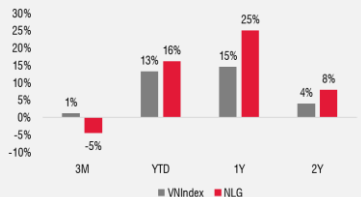


## CTCP Đầu tư Nam Long (NLG: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 14/06/2024  
**NGÀNH:** BẤT ĐỘNG SẢN  
**TPPT:** Trịnh Anh Tuấn  
**Email:** [tuanta2@ssi.com.vn](mailto:tuanta2@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-24 3936 6321 ext. 8713

**Khuyến nghị:** **TRUNG LẬP**  
**Giá mục tiêu 1Y:** 43.000 Đồng  
**Giá CP ngày 14/06/2024:** 42.100 Đồng  
**% Tăng giá:** +2,1%

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 639  
**Giá trị vốn hoá (tỷ VND):** 16.199  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 385  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 3.436.820  
**Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):** 45,4/30  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 145,6  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 49,4  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0

**Biến động giá cổ phiếu**

Nguồn: SSI Research

**Thông tin cơ bản về công ty**

CTCP Vincom Retail (VRE) được thành lập vào năm 2012, là công ty con của CTCP Tập đoàn Vingroup (VIC: HOSE), hoạt động kinh doanh chính tập trung vào phát triển và vận hành trung tâm thương mại, đồng thời duy trì danh mục bất động sản để bán ở Vincom plaza và Vincom Plus trong thành phố và các tỉnh lân cận Hà Nội và TP. HCM nhằm thiết lập “điểm đến mua sắm” tại mỗi tỉnh thành. Đến nay, lĩnh vực hoạt động của VRE đã mở rộng đến 44 tỉnh thành với 83 trung tâm mua sắm.

**Doanh số bán hàng phục hồi đáng kể so với năm trước**

**Doanh số bán hàng đã cải thiện:** Trong Q1/2024, NLG đã ghi nhận 1,17 nghìn tỷ đồng doanh số bán hàng (+391% svck, -46% so với quý trước), tương đương 12,3% kế hoạch doanh số bán hàng năm 2024 của công ty. Công ty đặt kế hoạch đạt hơn 9,55 nghìn tỷ đồng doanh số bán hàng trong năm 2024 (+148% svck). Doanh số bán hàng tại dự án Akari City, Mizuki Park, Southgate và dự án Nam Long 2 – Cần Thơ kỳ vọng sẽ hỗ trợ kế hoạch doanh số bán hàng tham vọng của công ty.

**KQKD Q1/2024:** NLG ghi nhận doanh thu thuần đạt 205 tỷ đồng (-13,0% svck; -87,5% so với quý trước) và lỗ 65 tỷ đồng (ngược với khoản lợi nhuận đạt được trong Q1/2023 và Q4/2023). Nguyên nhân ghi nhận lỗ trong quý 1/2024 là do chi có một số ít căn tại dự án Izumi City, Southgate và Mizuki Park được bàn giao trong Q1/2024, thấp hơn so với Q1/2023 và Q4/2023. Trong quý 1/2024, do doanh thu ghi nhận từ bàn giao nhà thấp, tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu ở mức cao, đạt 70,6% nhưng vẫn thấp hơn quý 1/2023. Trong vài năm gần đây, tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu của NLG đã tăng mạnh từ mức 16,7% năm 2019 lên 30,8% năm 2023 và là tỷ lệ cao nhất trong các doanh nghiệp bất động sản niêm yết.

**Ước tính lợi nhuận:** Vào cuối năm 2023, NLG có hơn 8,28 nghìn tỷ đồng doanh số chưa ghi nhận và có thể được ghi nhận trong năm 2024 và 2025. Theo ĐHCĐ năm 2024, NLG đặt kế hoạch doanh thu và NPATMI năm 2024 lần lượt là 6,66 nghìn tỷ đồng và 506 tỷ đồng. Với doanh số chưa ghi nhận cao cùng với kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận tài chính liên quan đến việc chuyển nhượng 25% cổ phần của dự án Paragon Đại Phước trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ đạt được doanh thu và NPATMI năm 2024 lần lượt là 6,53 nghìn tỷ đồng (+105,3% svck) và 540,4 tỷ đồng (+11,7% svck).

Trong năm 2025, với kỳ vọng mở bán lại dự án Izumi City trong năm 2025, chúng tôi ước tính NLG sẽ đạt doanh thu và NPATMI lần lượt là 7,1 nghìn tỷ đồng (+8,8% svck) và 729 tỷ đồng (+34,9% svck).

**Luận điểm đầu tư:** Kể từ báo cáo cập nhật NLG gần đây nhất của chúng tôi ([link](#)), cổ phiếu NLG đã tăng hơn 14%, do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu NLG từ KHẢ QUAN xuống **TRUNG LẬP**, với giá mục tiêu mới là **43.000 đồng/cổ phiếu** (tăng 2,1% so với giá hiện tại).

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** (1) Tỷ lệ hấp thụ sản phẩm thấp hơn ở các dự án ở các thành phố cấp 2; (2) Quá trình phê duyệt kéo dài có thể ảnh hưởng đến kế hoạch bán hàng, (3) Chậm chuyển nhượng 25% cổ phần tại dự án Paragon Đại Phước (NLG sở hữu 75%).

**Quan điểm ngắn hạn:** Tích cực khi lợi nhuận trong Quý 2/2024 có thể sẽ cao do ghi nhận lợi nhuận từ giao dịch chuyển nhượng 25% tại dự án Paragon Đại Phước khi thủ tục pháp lý của giao dịch đang ở giai đoạn cuối.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5.206	4.339	3.181	6.531	7.108
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	134,8%	-16,6%	-26,7%	105,3%	8,8%
Lợi nhuận gộp	1.778	1.984	1.562	2.635	3.321
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	34,16%	45,73%	49,10%	40,35%	46,73%
Thu nhập tài chính	445	386	238	321	61
Chi phí tài chính	-112	-199	-296	-441	-471
SG&A	-997	-1155	-980	-1519	-1652
Thu nhập ròng khác	435	29	27	24	97
LNTT	1.640	1.070	968	1.083	1.416
LN ròng	1.478	866	800	867	1.133
Tăng trưởng LN ròng	73,8%	-41,4%	-7,5%	8,3%	30,7%
Biên LN ròng	28,4%	19,9%	25,2%	13,3%	15,9%
EPS (VND)	2.871	1.448	1.257	1.306	1.762

Nguồn: NLG, SSI Research

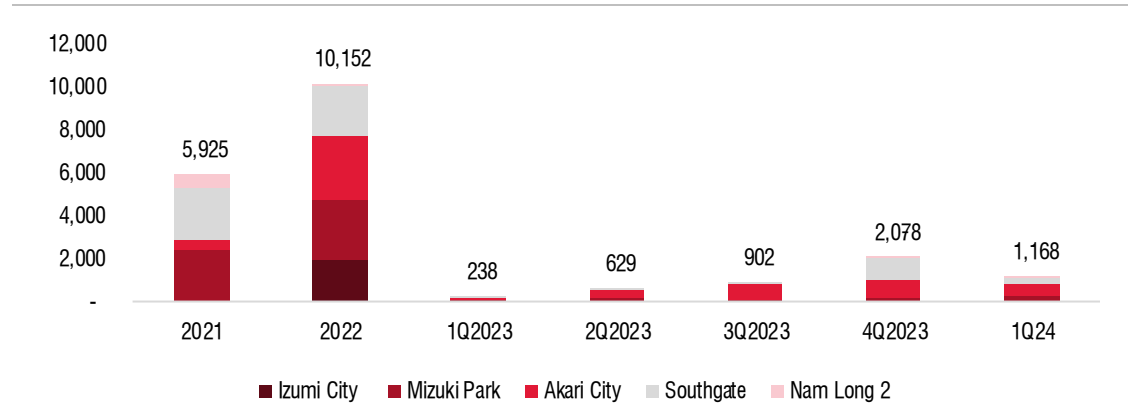
**KQKD Q1/2024 cho thấy doanh thu bất động sản đạt dưới mức trung bình**

Tỷ đồng	1Q24	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							1Q24	1Q23	4Q23	2023
Doanh thu thuần	205	235	-13,0%	1.636	-87,5%	3%				
Lợi nhuận gộp	87	160	-45,8%	692	-87,5%		42,3%	67,9%	42,3%	49,1%
Lợi nhuận từ HĐKD	-36	60	-160,4%	682	-105,3%		-17,6%	25,3%	41,7%	34,1%
EBIT	2	111	-98,4%	655	-99,7%		0,9%	47,2%	40,1%	39,2%
EBITDA	2	111	-98,4%	655	-99,7%		0,9%	47,2%	40,1%	40,7%
LNTT	-47	34	-235,3%	611	-107,6%		-22,8%	14,6%	37,3%	30,4%
Lợi nhuận ròng	-65	16	-500,5%	482	-113,5%		-31,8%	6,9%	29,5%	25,2%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	-77	7	-1228,5%	290	-126,5%	0%	-37,6%	2,9%	17,7%	15,2%

*Nguồn: NLG, SSI Research*

Trong Q1/2024, NLG công bố lỗ với doanh thu và LNST lần lượt đạt 205 tỷ đồng (-13% svck & -87,5% so với quý trước) và lỗ 65 tỷ đồng (ngược với khoản lợi nhuận đạt được trong Q1/2023 và Q4/2023). Có một số nguyên nhân dẫn khiến công ty ghi nhận lỗ trong quý như sau:

- i) Doanh thu bất động sản sụt giảm: Trong quý, NLG chỉ bàn giao một số căn tại dự án Southgate (4 căn), dự án Ehomes Southgate (37 căn) – tỉnh Long An và dự án Izumi City – tỉnh Đồng Nai (9 căn) ghi nhận 162,2 tỷ đồng (- 7,3% svck và -94,4% so với quý trước).
- ii) Biên lợi nhuận gộp thấp hơn ở mức 42,3% trong Q1/2024 so với 67,9% trong Q1/2023 nhưng đi ngang so với Q4/2023 do có sự khác biệt trong việc bàn giao căn hộ. Trong Q1/2024 và Q4/2023, các căn hộ tại dự án Izumi City & Ehomes Southgate được bàn giao với biên lợi nhuận thấp hơn so với các căn thấp tầng khác trong dự án Southgate. Trong Q1/2023, phần lớn doanh thu bất động sản là từ các căn hộ thấp tầng được bàn giao trong dự án Southgate vốn có biên lợi nhuận gộp cao.
- iii) Thu nhập từ liên doanh thấp hơn do số lượng căn hộ được bàn giao tại dự án Mizuki Park thấp hơn. Trong Q1/2024, chỉ có 32 căn hộ tại dự án Mizuki Park được bàn giao và ghi nhận 23,8 tỷ đồng lợi nhuận so với 413 căn hộ được bàn giao ghi nhận 77,7 tỷ đồng lợi nhuận vào KQKD của NLG trong Q1/2023.

**Doanh số bán hàng tăng mạnh svck cho thấy khả năng đáp ứng nhu cầu thị trường của NLG.****Biểu đồ 1: Doanh số bán hàng của NLG trong năm 2021 đến Q1/2024 (tỷ đồng)**

*Nguồn: NLG, SSI Research*

Ngược với khoản lỗ ghi nhận trong Q1/2024, doanh số bán hàng của NLG vẫn duy trì khá tốt đạt 1,17 nghìn tỷ đồng trong quý (+391% svck & -46% so với quý trước). Trong Q1/2024, NLG ghi nhận doanh số bán hàng tại dự án Akari City-TP. HCM, dự án Mizuki Park-TP. HCM, dự án Southgate-tỉnh Long An và Nam Long 2-Cần Thơ.

Theo ĐHCĐ thường niên năm 2024, NLG đặt kế hoạch ghi nhận doanh số bán hàng năm 2024 trên 9,55 nghìn tỷ đồng, đến từ dự án Nam Long 2- Cần Thơ (2,02 nghìn tỷ đồng), dự án Southgate (2,8 nghìn tỷ đồng), dự án Mizuki Park (2,35 nghìn tỷ đồng) và dự án Akari City (1,7 nghìn tỷ đồng). Doanh số bán hàng trong Q1/2024 chỉ đạt được 12,3% so với kế hoạch doanh số bán hàng cả năm 2024, nhưng chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng có thể tăng mạnh trong nửa cuối năm 2024, cho thấy kỳ vọng của chúng tôi khá lạc quan với khả năng bán hàng của NLG trong thời gian tới.

**Chi phí SG&A (chi phí quản lý & bán hàng) có xu hướng tăng tác động kìm tích cực đến biên lợi nhuận ròng.**

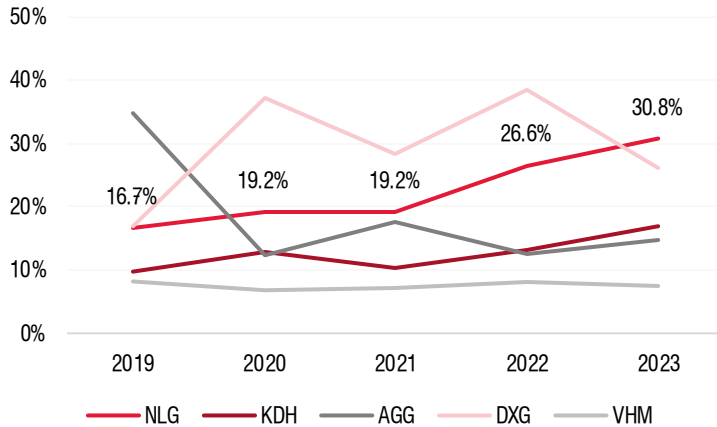
Trong vài năm gần đây, NLG đã ghi nhận tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu có xu hướng tăng từ 16,7% trong năm 2019 lên 30,8% trong năm 2023 và tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu trong năm 2023 đạt mức cao nhất trong số các chủ đầu tư niêm yết trong nước.

Do đó, biên lợi nhuận ròng của NLG trong vài năm gần đây đã giảm từ 39,6% trong năm 2019 xuống 19,9% trong năm 2022. Trong năm 2023, với khoản lợi nhuận vượt trội 416 tỷ đồng từ dự án Mizuki Park mà NLG nhận được dưới hình thức thu nhập liên doanh, biên lợi nhuận ròng năm 2023 ở mức 25,2%, cao hơn năm 2022. Biên lợi nhuận ròng trong Q1/2024 của Công ty đạt -31,8%.

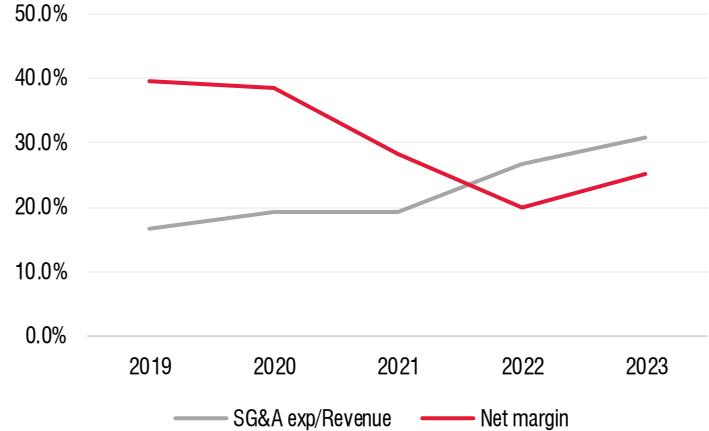
Với những khó khăn của thị trường bất động sản trong vài năm qua, đồng thời khi xem xét chiến lược nhà ở phân khúc bình dân của Công ty, chúng tôi cho rằng NLG có thể tăng chi phí SG&A để hỗ trợ người mua nhà mua nhà ở của NLG thông qua các gói bán hàng khác nhau như trả chậm, hỗ trợ lãi suất... Trong những năm tới khi thị trường bất động sản hồi phục hoàn toàn, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ SG&A/doanh thu sẽ thấp đi do giảm các gói sản phẩm hỗ trợ cho khách hàng và môi giới.

Trong Q1/2024, do doanh thu bất động sản được ghi nhận thấp nên tỷ lệ SG&A/doanh thu cao và ở mức 70,6% nhưng vẫn thấp hơn so với Q1/2023.

**Biểu đồ 2: Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu của các chủ đầu tư niêm yết**



**Biểu đồ 3: Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu của NLG so với biên lợi nhuận ròng (%)**



Nguồn: NLG, SSI Research

### Cập nhật các dự án tính tại thời điểm cuối Q1/2024

**Dự án Southgate tại huyện Bến Lức, tỉnh Long An:** Dự án có diện tích đất 165 ha, thuộc dự án Khu đô thị mới Vàm Cỏ Đông - Waterpoint (355 ha). Dự án được chuyển nhượng từ NLG sang CTCP Southgate (NLG sở hữu 60%) trong năm 2018. Là một phần của dự án lớn – Khu đô thị Vàm Cỏ Đông, dự án Southgate đã hoàn tất mọi phê duyệt pháp lý tổng thể. Tuy nhiên, đối với từng phần của dự án, NLG vẫn cần nộp đơn lên chính quyền tỉnh Long An để được phê duyệt quy hoạch chi tiết và các phê duyệt phát triển khác như giấy phép xây dựng, giấy phép bán hàng...

Dự án được mở bán vào năm 2020 và đến cuối Q1/2024 tổng mức đầu tư của dự án gần 3,77 nghìn tỷ đồng với khoảng 870 căn thấp tầng (thương hiệu Valora), 724 căn Ehome và 6.590 căn cao tầng (thương hiệu Flora) có thể sẽ được bán và ghi nhận trong thời gian tới.

**Dự án Izumi City tại Thành phố Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai:** Dự án có tổng diện tích đất hơn 170 ha, nằm trong dự án lớn là Khu đô thị Waterfront. NLG mua lại Công ty TNHH Waterfront Đồng Nai – đơn vị sở hữu dự án (NLG sở hữu 65%) từ năm 2019. Theo báo cáo thường niên 2023 của NLG, dự án có hơn 2.687 căn thấp tầng và 7.931 căn chung cư.

Sau lần mở bán đầu tiên vào năm 2022 với 275 căn thấp tầng đã được bán, dự án đã tạm hoãn do điều chỉnh quy hoạch chung của TP. Biên Hòa, ảnh hưởng đến quy hoạch chung của dự án. Theo trao đổi của ban lãnh đạo NLG tại ĐHCĐ năm 2024, quy hoạch 1/5000 của TP. Biên Hòa có thể được phê duyệt vào Q4/2024 và quy hoạch sửa đổi cho dự án Izumi City có thể được phê duyệt ngay sau đó.

Vào cuối Q1/2024, tổng mức đầu tư của dự án là 8,56 nghìn tỷ đồng, tương đương với năm 2023 do quy hoạch đang được điều chỉnh nên không có tăng thêm chi phí đầu tư.

Dự án Paragon Đại Phước tại Huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai: Dự án cũng thuộc Khu đô thị du lịch sinh thái Đại Phước (có tổng diện tích đất 464 ha.) Trong năm 2018, NLG đã thành lập công ty mới là Công ty TNHH Paragon Đại Phước (NLG sở hữu 75% tính đến cuối Q1/2024) để mua lại 45 ha tại Khu du lịch sinh thái Đại Phước.

Dự án có hơn 14,3 ha diện tích đất có thể bán và 518 căn thấp tầng. Theo trao đổi của lãnh đạo trong ĐHCĐ năm 2024, dự án đã được gia hạn giấy phép đầu tư và NLG sẽ xin điều chỉnh quy hoạch cho phù hợp.

Trong năm 2022, NLG đã nhận được khoản tiền đặt cọc là 662,5 tỷ đồng để chuyển nhượng 25% cổ phần của Công ty TNHH Paragon Đại Phước. Chúng tôi kỳ vọng giao dịch sẽ sớm hoàn tất trong 6 tháng tới và NLG có thể ghi nhận 244 tỷ đồng thu nhập tài chính.

Dự án Nam Long 2 tại Quận Cái Răng, tỉnh Cần Thơ: Dự án có tổng diện tích đất 43,8 ha, trong đó 13,7 ha dành cho sản phẩm thấp tầng (nhà phố, biệt thự, đất nền), 3,8 ha dành cho nhà ở xã hội và phần còn lại dành cho giao thông và cơ sở hạ tầng như trường học, cây xanh, trạm y tế...

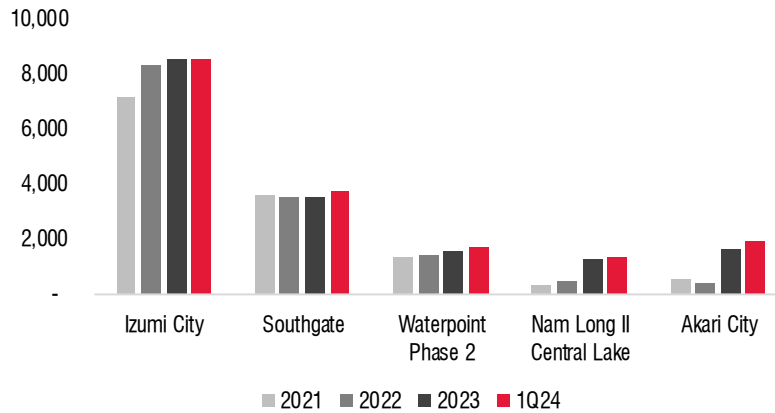
Dự án đã có quy hoạch tổng thể trong năm 2019 và quy hoạch điều chỉnh trong năm 2022. NLG cũng đã nhận được giấy phép xây dựng nhà ở xã hội trong năm 2023 và đã triển khai xây dựng kể từ thời điểm đó. Theo trao đổi của ban lãnh đạo trong ĐHCĐ năm 2024, NLG sẽ hoàn tất việc nộp tiền sử dụng đất cho dự án và sẽ bắt đầu bán hàng trong năm 2024. Công ty dự kiến sẽ ghi nhận 2,02 nghìn tỷ đồng doanh số bán hàng từ dự án trong năm 2024.

Bảng tóm tắt các dự án của NLG:

Dự án	Diện tích (ha)	Số căn để bán (theo báo cáo thường niên năm 2023)	Tiền độ bán hàng/pháp lý tính đến cuối Q1/2024	Thời gian bán hàng dự kiến
Dự án Mizuki Park	26,2	4.327	2.660 căn đã được bàn giao	2024-2026
Dự án Akari city	8,5	5.096	1.873 căn đã được bàn giao	2024-2027
Dự án Southgate	165	8.840	2.013 căn đã được bàn giao	2024-2028
Dự án Izumi City	170	10.618	175 căn đã được bàn giao, kế hoạch tổng thể đang được sửa đổi	2025-2028
Dự án Nam Long 2 – Cần Thơ	43,8	2.471	Thanh toán phí quyền sử dụng đất đợt cuối để mở bán	2024-2027
Dự án Nam Long Hải Phòng 1	21		Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý	2025-2028
Dự án Nam Long Đại Phước - Paragon	45	518	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý	2025-2028
Dự án Waterpoint (GĐ2)	190		Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý	N.a
Khác	12,3			
<b>Tổng</b>	<b>681</b>			

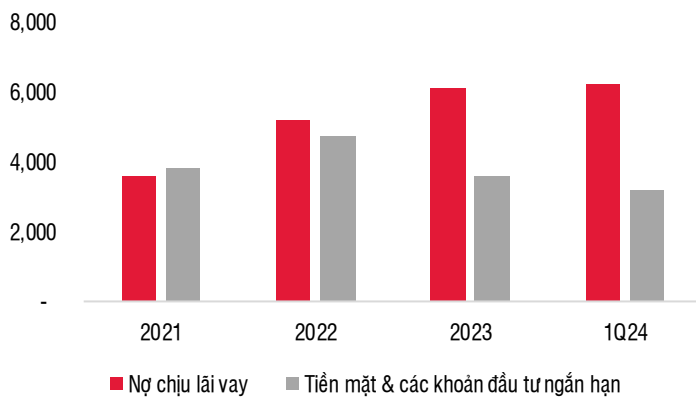
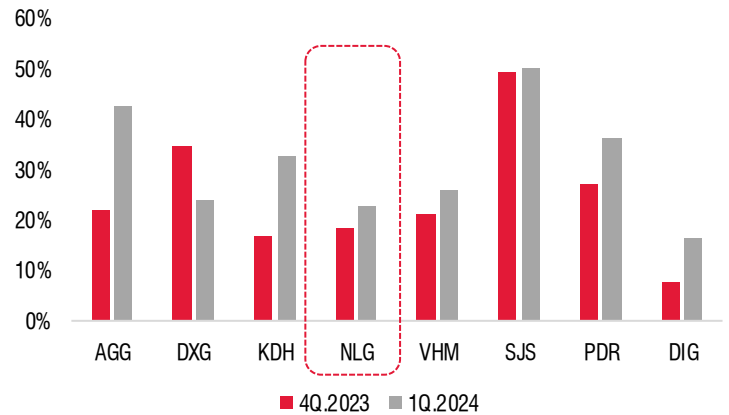
*Nguồn: NLG, SSI Research*

Tại thời điểm cuối Q1/2024, tổng hàng tồn kho của danh mục dự án là 18,1 nghìn tỷ đồng, tăng 4% so với giá trị hàng tồn kho cuối năm 2023, trong đó chi phí đầu tư tại dự án Izumi City chiếm 47% tổng hàng tồn kho, tương đương 8,56 nghìn tỷ đồng. Tiếp theo là dự án Southgate với tổng vốn đầu tư 3,77 nghìn tỷ đồng, dự án Akari City (1,9 nghìn tỷ đồng), dự án Waterpoint Giai đoạn 2 (1,7 nghìn tỷ đồng) và dự án Nam Long 2- Cần Thơ (1,38 nghìn tỷ đồng). Các dự án Southgate, Akari City và Nam Long 2 đã sẵn sàng mở bán hoặc sắp mở bán, trong khi các dự án Izumi City và Waterpoint Giai đoạn 2 vẫn đang chờ hoàn thiện thủ tục pháp lý trước khi mở bán.

**Biểu 4: Tồn kho của NLG theo dự án giai đoạn 2021-Q1/2024 (tỷ đồng)**

Tại cuối Q1/2024, lượng tiền mặt giảm từ 3,59 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2023 xuống còn 3,17 nghìn tỷ đồng, trong khi nợ tăng từ 6,1 nghìn tỷ đồng lên 6,2 nghìn tỷ đồng vào cuối Q1/2024. Do đó, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu tại thời điểm cuối Q1/2024 là 22,7%, so với 18,6% vào cuối năm 2023, nhưng vẫn thuộc nhóm chủ đầu tư niêm yết có hệ số nợ ròng/VCSH thấp nhất.

Trong các quý tiếp theo, NLG dự kiến sẽ hoàn tất phí quyền sử dụng đất tại dự án Nam Long 2 - Cần Thơ trước khi triển khai bán hàng. Với bảng cân đối kế toán mạnh như hiện tại, NLG hoàn toàn có thể thanh toán phí quyền sử dụng đất tại dự án Nam Long 2 một cách nhanh chóng, tuy nhiên, trong trường hợp mua lại/đầu tư các dự án mới, chúng tôi kỳ vọng NLG có thể huy động thêm vốn chủ sở hữu và nợ để hỗ trợ cho các thương vụ mua lại mới của công ty.

**Biểu đồ 5: Số dư tiền mặt và nợ của NLG (nghìn tỷ đồng)****Biểu đồ 6: Tỷ lệ Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu của các chủ đầu tư niêm yết trong Q4/2023 so với Q1/2024 (%)**

Nguồn: NLG, SSI Research

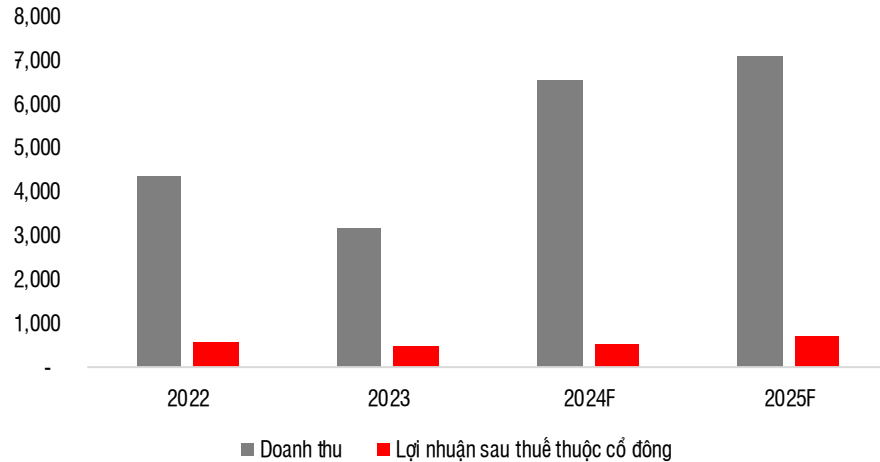
## Triển vọng và luận điểm đầu tư

NLG đặt kế hoạch năm 2024 với doanh thu và LNST lần lượt là 6,65 nghìn tỷ đồng và 506 tỷ đồng. Vào cuối năm 2023, NLG có 8,28 nghìn tỷ đồng doanh số chưa ghi nhận có thể được hiện thực hóa trong giai đoạn 2024-2025 đến từ dự án Akari City, dự án Mizuki Park, dự án Izumi City và Southgate.

Với xu hướng doanh số bán hàng tốt như trong vài quý vừa qua và doanh số chưa được ghi nhận ở mức cao, chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ đạt được doanh thu và LNST thuộc về cổ đông đồng ty mẹ (NPATMI) cho năm 2024 lần lượt là 6,53 nghìn tỷ đồng (+105,3% svck) và 540 tỷ đồng (+11,7% svck). Phần lớn doanh thu dự báo cho năm 2024 đến từ các dự án Akari City, dự án Nam Long 2 – Cần Thơ và dự án Southgate. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ hoàn tất chuyển nhượng 25% cổ phần với chủ đầu tư dự án Paragon Đại Phước trong năm 2024 để ghi nhận 242 tỷ đồng lợi nhuận. Tuy nhiên, so với ước tính gần đây nhất của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính NPATMI năm 2024 từ 1,03 nghìn tỷ đồng xuống chỉ còn 540 tỷ đồng do i) biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với ước tính trước đó của chúng tôi, ii) chi phí SG&A cao hơn để hỗ trợ khách hàng và iii) thay đổi thời gian bàn giao sản phẩm tại các dự án trong năm 2024 so với dự báo trước đây.

Trong năm 2025, công ty dự kiến sẽ bắt đầu bán hàng tại dự án Izumi City và dự án Paragon Đại Phước sau khi điều chỉnh quy hoạch tổng thể và tiếp tục bán các căn hộ tại các dự án Southgate, dự án Nam Long 2, dự án Akari và dự án Mizuki Park. Theo đó, NLG dự kiến đạt doanh thu và NPATMI năm 2025 lần lượt là 7,1 nghìn tỷ đồng (+8,8% svck) và 729 tỷ đồng (+34,9% svck).

**Biểu đồ 7: Ước tính lợi nhuận cho NLG năm 2024 - 2025 (tỷ đồng)**



*Nguồn: NLG, SSI Research*

Tại mức giá 42.100 đồng/cổ phiếu, cổ phiếu NLG đang giao dịch ở mức P/E 2024F là 32,2x và P/B là 1,7x và P/E 2025F là 23,9x và P/B là 1,6x, cao hơn một chút so với các chủ đầu tư niêm yết khác.

Kể từ báo cáo cập nhật NLG gần đây nhất của chúng tôi ([link](#)), cổ phiếu NLG đã tăng 14%, phản ánh bảng cân đối kế toán tốt cũng như lượng hàng tồn kho sẵn sàng để bán. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu



NLG từ KHẢ QUAN xuống **TRUNG LẬP**, với giá mục tiêu mới là **43.000 đồng/cổ phiếu** (từ 40.600 đồng/cp) [cao hơn 2,1% so với giá hiện tại] khi chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang năm 2025.

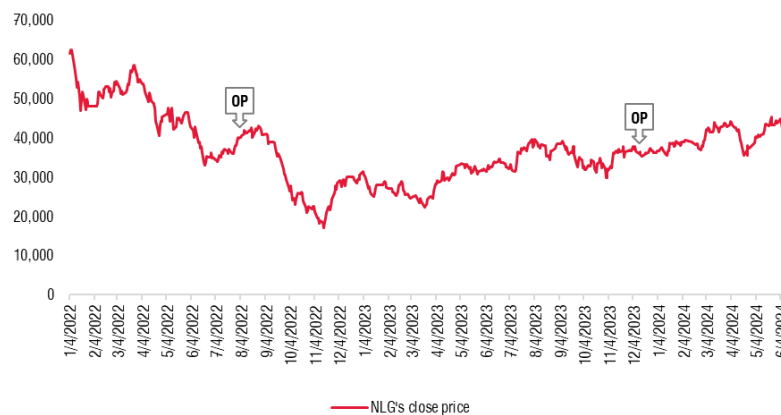
#### Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Tỷ lệ hấp thụ sản phẩm thấp hơn ở dự án tại các thành phố cấp 2 như dự án Southgate-tỉnh Long An, dự án Izumi-tỉnh Đồng Nai, dự án Nam Long 2 Central Lake - Cần Thơ và dự án Nam Long Hải Phòng 1 - Hải Phòng.
- Quá trình phê duyệt kéo dài có thể ảnh hưởng đến kế hoạch bán hàng.
- Chậm chuyển nhượng 25% cổ phần tại dự án Paragon Đại Phước (NLG sở hữu 75%).

#### Quan điểm ngắn hạn: Tích cực

- Tiến độ bán hàng có thể sẽ tăng mạnh hơn với việc ra mắt dự án Nam Long 2 tại Cần Thơ, cũng như lãi suất cho vay đang ở mức hợp lý với các sản phẩm bình dân của NLG phù hợp với người mua nhà;
- Lợi nhuận trong Quý 2 có thể sẽ cao do các căn hộ trong dự án Southgate, Akari City và Mizuki Park có thể sẽ được bàn giao trong kỳ và lợi nhuận từ việc ghi nhận giao dịch chuyển nhượng 25% tại dự án Paragon Đại Phước khi thủ tục pháp lý của giao dịch đang ở giai đoạn cuối.

#### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan



## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	3.773	2.540	1.961	1.611
+ Đầu tư ngắn hạn	987	1.050	735	735
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	3.570	3.637	3.734	4.469
+ Hàng tồn kho	14.828	17.353	20.875	22.316
+ Tài sản ngắn hạn khác	330	733	813	920
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>23.489</b>	<b>25.313</b>	<b>28.118</b>	<b>30.051</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	9	13	55	65
+ GTCL Tài sản cố định	154	141	119	97
+ Bất động sản đầu tư	236	305	294	283
+ Tài sản dài hạn dở dang	128	44	44	44
+ Đầu tư dài hạn	2.136	2.220	2.220	2.220
+ Tài sản dài hạn khác	937	575	612	713
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>3.599</b>	<b>3.298</b>	<b>3.344</b>	<b>3.423</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>27.088</b>	<b>28.611</b>	<b>31.462</b>	<b>33.474</b>
+ Nợ ngắn hạn	8.851	9.886	11.893	12.714
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>1.804</i>	<i>2.402</i>	<i>2.890</i>	<i>3.089</i>
+ Nợ dài hạn	4.922	5.192	5.399	5.701
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>3.375</i>	<i>3.705</i>	<i>4.458</i>	<i>4.765</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>13.773</b>	<b>15.078</b>	<b>17.292</b>	<b>18.415</b>
+ Vốn góp	3.841	3.848	3.848	3.848
+ Thặng dư vốn cổ phần	2.643	2.643	2.643	2.643
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.493	2.879	3.190	3.675
+ Quỹ khác	4.338	4.162	4.489	4.893
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.315</b>	<b>13.533</b>	<b>14.169</b>	<b>15.059</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>27.088</b>	<b>28.611</b>	<b>31.462</b>	<b>33.474</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-225	-2.343	-1.626	-665
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-547	405	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.434	705	1.047	315
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>662</b>	<b>-1.233</b>	<b>-579</b>	<b>-350</b>
Tiền đầu kỳ	3.112	3.773	2.540	1.961
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>3.773</b>	<b>2.540</b>	<b>1.961</b>	<b>1.611</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,65	2,56	2,36	2,36
Hệ số thanh toán nhanh	0,94	0,73	0,54	0,54
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,54	0,36	0,23	0,18
Nợ ròng / EBITDA	0,76	1,92	2,88	3,03
Khả năng thanh toán lãi vay	8,25	4,49	3,46	4,01
Ngày phải thu	85,4	162,7	86,4	88,4
Ngày phải trả	121,4	243,1	121,3	141,0
Ngày tồn kho	2.349,6	3.626,8	1.790,6	2.081,8
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,49	0,47	0,45	0,45
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,51	0,53	0,55	0,55
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,03	1,11	1,22	1,22
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,39	0,45	0,52	0,52
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,14	0,18	0,20	0,21

Nguồn: NLG, SSI dự báo

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.339</b>	<b>3.181</b>	<b>6.531</b>	<b>7.108</b>
Giá vốn hàng bán	-2.355	-1.619	-3.896	-3.786
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.984</b>	<b>1.562</b>	<b>2.635</b>	<b>3.321</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	386	238	321	61
Chi phí tài chính	-199	-296	-441	-471
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-511	-418	-854	-929
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-644	-562	-665	-723
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.041</b>	<b>942</b>	<b>1.060</b>	<b>1.319</b>
Thu nhập khác	29	27	24	97
Lợi nhuận trước thuế	1.070	968	1.083	1.416
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>866</b>	<b>800</b>	<b>867</b>	<b>1.133</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>556</b>	<b>484</b>	<b>540</b>	<b>729</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	309	317	326	404
EPS cơ bản (VND)	1.448	1.257	1.306	1.762
Giá trị sổ sách (VND)	23.407	24.386	25.192	26.454
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	859	500	500	500
EBIT	1.217	1.246	1.524	1.887
EBITDA	1.253	1.295	1.557	1.920
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-16,6%	-26,7%	105,3%	8,8%
EBITDA	-29,3%	3,3%	20,3%	23,3%
EBIT	-30,1%	2,3%	22,4%	23,8%
Lợi nhuận ròng	-41,4%	-7,5%	8,3%	30,7%
Vốn chủ sở hữu	-1,6%	1,6%	4,7%	6,3%
Vốn điều lệ	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	14,7%	5,6%	10,0%	6,4%
<b>Định giá</b>				
PE	21,7	29,2	32,2	23,9
PB	1,3	1,5	1,7	1,6
Giá/Doanh thu	2,7	4,4	2,5	2,3
Tỷ suất cổ tức	2,7%	1,4%	1,2%	1,2%
EV/EBITDA	10,0	12,8	12,3	10,0
EV/Doanh thu	2,9	5,2	2,9	2,7
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	45,7%	49,1%	40,3%	46,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	24,2%	34,1%	21,8%	24,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	19,9%	25,2%	13,3%	15,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	11,8%	13,1%	13,1%	13,1%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	14,8%	17,7%	10,2%	10,2%
ROE	6,4%	6,0%	6,3%	7,8%
ROA	3,4%	2,9%	2,9%	3,5%
ROIC	5,5%	5,4%	5,9%	6,8%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Ví mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Ngành bất động sản

#### Trịnh Anh Tuấn

Trưởng phòng Phân tích

tuanta2@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8713

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704