Nguồn: NLG, Vietcap tổng hợp (doanh số bán hàng được làm tròn đến hàng chục gần nhất).

Hình 15: Giai đoạn phát triển của các dự án trọng điểm

SOUTHGATE (WATERPOINT GIAI ĐOẠN 1)

165 ha; Tỉnh Tây Ninh (Long An)

NLG liên doanh với các đối tác Nhật Bản (tỷ lệ sở hữu 50% - 50%).

~2.700 căn thấp tầng, 1.360 căn hộ Ehome, 3.400 căn hộ.

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

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

Giai đoạn 2 (~3.400 căn hộ)

- Mở bán trong quý 4/2025.
- Bàn giao* từ năm 2027.

WATERPOINT GIAI ĐOẠN 2

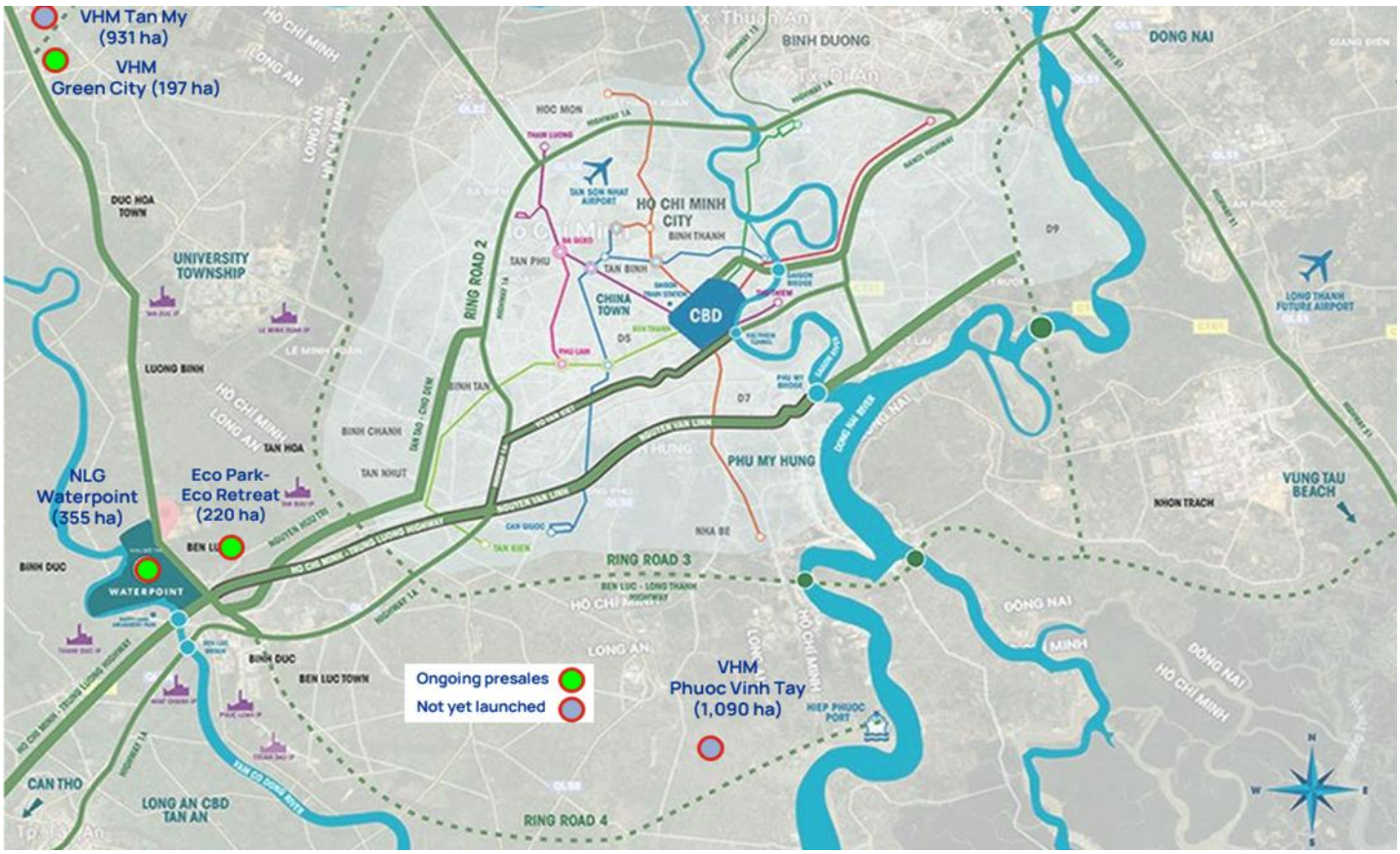
190 ha; Tỉnh Tây Ninh (Long An)

NLG sở hữu 100%.

~970 căn thấp tầng, 5.300 căn hộ.

- Chúng tôi dự báo hoạt động bán hàng diễn ra trong giai đoạn 2029–2043.
- Bàn giao* từ năm 2030.

Hoạt động BĐS gia tăng tại Long An sẽ hỗ trợ triển vọng cho dự án Waterpoint của NLG



Nguồn: Truyền thông, Vietcap tổng hợp

Tiếp tục ở trang sau

IZUMI CITY

170 ha; Tỉnh Đồng Nai (Biên Hòa)

NLG liên doanh với các đối tác Nhật Bản (tỷ lệ sở hữu 50% - 50%).

~2.900 căn thấp tầng & phân khu cao tầng.

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

- Đợt mở bán chính thức đầu tiên với ~270 căn diễn ra vào tháng 11/2021.
- Chúng tôi dự báo hoạt động bán hàng của giai đoạn 1 diễn ra trong giai đoạn 2021–2031.

Giai đoạn 2 (phân khu cao tầng)

- Chúng tôi dự báo hoạt động bán hàng bắt đầu từ năm 2032.
- Bàn giao* từ năm 2034.

ELYSE ISLAND (PARAGON)

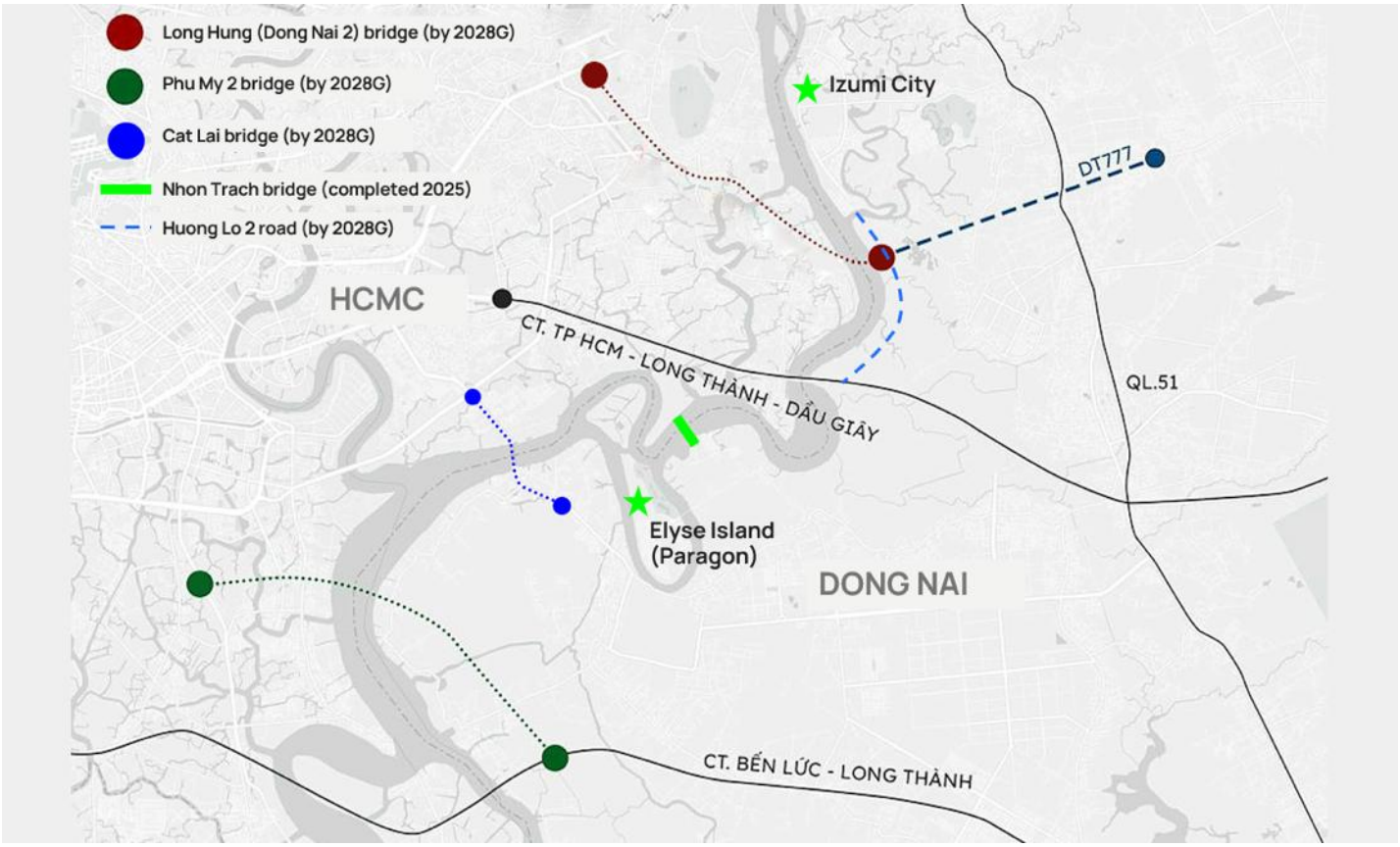
45 ha; Tỉnh Đồng Nai (Nhơn Trạch)

NLG liên doanh với các đối tác Nhật Bản/trong nước (tỷ lệ sở hữu 72% - 28%).

~580 căn thấp tầng.

- Mở bán trong quý 4/2025.
- Bàn giao* từ năm 2027.

Các kế hoạch hạ tầng tại Đồng Nai sẽ hỗ trợ triển vọng cho các dự án Izumi City và Elyse Island của NLG



SOL GARDEN (VSIP HẢI PHÒNG)

21 ha; Hải Phòng

NLG liên doanh với đối tác Nhật Bản và VSIP Group (trong đó lợi ích kinh tế của NLG đạt hơn 45%, theo NLG).

~740 căn thấp tầng & ~3.050 căn EHome.

Giai đoạn 1 (369 căn biệt thự/nhà phố/shophouse)

- Đợt mở bán chính thức đầu tiên vào tháng 4/2026.
- Bàn giao* từ quý 4/2026.

MIZUKI PARK

26,4 ha; HCMC (Bình Chánh)

NLG liên doanh với các đối tác Nhật Bản (tỷ lệ sở hữu 50% - 50%).

~4.100 căn hộ và 83 căn thấp tầng (ba giai đoạn).

Giai đoạn 1 (~1.500 căn hộ): Đã hoàn thành.

Giai đoạn 2 (~1.400 căn hộ & phân khu thấp tầng)

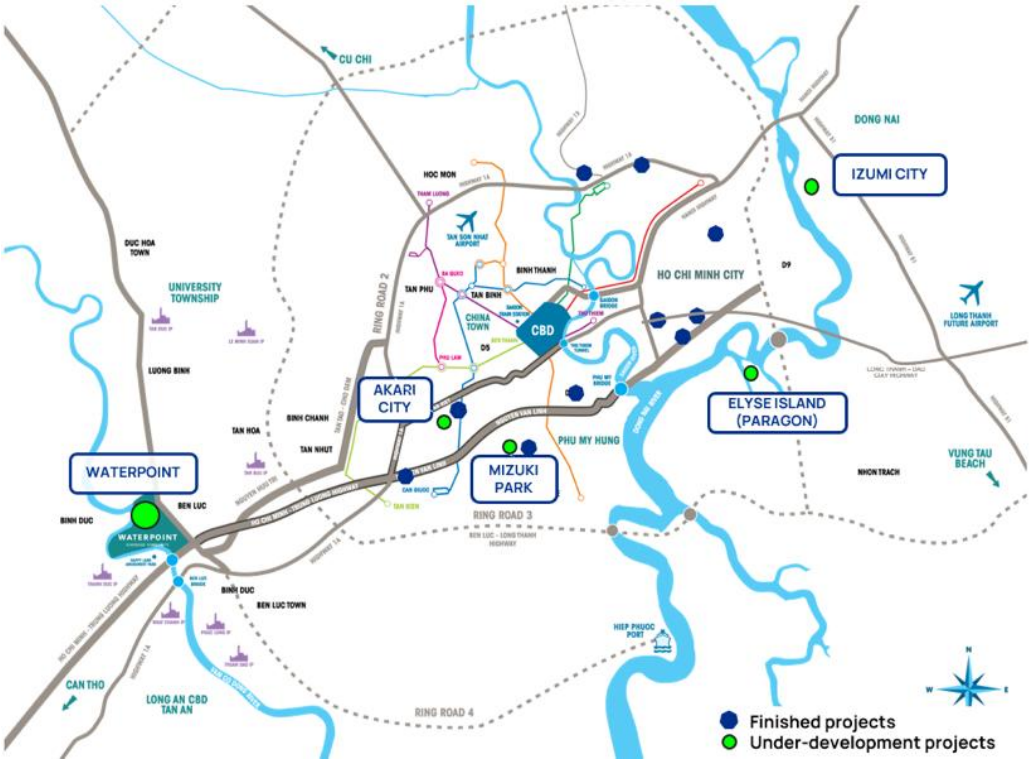
- Mở bán vào tháng 4/2021.
- Bàn giao* từ năm 2022 đến năm 2026.

Giai đoạn 3 (~1.200 căn hộ & phân khu thấp tầng)

- Mở bán trong năm 2025.
- Bàn giao* trong giai đoạn 2026-2030.

Nguồn: Vietcap tổng hợp (hình ảnh mang tính minh họa). Lưu ý: (*) Dự báo của Vietcap.

Hình 16: Vị trí các dự án của NLG tại HCMC, Tây Ninh (Long An), Đồng Nai



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Thân Như Đoan Thục, 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, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

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

Hàng tiêu dùng
Bùi Nguyên Cẩm Giang
Trưởng phòng cao cấp, ext 125
- Bùi Xuân Vĩnh, 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 cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản
Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Thân Như Đoan Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

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, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@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.