

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

Định giá hấp dẫn để đón đầu chu kỳ phục hồi mới

- Q4/2024, NLG thực hiện bàn giao Akari City giai đoạn 2, thúc đẩy doanh thu năm 2024 tăng 126% svck và lợi nhuận ròng tăng 6% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận (LN) ròng của NLG sẽ đạt mức tăng trưởng 6%/21% trong giai đoạn 2025-2026 chủ yếu nhờ bàn giao các dự án Southgate (Waterpoint GD1), Nam Long Cần Thơ và Akari City giai đoạn 3.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 42,500 VND/ cổ phiếu.

KQKD 2024: Bàn giao Akari GD2 giúp kết quả Q4/2024 bứt tốc

Q4/2024, doanh thu của NLG tăng mạnh 289% svck, đạt mức 6,369 tỷ VNĐ nhờ bàn giao hơn 1400 sản phẩm tại dự án Akari City giai đoạn 2 vào tháng 10/2024. Doanh thu tăng mạnh nhưng kéo theo lợi nhuận ròng Q4/2024 của NLG tăng 71% svck, đạt mức 497 tỷ VNĐ. Lũy kế cả năm 2024, doanh thu của NLG đạt mức 7,196 tỷ VNĐ (+126% svck), biên lợi nhuận gộp đạt 42.6%, giảm 6.5 điểm % svck do các sản phẩm được bàn giao trong năm có biên lợi nhuận thấp hơn các sản phẩm thấp tầng được bàn giao trong năm 2023. Ngoài ra, lợi ích của cổ đông thiểu số cũng chiếm tỷ lệ lớn tại các dự án bàn giao trong năm khiến lợi nhuận ròng năm 2024 của NLG chỉ tăng 6% svck, trong khi lợi nhuận sau thuế tăng 73% svck.

Bàn giao sản phẩm ở phân khúc phù hợp giúp đảm bảo lợi nhuận 2025-26

Khi sự hồi phục của thị trường bất động sản khu vực phía Nam còn chậm, chúng tôi cho rằng NLG sẽ lựa chọn việc đẩy mạnh tiến độ bán hàng và bàn giao các sản phẩm thuộc phân khúc trung cấp trong giai đoạn 2025-2026. Trong năm 2025, LN ròng của NLG dự báo tăng 6% svck có thể đến từ việc tiếp tục bàn giao các sản phẩm còn lại thuộc Akari giai đoạn 2, đồng thời từ việc đẩy mạnh bàn giao các sản phẩm sẵn có tại dự án Waterpoint giai đoạn 1 và Nam Long 2 Cần Thơ. Bước sang 2026 khi Akari City giai đoạn 3 kỳ vọng bàn giao (~1500 căn hộ), lợi nhuận ròng của NLG được dự báo tăng 21% svck.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 42,500 VND/cp

Mức giá mục tiêu này tương đương tiềm năng tăng giá 29.2% so với giá đóng cửa ngày 25/2/2025. Cổ phiếu NLG hiện đang giao dịch ở mức P/B trượt 1.3x, thấp hơn trung bình 3 năm (1.58x) và trung bình 5 năm (1.62x), trong khi triển vọng hoạt động kinh doanh vẫn ổn định. NLG giữ vị thế là một trong những doanh nghiệp bất động sản an toàn trong ngành và triển vọng kinh doanh giai đoạn 2025-2026 vẫn tích cực bất chấp khó khăn tiềm ẩn từ thị trường bất động sản nói chung, do đó chúng tôi cho rằng đây là thời điểm phù hợp để tích lũy cổ phiếu cho mục tiêu dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Doanh thu thuần	3,181	7,196	3,933	5,494
Lợi nhuận ròng	484	512	543	657
Tăng trưởng doanh thu thuần	-27%	126%	-45%	40%
Tăng trưởng LN ròng	-13%	6%	6%	21%
Biên LN gộp	49%	43%	44%	46%
Biên EBITDA	41%	29%	34%	32%
ROAE	4%	4%	4%	4%
ROAA	3%	5%	3%	3%
EPS (VND/cổ phiếu)	1,257	1,330	1,411	1,705
BVPS (VND/cổ phiếu)	24,386	25,118	25,937	27,041

Nguồn: NLG, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND 42,500

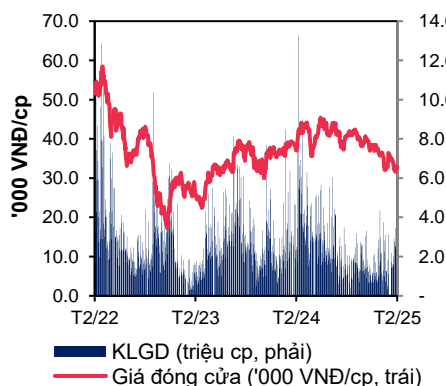
Tiềm năng tăng giá

29.2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	32,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	45,381
Thấp nhất 52 tuần (VND)	31,600
Vốn hóa (VND bn)	12,707
P/E (TTM)	24.7
P/B	1.3
Thị suất cổ tức (%)	1.5%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	41.2%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Xuân Quang	10.0%
Ibeworthy Pte.Ltd	7.6%
PYN Elite Fund	4.5%
Khác	77.9%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

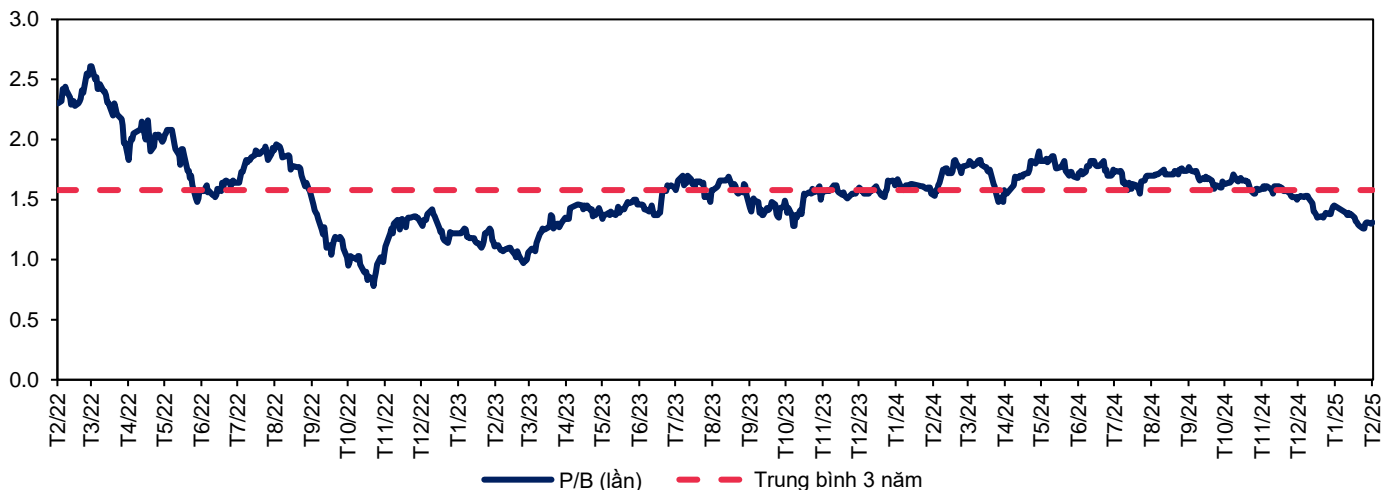
CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- NLG có các dự án tương đối hoàn thiện về mặt pháp lý và đã được thanh toán tiền sử dụng đất, do đó được kỳ vọng sẽ hưởng lợi khi bảng giá đất mới được ban hành do: (1) không bị ảnh hưởng bởi mặt bằng chi phí tiền sử dụng đất tăng cao tại khu vực TP. HCM và các tỉnh lân cận, và (2) giá bán các sản phẩm có thể tăng.
- Doanh nghiệp có các dự án thuộc phân khúc phù hợp trong bối cảnh thị trường bất động sản mới chỉ trong giai đoạn đầu của pha phục hồi, đồng thời vẫn tiếp tục mở bán các dự án thuộc phân khúc cao cấp. Chúng tôi cho rằng các dự án với sản phẩm chính là nhà liền kề hay căn hộ sẽ là bệ đỡ lợi nhuận cho NLG trong giai đoạn 2025-2026, đồng thời các dự án thuộc phân khúc cao cấp với sản phẩm chính là biệt thự sẽ là động lực tăng trưởng trong trung hạn.
- Lợi nhuận ròng giai đoạn 2025-2026 được dự báo tăng lần lượt 6% và 21% svck nhờ: (1) bàn giao các sản phẩm thuộc Nam Long Cần Thơ và tiếp tục bàn giao tại dự án Waterpoint giai đoạn 1 trong năm 2025, (2) kỳ vọng bàn giao Akari City giai đoạn 3 trong năm 2026, và (3) triển khai các dự án Izumi City và Paragon Đại Phước (sau khi được phê duyệt quy hoạch điều chỉnh).
- Cổ phiếu NLG hiện đang giao dịch ở mức P/B trượt 1.3x và thị giá đã điều chỉnh về vùng thấp nhất trong vòng 1 năm qua. Với vị thế là một trong những doanh nghiệp bất động sản hàng đầu và triển vọng kinh doanh giai đoạn 2025-2026 vẫn có điểm tích cực bất chấp nhiều khó khăn từ thị trường bất động sản nói chung, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm phù hợp để tích lũy cổ phiếu cho mục tiêu dài hạn.

Hình 1: P/B của NLG trong 3 năm gần đây



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Định giá

Giá mục tiêu cho năm 2025 của NLG là 42,500 VNĐ/cp, tương đương tiềm năng tăng giá 29.2% so với giá đóng cửa ngày 26/2/2025 và được chúng tôi xác định dựa trên phương pháp định giá giá trị tài sản ròng – RNAV.

Hình 2: Tóm tắt định giá

Dự án	PP định giá	NPV dự phóng (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu	NPV thực tế (tỷ VNĐ)
Waterpoint GD 1	DCF	5,461	50%	2,730
Akari	DCF	1,159	50%	579
Central Lake Cần Thơ	DCF	1,971	100%	1,971
Izumi	DCF	7,726	65%	5,029
Mizuki	DCF	3,103	50%	1,552
Paragon Đại Phước	DCF	3,179	50%	1,589
VSIP Hải Phòng	DCF	1,294	100%	1,294
Waterpoint GD 2	P/B	2,595	100%	2,595
Khác	P/B	741	100%	741
Tổng giá trị				18,081
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn				5,525
(-) Nợ vay				7,270
Giá trị tài sản ròng - RNAV				16,336
Số lượng CP hiện hành (triệu cp)				385
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				42,500
Giá hiện tại (VNĐ/cp, 26/2/2025)				32,900
Tiềm năng tăng giá				29.2%

Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.54
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%
Chi phí VCSH	16.9%

WACC

Chi phí nợ	10.5%
Mức thuế	20.0%
WACC	13.8%

Rủi ro giảm giá:

- Tiến độ pháp lý cho các dự án cần phê duyệt quy hoạch điều chỉnh chậm hơn dự kiến.
- Tỷ lệ hấp thụ các dự án phân khúc cao cấp thấp hơn dự kiến do bối cảnh chung của thị trường.
- Tiến độ bàn giao tại các dự án chủ lực GD 2025-2026 như Nam Long Cần Thơ, Akari City giai đoạn 3 và Waterpoint GD1 chậm hơn dự kiến.

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa tỷ VNĐ	P/E (x) TTM	P/B (x) Hiện tại	ROA%		ROE (%)	
					2025F	2026F	2025F	2026F
CTCP Vinhomes	VHM	167,582	5.7	0.8	7.3	5.6	16.6	14.8
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH	33,620	42.1	1.9	3.8	5.4	6.3	6.5
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR	16,764	31.8	1.5	2.7	2.7	5.4	5.4
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	10,955	45.5	1.1	1.0	1.6	2.3	3.3
Trung bình			31.3	1.3	3.7	3.8	7.7	7.5
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	12,707	25.9	1.3	2.8	3.5	3.6	4.2

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD năm 2024: Bàn giao Akari 2 giúp kết quả quý 4 bứt tốc

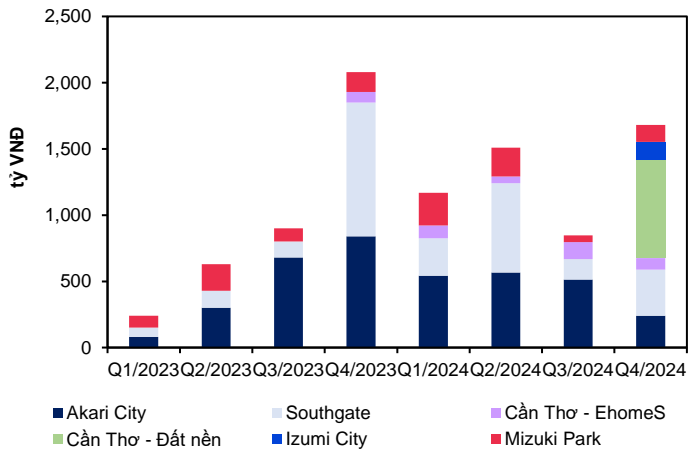
Tóm tắt KQKD Q4/2024 và cả năm 2024 của Nam Long

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q4/24 và 2024 (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q4/2024	% svck	% sv quý trước	2024	% svck	Đánh giá
Doanh số ký bán (tỷ VNĐ)	1,680	-19%	99%	5,204	35%	Doanh số ký bán tăng mạnh so với quý trước chủ yếu nhờ (1) bắt đầu mở bán sản phẩm đất nền tại dự án Cần Thơ và mở bán Izumi City, (2) cải thiện doanh số ký bán tại dự án Southgate (Waterpoint giai đoạn 1).
Doanh thu	6,369	289%	1619%	7,196	126%	Doanh thu bứt tốc trong quý 4, chủ yếu nhờ bàn giao Akari City giai đoạn 2 từ tháng 10/2024. Trong quý 4, NLG cũng bàn giao nhà ở xã hội tại dự án Nam Long 2 Cần Thơ.
Lợi nhuận gộp	2,724	294%	2024%	3,068	96%	
Biên lợi nhuận gộp	42.8%	0.5 đpt	8.2 đpt	42.6%	-6.5 đpt	Bàn giao tích cực dự án Akari City giai đoạn 2 giúp hỗ trợ cả doanh thu và biên lợi nhuận gộp trong quý 4 so với cùng kỳ và quý trước (Q3/24: giá trị bàn giao phần lớn chỉ đến từ Ehomes Southgate với biên LNG thấp).
Chi phí quản lý và bán hàng	898	153%	447%	1,390	42%	
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	14.1%	-0.6 đpt	-30.2 đpt	19.3%	-11.5 đpt	Chi phí bán hàng tăng phù hợp với tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần; tuy nhiên chi phí quản lý doanh nghiệp tăng do trích lập dự phòng.
Thu nhập tài chính	40	-69%	85%	337	42%	Q4/2024, NLG không ghi nhận doanh thu từ thoái vốn các khoản đầu tư như cùng kỳ năm ngoái kéo theo thu nhập tài chính giảm mạnh.
Chi phí tài chính	153	76%	155%	331	12%	Chi phí tài chính tăng mạnh svck và so với quý trước do chi phí phát hành trái phiếu và chi phí khác, trong khi chi phí lãi vay giảm. Xét chung cả năm 2024, chi phí lãi vay giảm 23.5% svck, trong khi chi phí phát hành trái phiếu và chi phí tài chính khác tăng 532% svck lên mức 118.9 tỷ VNĐ, tương đương 35.9% tổng chi phí tài chính.
Thu nhập khác	18	-4%	-3%	56	111%	
Lợi nhuận từ LDLK	16	-93%	-5%	100	-76%	
Lợi nhuận trước thuế	1,747	186%	n/a	1,839	90%	
Lợi nhuận sau thuế	1,327	175%	n/a	1,382	73%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	497	71%	n/a	512	6%	Đẩy mạnh bàn giao dự án Akari – dự án mà tỷ lệ sở hữu của NLG là 50%, dẫn đến lợi nhuận của cổ đông không kiểm soát chiếm tỷ lệ lớn.

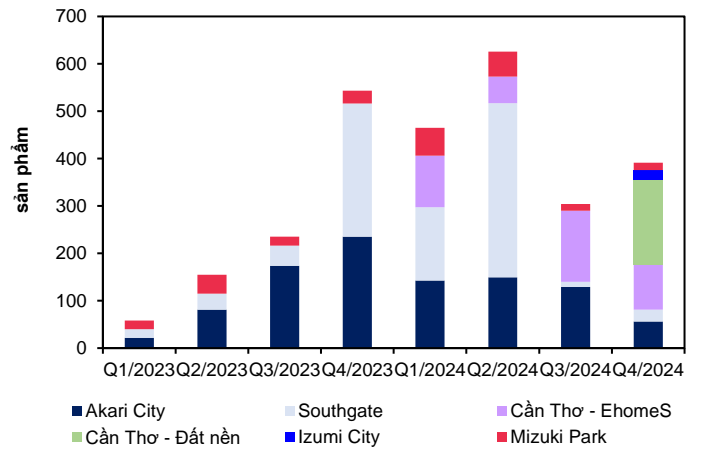
Nguồn: NLG, MBS Research

Hình 5: Giá trị doanh số ký bán của NLG (tỷ VNĐ)



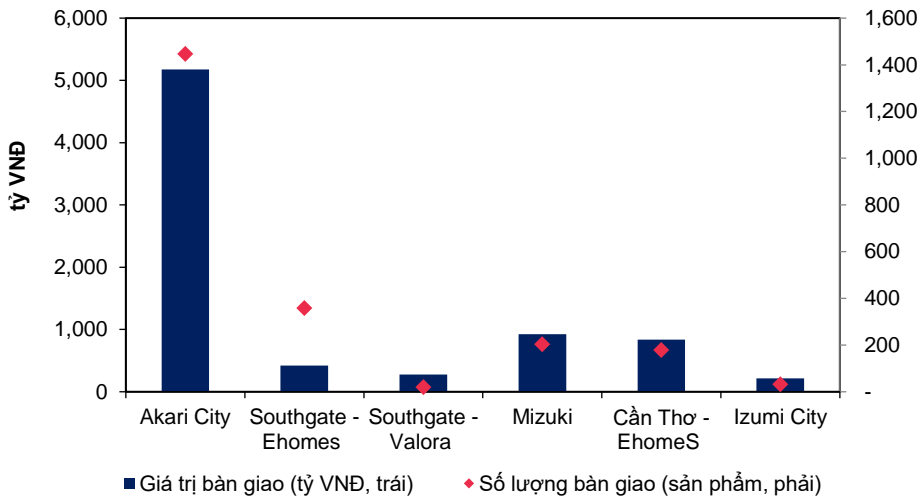
Nguồn: NLG, MBS Research

Hình 6: Số lượng sản phẩm bán trong quý của NLG (sản phẩm)



Nguồn: NLG, MBS Research

Hình 7: Số lượng và giá trị sản phẩm bàn giao của NLG trong năm 2024 (tỷ VNĐ)



Nguồn: NLG, MBS Research

Triển vọng giai đoạn 2025-2026 đến từ các dự án với phân khúc phù hợp thị trường

Thay đổi pháp lý không phải trở ngại lớn với NLG...

Trong năm 2024, cả 3 văn bản pháp lý quan trọng ảnh hưởng đến thị trường bất động sản bao gồm Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh bất động sản đều bắt đầu có hiệu lực. Theo Luật Đất đai mới (hiệu lực từ ngày 01/8/2024), khung giá đất cũ đã bị loại bỏ; bảng giá đất mới đã được ban hành tại một số tỉnh/ thành phố trong đó có TP. Hồ Chí Minh. Cùng với việc bảng giá đất mới được ban hành, các dự án bất động sản có thể gặp bất lợi khi chi phí đầu tư và phát triển dự án được dự báo sẽ tăng cao, theo đó khiến việc tiếp cận các dự án, quỹ đất mới trở nên khó khăn hơn.

Tuy nhiên đối với NLG, xu hướng tăng nói chung của tiền sử dụng đất cho các dự án bất động sản (BDS) trên thị trường không có tác động quá lớn. Các dự án hiện tại của doanh nghiệp đã được hoàn tất thanh toán tiền sử dụng đất và đảm bảo các văn bản pháp lý chính được phê duyệt, trong khi doanh nghiệp chưa có kế hoạch rõ ràng về việc thu mua quỹ đất mới. Việc này có thể trở thành lợi thế cho NLG khi doanh nghiệp kiểm soát được mức chi phí tiền sử dụng đất hợp lý bất chấp bối cảnh thị trường.

Hình 8: Tiến độ pháp lý các dự án hiện tại của NLG

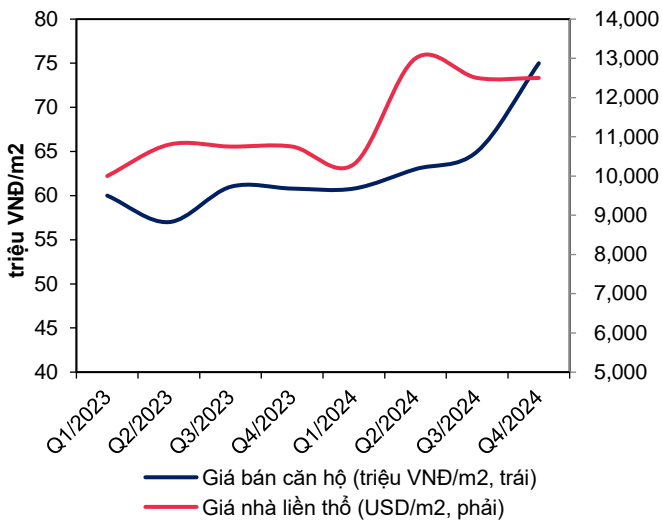
STT	Dự án	Vị trí	Giấy phép đầu tư	Quy hoạch 1/500	Bản giao đất	Thanh toán tiền sử dụng đất	Lưu ý
1	Akari City	TP. HCM	x	x	x	x	
2	Waterpoint giai đoạn 1	Long An	x	x	x	x	
3	Nam Long II Central Lake	Cần Thơ	x	x	x	x	
4	Izumi City	Đồng Nai	x	x (*)	x	x	(*) Mới hoàn thiện pháp lý cho phân khu 1A1
5	Mizuki Park	TP. HCM	x	x	x	x	
6	Paragon Đại Phước	Đồng Nai	x	x	x	x	Chưa được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500
7	Waterpoint giai đoạn 2	Long An	x	x	x	x	Chưa được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500
8	VSIP Hải Phòng	Hải Phòng	x	x	x	x	Chưa được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500

Nguồn: MBS Research

... nhưng khó khăn vẫn còn đó, khi thị trường bất động sản khu vực phía Nam mới ở giai đoạn đầu của pha phục hồi

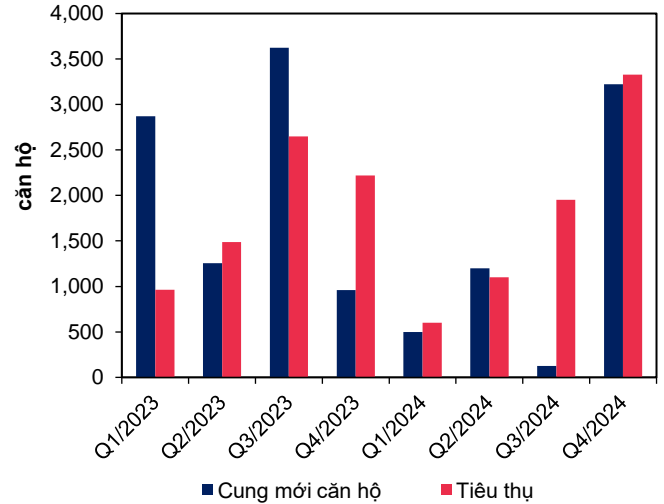
Trong năm 2024, thị trường bất động sản (BDS) khu vực phía Nam nói chung và tại TP. Hồ Chí Minh nói riêng vẫn chưa cho thấy dấu hiệu tích cực rõ ràng khi nguồn cung khan hiếm khiến giá BDS neo ở mức cao và có thể ảnh hưởng đến khả năng hấp thụ. Tuy nhiên, điểm sáng khiến chúng tôi tin rằng pha phục hồi cho thị trường này đã bắt đầu diễn ra là: (1) nguồn cung tại TP. Hồ Chí Minh đã tăng trưởng trở lại trong Q4/2024, (2) tỷ lệ hấp thụ tích cực hơn ngay cả khi mức giá tăng cao, cho thấy nhu cầu vẫn hiện hữu.

Hình 9: Giá bán căn hộ và nhà liền thổ tại TP. HCM tăng mạnh



Nguồn: CBRE, MBS Research

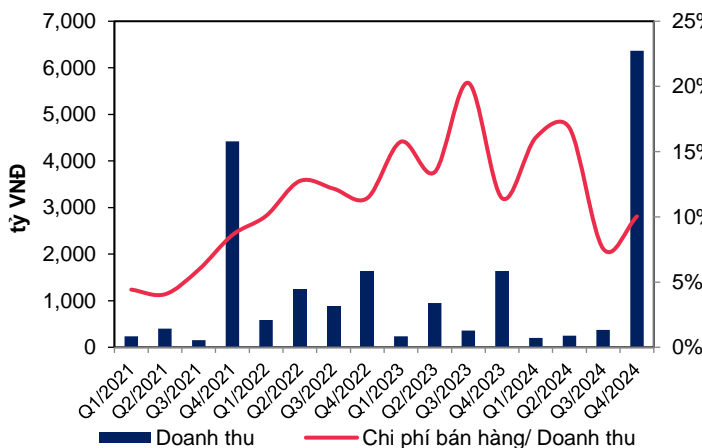
Hình 10: Nguồn cung tại HCM tăng trở lại từ Q4/2024 nhưng tỷ lệ hấp thụ vẫn ở mức tốt



Nguồn: CBRE, MBS Research

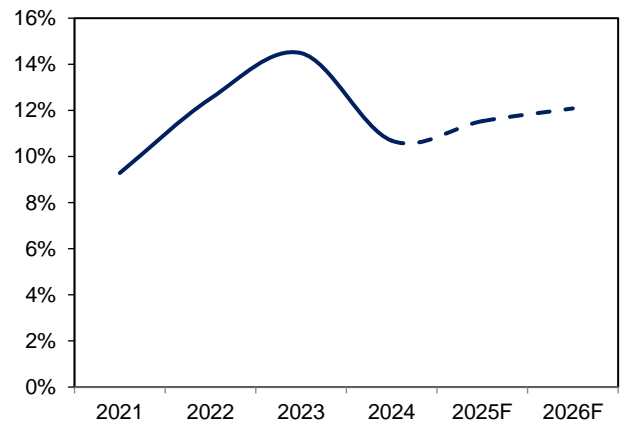
Chúng tôi cho rằng mặc dù thị trường có thể đã ở giai đoạn đầu của pha phục hồi, vẫn cần nhiều thời gian hơn để phản ánh việc này vào tỷ lệ hấp thụ các dự án ở phân khúc cao cấp. Một số dự án quan trọng của NLG như Waterpoint giai đoạn 1 có các sản phẩm thuộc phân khúc hạng sang/ có giá trị cao, do đó chúng tôi cho rằng việc bàn giao các sản phẩm này sẽ phụ thuộc rất nhiều vào sự hồi phục của thị trường bất động sản, đặc biệt là tại các tỉnh. Theo ước tính tổng giá trị phát triển gộp (gross development value -GDV) của NLG, các dự án tại các tỉnh khu vực xung quanh TP. Hồ Chí Minh chiếm hơn 80% tổng GDV, nổi bật là Waterpoint giai đoạn 1, Waterpoint giai đoạn 2 và Izumi City. Với điều kiện thị trường chưa thực sự khởi sắc, chúng tôi cho rằng NLG vẫn sẽ gặp khó khăn trong việc bàn giao các sản phẩm phân khúc cao cấp này trong giai đoạn 2025-2026. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng cũng có thể sẽ tăng và ảnh hưởng tiêu cực tới biên lợi nhuận của NLG nếu doanh nghiệp tăng cường triển khai các chương trình thúc đẩy bán cho các dự án hiện tại.

Hình 11: Chi phí bán hàng/ Tổng doanh thu của NLG



Nguồn: NLG, MBS Research dự phóng

Hình 12: Dự phóng Chi phí bán hàng/ Doanh thu mảng BĐS



Nguồn: NLG, MBS Research dự phóng

Bàn giao các dự án với phân khúc hợp lý sẽ là động lực chính của NLG trong giai đoạn 2025-2026

Khi sự hồi phục của thị trường bất động sản khu vực phía Nam vẫn chưa rõ ràng, chúng tôi cho rằng NLG sẽ lựa chọn việc đẩy mạnh tiến độ bán hàng và bàn giao các sản phẩm thuộc phân khúc hợp lý hơn trong giai đoạn 2025-2026 như Akari City giai đoạn 3. Do gặp vướng mắc với các thủ tục hành chính (chưa giải quyết xong nghĩa vụ nhà ở xã hội), Akari GD3 có thể sẽ được triển khai kể từ cuối năm 2025 – đầu năm 2026. Chúng tôi ước tính doanh số ký bán đến từ Akari City GD3 chiếm 34% tổng doanh số ký bán của NLG trong giai đoạn 2025-2026.

Trong năm 2025 khi Akari City giai đoạn 3 chưa được bàn giao, lợi nhuận của NLG có thể đến từ tiếp tục bàn giao các sản phẩm còn lại thuộc Akari giai đoạn 2, đồng thời từ việc đẩy mạnh bàn giao các sản phẩm sẵn có tại dự án Waterpoint giai đoạn 1 và Nam Long 2 Cần Thơ. Cần lưu ý rằng trong Q4/2024, Nam Long 2 Cần Thơ đã ghi nhận doanh số bán hàng tốt nhất trong số các dự án của NLG, với doanh số 748 tỷ VNĐ cho 178 sản phẩm đất nền, có thể phần nào phản ánh triển vọng dự án. Cũng trong năm 2025, doanh số bán hàng của NLG được kỳ vọng hỗ trợ bởi dự án mới như Izumi City, sau khi dự án này hoàn thành các thủ tục pháp lý (phê duyệt quy hoạch tổng thể điều chỉnh). Izumi City và Paragon Đại Phước là hai dự án được kỳ vọng sẽ hỗ trợ triển vọng dài hạn của doanh nghiệp, khi sự hồi phục trong nhu cầu tiêu thụ trở nên rõ ràng hơn và các phân khúc sản phẩm có giá trị cao hơn nhận được sự chú ý nhiều hơn.

Hình 13: Thông tin tiến độ dự án



Tên dự án: Akari City

- Tỷ lệ sở hữu: 50%
- Vị trí: Đường Võ Văn Kiệt, Quận Bình Tân, TP. HCM
- Quy mô: 8.8ha, khoảng 5100 căn hộ chia làm 3 giai đoạn
- Dòng sản phẩm chính: Căn hộ trung cấp

Tiến độ:

- Giai đoạn 1 (~1800 căn): Tỷ lệ hấp thụ đạt 100%, bàn giao trong giai đoạn 2021-2023.
- Giai đoạn 2 (~1700 căn): Đã hoàn thành bàn giao 1448 sản phẩm trong năm 2024, tương đương 86% tổng số căn.
- Giai đoạn 3 (~1500 căn): Dự kiến sẽ được triển khai và mở bán trong giai đoạn cuối năm 2025 – đầu năm 2026.



Tên dự án: Waterpoint giai đoạn 1 (Southgate)

- Tỷ lệ sở hữu: 50%
- Vị trí: Huyện Bến Lức, tỉnh Long An
- Quy mô: 170 ha
- Dòng sản phẩm chính: Biệt thự và nhà phố liền kề

Tiến độ:

- Rivera 1,2 & Aquaria 2b: Đã hoàn thành bàn giao các sản phẩm biệt thự và nhà liền kề
- The Aqua: Mở bán từ T6/2022, đã bán hàng trên 80% dự án.
- Park Village (~96 căn): Đang tiếp tục mở bán
- The Pearl: Dự kiến mở bán trong nửa cuối 2025.
- Marina: Chưa có kế hoạch triển khai.



Tên dự án: Nam Long II Central Lake

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Quận Cái Răng, TP. Cần Thơ
- Quy mô: 80ha
- Dòng sản phẩm chính: Nhà ở xã hội, nhà liền kề, đất nền

Tiến độ:

- Đã có Quy hoạch 1/500 và đã hoàn tất thanh toán tiền sử dụng đất trong năm 2024.
- Đã thực hiện mở bán phân khúc đất nền trong Q4/2024.



Tên dự án: Izumi City

- Tỷ lệ sở hữu: 65%
- Vị trí: TP. Biên Hòa, Đồng Nai
- Quy mô: 160 ha, bao gồm 5 phân khu.
- Dòng sản phẩm chính: Nhà liền kề & Biệt thự

Tiến độ:

- Phân khu 1A1 (275 sp): Đã bán hàng và bàn giao.
- Phân khu 1A2 (169 sp): Chưa có quy hoạch 1/500.
- Các phân khu khác: Chưa có kế hoạch triển khai cụ thể.

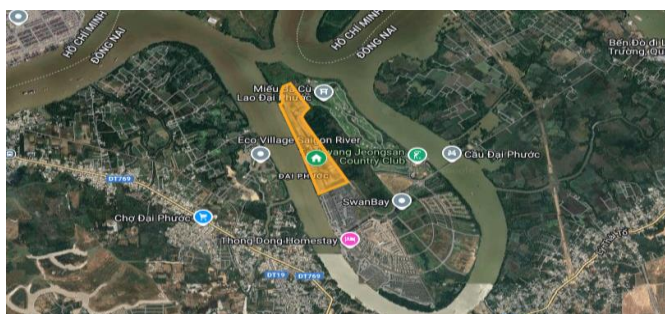


Tên dự án: Mizuki Park

- Tỷ lệ sở hữu: 50% (Lưu ý: NLG liên doanh với đối tác Nhật)
- Vị trí: Huyện Bình Chánh, TP. HCM
- Quy mô: 26.4 ha
- Dòng sản phẩm chính: Căn hộ

Tiến độ:

- Giai đoạn 1: Hoàn tất bàn giao trong 2020.
- Giai đoạn 2: Mở bán từ 2021, đang tiếp tục bàn giao.
- Giai đoạn 3: Dự kiến mở bán trong 2025.



Tên dự án: Paragon Đại Phước

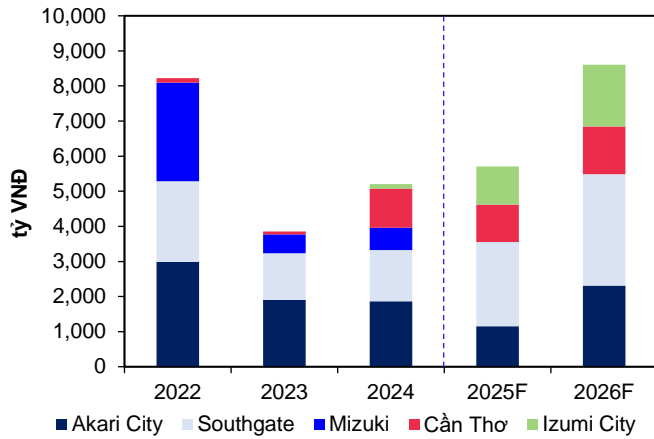
- Tỷ lệ sở hữu: 50%
- Vị trí: Huyện Nhơn Trạch, Đồng Nai
- Quy mô: 45ha, khoảng 1000 sản phẩm
- Dòng sản phẩm chính: Biệt thự, nhà liền kề

Tiến độ: Dự kiến hoàn thành quy hoạch 1/500 điều chỉnh trong nửa cuối năm 2025.

Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

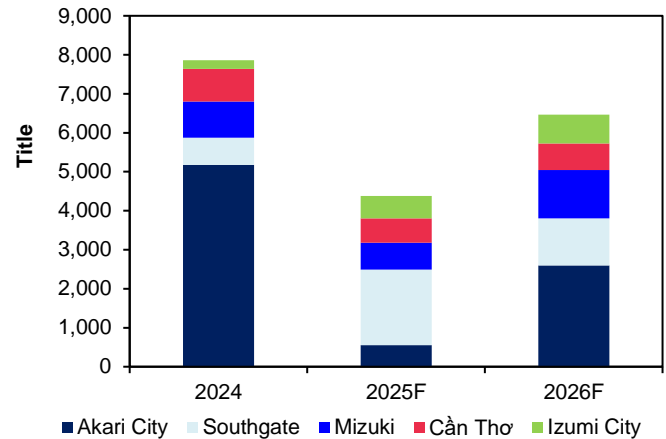
Có thể thấy, các dự án thuộc phân khúc trung cấp của NLG được hấp thụ với tỷ lệ cao hơn và tổng thời gian bàn giao nhanh hơn so với các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp. Chúng tôi cho rằng kể từ năm 2026 khi thị trường bất động sản khu vực phía Nam thực sự hồi phục về nhu cầu, các dự án thuộc phân khúc cao cấp của NLG sẽ được đẩy mạnh bàn giao hơn và hỗ trợ tích cực lợi nhuận của doanh nghiệp.

Hình 14: Dự phóng cơ cấu doanh số ký bán – presale theo dự án



Lưu ý: Dự án Mizuki không hợp nhất
 Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 15: Dự phóng giá trị bàn giao theo dự án



Lưu ý: Dự án Mizuki không hợp nhất
 Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 16: Tổng hợp dự phóng tiến độ các dự án

STT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Sau 2027
1	Akari City GD3	50%								
2	Waterpoint giai đoạn 1	50%								
3	Nam Long II Central Lake	100%								
4	Izumi City	65%								
5	Mizuki Park	50%								
6	Paragon Đại Phước	50%								

Chú thích: Mở bán Bàn giao
 Nguồn: MBS Research dự phóng

Cập nhật kế hoạch chào bán cổ phiếu của NLG

Trong năm 2025, NLG dự kiến phát hành hơn 100 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 26% nhằm huy động vốn. Giá chào bán ở mức 25,000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương thấp hơn 24% so với thị giá hiện tại của NLG. Vốn huy động được từ đợt phát hành này chủ yếu sẽ được đầu tư bổ sung cho các dự án hiện tại của NLG, ngoài ra sẽ được dùng để trả nợ và đầu tư vào công ty con của NLG. Nếu kế hoạch chào bán này được chấp thuận, vốn điều lệ của NLG sẽ tăng từ 3,850 tỷ VNĐ lên 4,850 tỷ VNĐ.

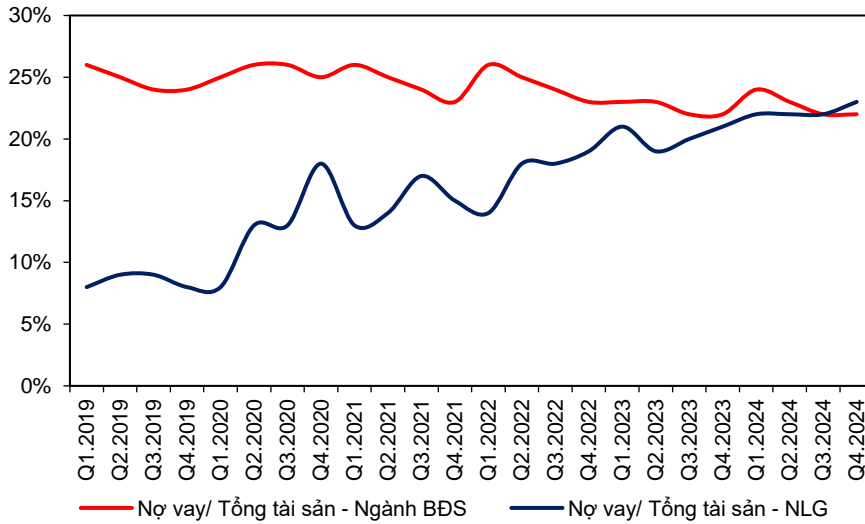
Hình 17: Thông tin kế hoạch chào bán cổ phiếu của NLG năm 2025

STT	Mục đích sử dụng vốn	Thời gian giải ngân dự kiến	Số tiền dự kiến (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sử dụng vốn từ đợt chào bán
1	Đầu tư vào công ty trong tập đoàn	Q4/2025	266	11%
2	Đầu tư vào dự án do NLG sở hữu trực tiếp hoặc do công ty con/liên doanh sở hữu	Q3/2025 - Q4/2025	1,597	64%
3	Thanh toán các khoản vay & nghĩa vụ khác	Q4/2025	640	26%
Tổng			2,503	100%

Nguồn: NLG

Mặc dù tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của NLG vẫn ở mức an toàn, tỷ lệ này đã có xu hướng tăng dần từ năm 2019 đến nay và tiệm cận đến mức trung bình ngành. Thông qua việc phát hành cổ phiếu này, NLG có thể bổ sung vốn đầu tư vào các dự án trọng điểm sắp tới như Izumi City với chi phí tài chính hợp lý hơn, thay vì sử dụng nợ vay. Ngoài ra, phát hành tăng vốn cũng sẽ hỗ trợ thanh toán các khoản nợ vay hiện tại khi dòng tiền chưa thực sự chắc chắn do nhu cầu với các sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp chưa hồi phục rõ ràng.

Hình 18: Tỷ lệ nợ vay/ Tổng tài sản của NLG và ngành Bất động sản



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Dự phóng KQKD giai đoạn 2025-2026

Hình 19: Dự phóng của MBS về KQKD của NLG giai đoạn 2025-2026

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	% svck	2026F	% svck	Đánh giá
Doanh số ký bán (tỷ VNĐ)	5,204	5,701	9.6%	8,604	50.9%	Kỳ vọng presale tích cực hơn tại Izumi và Waterpoint GD1 khi pháp lý hoàn thiện và nhu cầu hồi phục tại các phân khúc cao cấp.
Doanh thu	7,196	3,933	-45%	5,494	40%	Năm 2025, doanh thu vẫn đến từ các dự án Waterpoint giai đoạn 1, Nam Long 2 Cần Thơ và bàn giao nốt các sản phẩm thuộc Akari giai đoạn 2. Dự kiến bàn giao các sản phẩm Akari giai đoạn 3 từ năm 2026 hỗ trợ doanh thu tăng trưởng.
Lợi nhuận gộp	3,068	1,745	-43%	2,541	46%	
Biên lợi nhuận gộp	42.6%	44.4%	1.7 đpt	46.2%	1.9 đpt	GD 2025-2026 biên lợi nhuận gộp cải thiện do 2024 bàn giao các sản phẩm thuộc phân khúc trung cấp với biên lợi nhuận gộp thấp hơn. Các sản phẩm được kỳ vọng bàn giao trong GD 2025-2026 thuộc cả phân khúc trung cấp lẫn cao cấp, được kỳ vọng có biên lợi nhuận gộp cao hơn khi kỳ vọng giá bán tại Akari City giai đoạn 3 tăng tốt so với giai đoạn trước.
Chi phí quản lý và bán hàng	1,390	786	-43%	1,147	46%	
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	19.3%	20.0%	0.7 đpt	20.9%	0.9 đpt	Ước tính tăng chi phí bán hàng trên doanh thu để phản ánh việc NLG có thể đẩy mạnh các chính sách thúc đẩy bán tại các dự án phân khúc cao cấp như Waterpoint giai đoạn 1.
Thu nhập tài chính	337	239	-29%	296	24%	Thu nhập tài chính 2025 giảm do dự kiến không ghi nhận thoái vốn các khoản đầu tư như 2024.
Chi phí tài chính	331	330	0%	348	6%	
Thu nhập khác	56	30	-47%	43	46%	
Lợi nhuận từ LDLK	100	124	25%	54	-57%	Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết chủ yếu được dự phóng theo kết quả kinh doanh của dự án Mizuki.
Lợi nhuận trước thuế	1,839	1,021	-44%	1,438	41%	
Lợi nhuận sau thuế	1,382	817	-41%	1,151	41%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	512	543	6%	657	21%	Lợi nhuận cho cổ đông không kiểm soát tiếp tục ở mức cao do ghi nhận bàn giao các dự án mà NLG nắm tỷ lệ sở hữu thấp.

Nguồn: MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024	2025F	2026F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,181	7,196	3,933	5,494	LN trước thuế	968	1,839	1,021	1,438
Giá vốn hàng bán	(1,619)	(4,128)	(2,188)	(2,953)	Khấu hao	49	50	53	57
Lợi nhuận gộp	1,562	3,068	1,745	2,541	CP lãi vay	296	331	263	255
Chi phí quản lý DN	(562)	(648)	(361)	(515)	Các khoản điều chỉnh khác	(625)	(402)	(187)	(149)
Chi phí bán hàng	(418)	(742)	(425)	(632)	Thay đổi VLD	(3,031)	(616)	(2,108)	143
LN từ HĐKD	582	1,678	959	1,394	LCTT từ HĐKD	(2,343)	1,203	(958)	1,744
EBITDA thuần	630	1,728	1,012	1,451	Đầu tư TSCĐ	(23)	(35)	(45)	(50)
LN trước thuế & lãi vay	582	1,678	959	1,394	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	8	-	-
Thu nhập lãi	238	337	239	296	Khác	428	1,055	153	(382)
Chi phí tài chính	(296)	(331)	(330)	(348)	LCTT từ đầu tư	405	1,028	108	(433)
Thu nhập ròng khác	27	56	30	43	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	418	100	124	54	Tiền vay ròng nhận được	893	867	308	(9)
LN trước thuế	968	1,839	1,021	1,438	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	168	201
Thuế TNDN	(168)	(457)	(204)	(288)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(187)	(194)	(194)	(193)
Lợi nhuận sau thuế	800	1,382	817	1,151	LCTT từ hoạt động TC	705	672	282	(1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(317)	(869)	(274)	(494)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,773	2,540	5,443	4,875
Lợi nhuận ròng	484	512	543	657	LC tiền thuần trong năm	(1,233)	2,903	(568)	1,311
Chi trả cổ tức	(187)	(194)	(194)	(193)	Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,540	5,443	4,875	6,186
Lợi nhuận giữ lại	297	318	349	464					
Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025F	2026F	Các chỉ số cơ bản	2023	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	2,540	5,443	4,875	6,186	Tăng trưởng doanh thu thuần	-27%	126%	-45%	40%
Đầu tư ngắn hạn	1,050	792	650	908	Tăng trưởng EBITDA	-27%	174%	-41%	43%
Phải thu khách hàng	3,637	2,629	2,444	3,157	Tăng trưởng LN từ HĐKD	70%	288%	57%	145%
Hàng tồn kho	17,353	17,993	18,533	19,182	Tăng trưởng LN trước thuế	-10%	90%	-44%	41%
Tổng tài sản ngắn hạn	25,313	27,549	26,997	30,179	Tăng trưởng LN ròng	-13%	6%	6%	21%
Tài sản cố định	58	72	87	105	Tăng trưởng EPS	-13%	6%	6%	21%
Xây dựng cơ bản dở dang	44	5	5	5	Biên LN gộp	49%	43%	44%	46%
BĐS đầu tư	305	316	307	299	Biên EBITDA	41%	29%	34%	32%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	15%	7%	14%	12%
Đầu tư vào công ty LD, LK	2,220	1,794	1,705	1,619	ROAE	4%	4%	4%	4%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	575	490	499	674	ROAA	3%	5%	3%	3%
Tổng tài sản dài hạn	3,298	2,759	2,671	2,773	ROIC	2%	2%	2%	3%
Tổng tài sản	28,611	30,308	29,668	32,951	Vòng quay tài sản	11%	24%	13%	17%
Vay & nợ ngắn hạn	2,402	2,887	3,766	3,660	Tổng nợ vay/VCSH	45%	48%	49%	46%
Phải trả người bán	1,175	1,027	827	943	Nợ vay ròng/VCSH	26%	10%	16%	7%
Phải trả ngắn hạn khác	6,309	6,233	4,889	7,100	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	12%	5%	8%	3%
Tổng nợ ngắn hạn	9,886	10,148	9,483	11,703	Khả năng thanh toán lãi vay	2.1	7.9	3.6	5.5
Vay & nợ dài hạn	3,705	4,074	3,503	3,600	Số ngày phải thu	417	133	227	210
Các khoản phải trả khác	1,487	1,520	1,721	1,961	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	3,911	1,591	3,091	2,371
Tổng nợ dài hạn	5,192	5,594	5,225	5,561	Số ngày phải trả tiền bán	265	91	138	116
Tổng nợ	7,594	8,481	8,991	9,222	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.6	2.7	2.8	2.6
Vốn điều lệ	3,848	3,851	3,851	3,851	Khả năng thanh toán nhanh	0.8	0.9	0.9	0.9
Thặng dư vốn cổ phần	2,643	2,643	2,643	2,643	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.6	0.6	0.6
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Định giá				
LN giữ lại	2,879	3,166	3,481	3,906	EPS	1,257	1,330	1,411	1,705
Các quỹ thuộc VCSH	13	13	13	13	BVPS	24,386	25,118	25,937	27,041
Vốn chủ sở hữu	9,383	9,672	9,988	10,413	P/E	23.5	22.2	20.9	17.3
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,150	4,894	4,973	5,275	P/B	1.2	1.2	1.1	1.1
Tổng vốn chủ sở hữu	13,533	14,566	14,961	15,687					
Tổng nợ và VCSH	28,611	30,308	29,668	32,951					

Nguồn: NLG, MBS Research dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Nghiêm Phú Cường
Ngô Quốc Hưng
Đình Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Nguyễn Đức Hào

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly