CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

Định giá hấp dẫn trong bối cảnh thị trường xuất hiện những chuyển biến tích cực

- Q3/26: NLG ghi nhận LN ròng đạt 5 tỷ VNĐ, tương ứng giảm 97% svck trong bối cảnh thị trường BĐS suy giảm.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm LN ròng 2026–27 khoảng 43%/55% so với dự báo trước. Sau điều chỉnh, LN ròng 2026 dự kiến giảm 39% svck và tăng 18% svck trong 2027. Sang 2028, nhờ bàn giao dự án Akari 3, LN ròng tăng 76% svck.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 31,300 VNĐ/cp.

Q3/2026: LN ròng giảm 97% svck do thị trường BĐS điều chỉnh

Trong Q3/26, doanh thu ghi nhận đạt 328 tỷ VNĐ do bàn giao số ít sản phẩm dự án Central Lake và Southgate. Biên LN gộp tăng 2 điểm % svck lên 46% do sản phẩm thấp tầng có biên cao hơn so với dòng sản phẩm căn hộ năm 2025. Bên cạnh đó, doanh thu tài chính tăng 179% svck lên 81 tỷ VNĐ trong khi chi phí tài chính giảm 41% svck về mức 81 tỷ do doanh nghiệp thu hẹp quy mô nợ vay. Hơn nữa, do bàn giao ít sản phẩm hơn, chi phí bán hàng và QLDN giảm khoảng 68% svck. Do doanh thu suy giảm, LN ròng đạt 5 tỷ VNĐ (-91% svck).

Điều chỉnh giảm LN ròng giai đoạn 2026- 27 khoảng 43%/55% so với dự báo trước. Sau điều chỉnh, LN ròng năm 2026 giảm khoảng 39% svck và tăng 18% svck vào 2027. Sang năm 2028, LN ròng tăng 76% svck

Giai đoạn 2026 – 27, điều chỉnh giảm 49%/48% pre - sale do tỷ lệ hấp thụ thấp hơn đối với các dự án như Izumi hay Southgate trong bối cảnh thị trường kém khả quan, doanh số đạt 7,500/8500 tỷ VNĐ (-36%/13% svck). Do đó, doanh thu điều chỉnh giảm 50%/52%, tương ứng đạt mức 3,293 tỷ VND (-42% svck) trong năm 2026 và tăng 25% lên mức 4,125 tỷ VNĐ trong 2027. Biên LN gộp điều chỉnh giảm khoảng 14/13.5 điểm %, đạt 36%/40% (-6/+4 điểm % svck).

Do giảm tỷ lệ sở hữu dự án Izumi, lợi nhuận từ công ty liên kết điều chỉnh tăng 326%/12% lên mức 119/309 tỷ VNĐ (+57%/159% svck) nhờ bàn giao Mizuki và Izumi. Do tiến độ bàn giao chậm lại, chúng tôi điều chỉnh giảm LN ròng 2026-27 lần lượt 43%/55%, đạt mức 429/509 tỷ VNĐ (-38%/+18% svck). Sang năm 2028, nhờ bàn giao dự án Akari 3, LN ròng dự báo tăng 76% svck.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 31,300 VNĐ/cp

Chúng tôi thực hiện các thay đổi sau với định giá: (1) điều chỉnh chậm lại tiến độ mở bán và bàn giao tại một số dự án như Waterpoint, Elyse Island, (2) chiết khấu tổng giá trị các dự án 15% để phản ánh tác động tiêu cực từ lãi suất đến tâm lý tiêu cực của người mua trên thị trường bất động sản. Theo đó, chúng tôi giảm giá mục tiêu 15% so với giá mục tiêu gần nhất nhưng đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu NLG trong bối cảnh định giá về mức hấp dẫn.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/25	31/12/26	31/12/27	31/12/28
Doanh thu thuần	5,645	3,293	4,125	5,741
Lợi nhuận ròng	701	429	509	895
Tăng trưởng doanh thu thuần	-22%	-42%	25%	39%
Tăng trưởng LN ròng	35%	-39%	18%	76%
Biên LN gộp	42%	36%	40%	44%
Biên EBITDA	27%	33%	34%	38%
ROAE	4.7%	2.7%	3.1%	5.1%
ROAA	2.6%	1.6%	2.0%	3.2%
EPS (VND/cổ phiếu)	1,445	885	1,049	1,845
BVPS (VND/cổ phiếu)	26,102	26,397	26,882	28,126

Nguồn: NLG, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

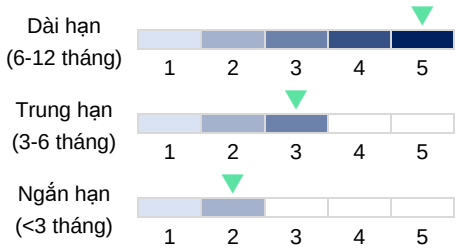
Giá mục tiêu	**VND 31,300**
Tiềm năng tăng giá	*38.0%*

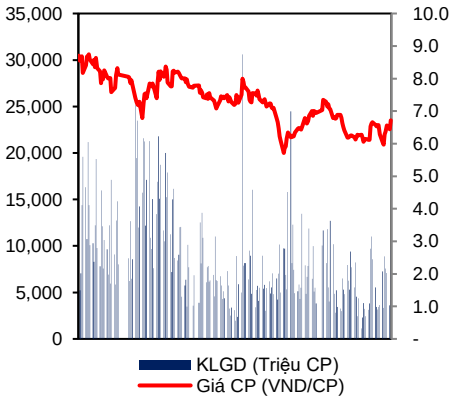
Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

Điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận năm 2026-2027 lần lượt 42% và 54% so với dự phóng cũ.

Giảm giá mục tiêu 15% so với giá mục tiêu gần nhất

Triển vọng đạt giá mục tiêu





Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	23,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	37,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,100
Vốn hóa (VND bn)	14,400
P/E (TTM)	23.0
P/B	0.9
Thị suất cổ tức (%)	1.7%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	35.0%

Nguồn: https://s24.mbs.com.vn/

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Xuân Quang	7.86%
Ibeworth Pte.Ltd	7.64%
Fiera Capital	5.67%
Khác	78.83%

Nguồn: https://s24.mbs.com.vn/

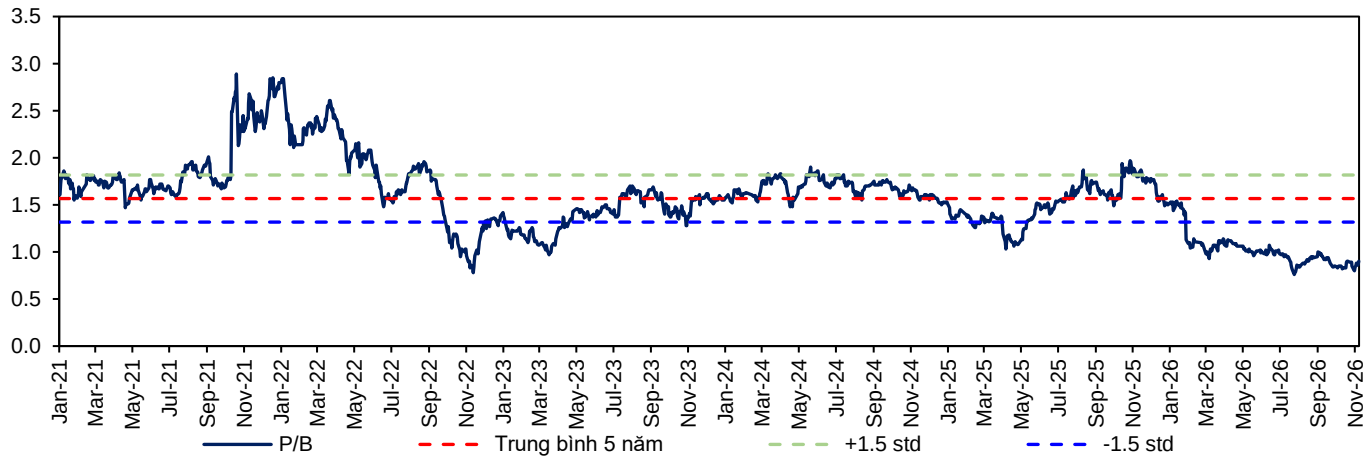
CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi cho rằng trong bối cảnh thị trường bất động sản điều chỉnh, NLG với danh mục dự án sở hữu nhiều dự án hướng tới phân khúc trung cấp, phục vụ nhu cầu ở thực như Mizuki, An Zen Residence hay Central Lake. Dù doanh số pre - sale tiếp tục suy giảm trong năm 2026, chúng tôi cho rằng các dự án chung cư trung cấp có thể đạt tỷ lệ hấp thụ cao trong bối cảnh thị trường BĐS phục hồi và lãi suất tín dụng hạ nhiệt.
- Cụ thể hơn, chúng tôi cho rằng hiện tại lãi suất đã đạt đỉnh tuy nhiên có thể neo cao trong thời gian dài trong bối cảnh nhu cầu vốn đang ở mức cao nhằm thực hiện đẩy nhanh các dự án đầu tư công trọng điểm như đường sắt cao tốc và sân bay Gia Bình. Bên cạnh đó, Fed dự kiến duy trì lãi suất ở mức cao khoảng 4 – 4.25% trong thời gian dài hơn trong bối cảnh giá dầu tiếp tục gây tác động lên lạm phát. Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất tiếp tục duy trì ở mức cao ít nhất đến giữa năm 2027. Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS có thể ấm lên trong bối cảnh lãi suất hạ nhiệt và hạ tầng được đưa vào hoàn thiện
- Chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV để đưa ra giá mục tiêu mới cho NLG là **31,300 VNĐ/cp** (giảm 15% so với giá mục tiêu gần nhất, sau điều chỉnh phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu) dựa trên các thay đổi sau: (1) điều chỉnh chậm lại tiến độ mở bán và bàn giao tại một số dự án như Waterpoint, Elyse Island, và Izumi City (2) chiết khấu tổng giá trị các dự án 15% để phản ánh tác động tiêu cực từ lãi suất đến tâm lý chung của người mua trên thị trường bất động sản cũng như tâm lý quan ngại của các nhà đầu tư.
- Mức định giá PB của NLG đang ở mức 0.7 (tương đương với giai đoạn 2022) chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của doanh nghiệp đang ở mức hấp dẫn, khi nhà đầu tư lo ngại thị trường BĐS ảm đạm trong thời gian dài. Chúng tôi cho rằng mức giá này đã phần nào phản ánh sự suy giảm pre-sale và lợi nhuận của DN. Chúng tôi cho rằng, nhà đầu tư có thể tích lũy cổ phiếu trong những phiên giảm mạnh của thị trường trong bối cảnh doanh nghiệp có thể tăng trưởng từ năm 2027.

Hình 1: Định giá P/B hiện tại của NLG đã thấp hơn 1.5 độ lệch chuẩn so với mức P/B trung bình 5 năm gần nhất



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Định giá

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 GĐ 1	DCF	3,381	50%	1,690
Akari GĐ 3	DCF	1,609	50%	805
Central Lake Cần Thơ	DCF	2,269	100%	2,269
Izumi	DCF	6,788	50%	3,394
Mizuki	DCF	2,307	49%	1,131
Paragon Đại Phước	DCF	2,403	50%	1,201
VSIP Hải Phòng	DCF	1,357	100%	1,357
Waterpoint GĐ 2	P/B	2,868	100%	2,868
Khác	P/B	1,263	100%	1,263
Tổng giá trị				15,978
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn				6,959
(-) Nợ vay				4,690
(-) Lợi ích của CĐTS				3,012
Giá trị tài sản ròng - RNAV				15,235
Số lượng CP hiện hành (triệu cp)				485
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				31,300
Giá hiện tại (VNĐ/cp, 16/4/2025)				22,150
Tiềm năng tăng giá				38%

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.45
Phần bù rủi ro thị trường	8.0%
Chi phí VCSH	15.6%

WACC	
Chi phí nợ	10.5%
Mức thuế	20.0%
WACC	13.6%

Rủi ro giảm giá:

- Tỷ lệ hấp thụ các dự án thấp hơn dự kiến hoặc tiến độ bàn giao sản phẩm tại các dự án chậm hơn dự kiến.
- Lãi suất cao tác động đến chi phí tài chính của doanh nghiệp nhiều hơn dự kiến.

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã cp	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg	Tỷ VNĐ	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
CTCP Vinhomes	VHM VN	520,000	6.9	7.6	1.8	1.6	11	10	31	30
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH VN	17,800	13.8	22.8	0.9	0.8	3.0	1.8	5.4	4.0
CTCP Bluemarq Group	DXG VN	13,600	33.1	30.2	0.8	0.7	0.7	0.9	1.4	1.6
CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy	TCH VN	13,000	17.1	18.5	0.9	0.8	3.4	3.6	5.1	5.4
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	PDR VN	11,500	24.6	21.6	0.9	0.8	1.3	2.0	2.0	3.2
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	10,800	22.8	20.3	0.9	0.8	1.9	2.5	3.0	3.5

Nguồn: FiinProX, MBS Research

Q3/26: LN ròng suy giảm trong bối cảnh thị trường ảm đạm tác động tới hoạt động mở bán và bàn giao

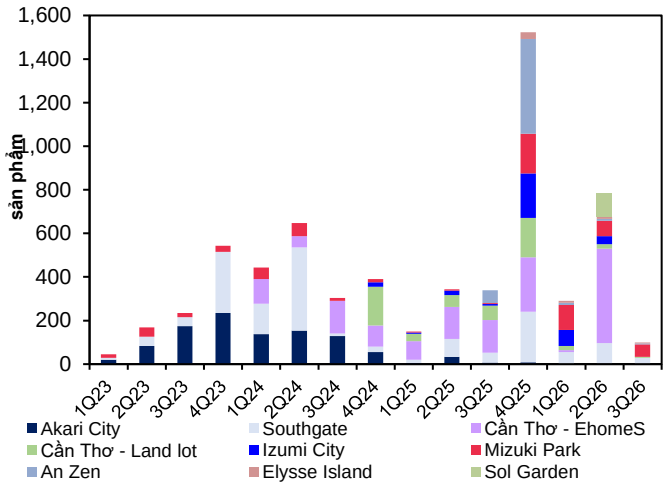
Tóm tắt KQKD Q3/26 của NLG: LN ròng sụt giảm trong bối cảnh thị trường BĐS điều chỉnh

Hình 4: Dự báo kết quả kinh doanh Q3/26 và 9T/26 (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q3/2026	% svck	% sv quý trước	9T26	% svck	Đánh giá
Doanh số ký bán (tỷ VNĐ)	620	-60%	-79%	5,700	16%	Dự báo doanh số Q3 suy giảm trong bối cảnh các dự án như WTP1 ghi nhận tỷ lệ hấp thụ giảm mạnh. Doanh số 9T tăng trưởng nhờ dự án Sol Garde tại HP mở bán trong Q2.
Doanh thu	328	-83%	-21%	2,095	-47%	Doanh thu suy giảm trong bối cảnh chỉ bàn giao số ít sản phẩm còn lại đã mở bán trong giai đoạn 2024 - 25 của dự án Central Lake và WTP1
Lợi nhuận gộp	151	-82%	-36%	802	-49%	
Biên lợi nhuận gộp	46.0%	2 đpt	-11 đpt	38.3%	-1,6 đpt	Biên gộp Q3 tăng nhẹ trong bối cảnh các dự án thấp tầng bàn giao có biên gộp cao hơn dự án cao tầng như Akari cùng kì. Tuy nhiên, 9T26 ghi nhận giảm biên gộp do giá bán thấp hơn.
Chi phí quản lý và bán hàng	132	-68%	-32%	471	-45%	
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	40.2%	-0.4 đpt	-6.7 đpt	22.5%	0,8 đpt	
Thu nhập tài chính	81	179%	-11%	239	99%	Thu nhập tài chính tăng chủ yếu đến từ lãi tiền gửi trong bối cảnh lãi suất cao
Chi phí tài chính	81	-41%	18%	245	-14%	Chi phí tài chính giảm nhờ thu hẹp quy mô nợ vay khoảng 2,000 tỷ svck
Thu nhập khác	10	-26%	-373%	(7)	-120%	
Lợi nhuận từ LDLK	4	-26%	-83%	61	81%	
Lợi nhuận trước thuế	38	-88%	-60%	392	-37%	
Lợi nhuận sau thuế	5	-98%	-92%	276	-37%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	5	-97%	-91%	193	-45%	LN ròng suy giảm chủ yếu đến từ việc thị trường điều chỉnh tác động tiêu cực tới doanh số bán hàng và khả năng bào giao ít hơn svck.

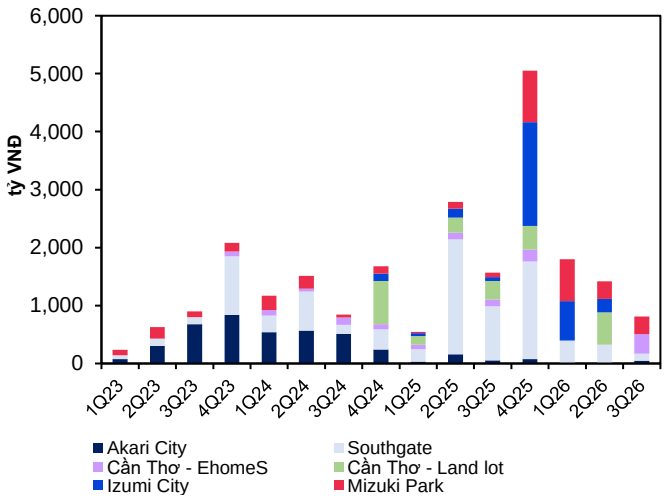
Nguồn: NLG, MBS Research

Hình 5: Số lượng sản phẩm bán trong quý của NLG (sản phẩm)



Nguồn: NLG, MBS Research

Hình 6: Giá trị doanh số ký bán trong quý của NLG (tỷ VNĐ)



Nguồn: NLG, MBS Research

Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận 2026-27: Điều chỉnh giảm LN ròng giai đoạn 2026-27 trong bối cảnh thị trường tiêu cực. Sang năm 2028, LN ròng tăng trưởng nhờ cao điểm bàn giao

Hình 7: Dự phóng của MBS về KQKD của NLG giai đoạn 2026-2028 (Đơn vị: Tỷ VNĐ)

Các tiêu chí KQKD	2025	2026F	% svck	% sv dự báo cũ	2027F	% svck	% sv dự báo cũ	2028F	%svck	Đánh giá
Doanh số ký bán (Pre-sale)	11,754	7,500	-36%	-49%	8,500	13%	-48%	9,800	15%	Điều chỉnh giảm doanh số trong bối cảnh thị trường bất động sản điều chỉnh. Doanh số có thể tăng từ 2027 - 28 trong bối cảnh mở bán các dự án căn hộ như Mizuki, Akari 3
Doanh thu	5,645	3,293	-42%	-50%	4,125	25%	-52%	5,741	39%	Các dự án mới mở bán có tỷ lệ hấp thụ thấp hơn trong bối cảnh thị trường ảm đạm đặc biệt tại các dự án thấp tầng như Izumi hay WTP1. Doanh thu năm 2026 chủ yếu ghi nhận từ các dự án mở bán năm 2025 như The Pearl, Central Lake. Sang năm 2027 - 28 , doanh thu đến từ các phân khu mới thuộc Southgate, Sol Garden và dự án Vsip.
Lợi nhuận gộp	2,357	1,182	-50%	-65%	1,648	39%	-64%	2,540	54%	
Biên lợi nhuận gộp	41.8%	35.9%	-5.9 đpt	-14.2 đpt	40.0%	4.1 đpt	-13.7 đpt	44%	4.3 đpt	Giảm biên LN gộp trong bối cảnh các dự án mới có giá bán thấp hơn đặc biệt tại các dự án thấp tầng. Sang năm 2028, biên gộp cao hơn nhờ các phân khu mới tại Southgate có giá bán cao hơn.
Chi phí quản lý và bán hàng	1,292	609	-53%	-60%	910	49%	-54%	1,239	36%	Giảm dự báo chi phí BH&QLDN do bàn giao ít sản phẩm hơn dẫn tới chi phí bán hàng giảm
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	*22.9%*	*18.5%*	-4.4 đpt	-4.1 đpt	22.0%	3.5 đpt	-0.8 đpt	22%	-0.5 đpt	
Thu nhập tài chính	655	363	-45%	79%	330	-9%	67%	344	4%	Tăng dự báo thu nhập tài chính trong bối cảnh lãi suất cao giúp thu nhập lãi vay khả quan hơn
Chi phí tài chính	(647)	(357)	-45%	2%	(351)	-2%	-1%	(361)	3%	
Thu nhập khác	39	26	-33%	-50%	32	23%	-50%	29	-10%	
Lợi nhuận từ LDLK	76	119	57%	326%	309	159%	12%	551	78%	Tăng LN từ công ty liên kết trong bối cảnh Mizuki bàn giao khoảng 600 căn hộ và 20 căn thấp tầng năm 2026-27. Sang 2028, LN tăng trưởng đến từ dự án Izumi ghi nhận bàn giao 100 căn thấp tầng.
Lợi nhuận trước thuế	1,188	724	-39%	-59%	1,060	46%	-63%	1,865	76%	
Lợi nhuận sau thuế	946	579	-39%	-59%	848	46%	-63%	1,865	120%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	701	429	-39%	-43%	509	18%	-55%	895	76%	Điều chỉnh giảm LN ròng trong bối cảnh thị trường BĐS trầm lắng tác động tiêu cực tới hoạt động mở bán và bàn giao của doanh nghiệp. Các dự án mới mở bán như WTP1 hay Izumi ghi nhận tỷ lệ hấp thụ giảm mạnh. Sang năm 2028, LN ròng tăng trưởng nhờ các dự án lớn đến giai đoạn bàn giao như Izumi, Akari hay Sol Garden

Nguồn:NLG, MBS Research dự phóng

Điều chỉnh giảm pre - sale khoảng 43%/41% trong giai đoạn 2026 – 27 do thị trường BĐS kém khả quan. Sau điều chỉnh, doanh số năm 2026 giảm 36% svck, sang năm 2027 – 28, pre – sale kì vọng phục hồi 13%/15% svck

Chúng tôi hạ dự báo đối với doanh số kí bán Pre – sale của doanh nghiệp ghi nhận trong giai đoạn 2026 -27 trong bối cạn thị trường BĐS ảm đạm do lãi suất cao tác động tiêu cực tới chi phí tài chính và khả năng tiếp cận vốn của các nhà đầu tư BĐS. Cụ thể hơn, trong Q3/26 số lượng giao dịch bất động sản theo thống kê của Bộ Xây dựng đạt 22,847 giao dịch (- 29% svck) đối với chung cư và nhà ở riêng lẻ , đạt 69,157 giao dịch với đất nền (-34% svck). Lũy kế 9 tháng năm 2026, tổng số lượng giao dịch ghi nhận giảm 30% svck đạt mức 331,876 giao dịch. Chúng tôi cho rằng trong bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động tiếp tục tăng khoảng 0.3 điểm % so với quý trước lên mức lên mức 7.5% - 9% (đối với tiền gửi 12 tháng), nhà đầu tư tiếp tục có xu hướng thận trọng khi đầu tư bất động sản.Về giá bán, chúng tôi ghi nhận giá bán thứ cấp tại các dự án chung cư tại HN và TP.HCM có mức giảm 10 – 20% svck trong bối cảnh nhà đầu tư thận trọng hơn khi cân nhắc phương án tài chính và chờ đợi quy hoạch.

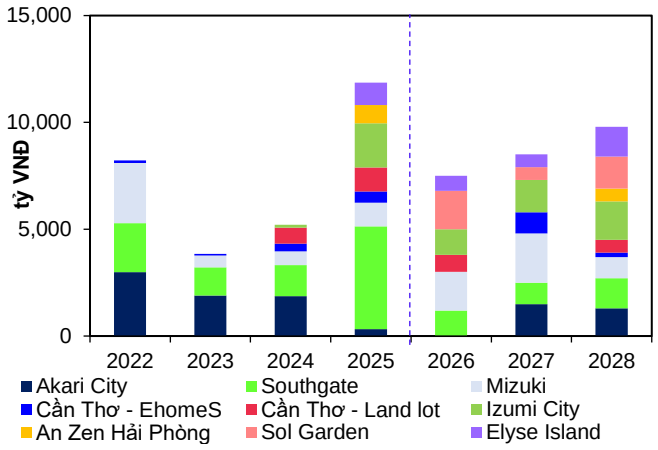
Tổng hợp các dự án chiến lược của NLG trong giai đoạn 2026 - 28

Hình 8: Tiến độ mở bán và bàn giao các dự án hiện tại của NLG

STT	Dự án	Sở hữu	Vị Trí	Quy mô	Tiến độ mở bán và bàn giao
1	Akari City (GD3)	51%	TP. HCM	8ha Khoảng 4,800 căn hộ bao gồm 3 GĐ	Đã bàn giao toàn bộ 2 giai đoạn với khoảng hơn 1,500 căn GD3: Hiện tại đang trong quá trình phê duyệt chủ trương đầu tư, dự kiến triển khai từ cuối năm 2027.
2	Waterpoint giai đoạn 1	65%	Tây Ninh (Long An)	165 ha Thấp tầng: 2,200 căn Ehomes: 1,400 căn Căn hộ: 2,000 căn hộ	Thấp tầng: Đã bán và bàn giao khoảng 1,800 căn Phân khu Park Village (90 căn BT, bán hàng 80%) dự kiến bàn giao năm 2027. Phân khu the Pearl (241 căn BT, đã bán hàng 20 căn) dự kiến bàn giao 2027.
3	Nam Long II Central Lake	100%	Cần Thơ	46 ha Thấp tầng và đất nền: 890 căn Ehomes: 1,590 căn	Thấp tầng đã bán hàng khoảng 60%. Dự kiến từ Q4/26 bàn giao thêm 275 căn đã bán hàng thành công. Ehomes 3 (473 căn) dự kiến bàn giao từ 2027
4	Izumi City	50%	Đồng Nai	170 ha Khoảng 13,500 sản phẩm thấp tầng và căn hộ	Phân khu 1A1 (275 căn liền kề) đã mở bán và bàn giao Phân khu Canaria (460 căn) : Đã bán hàng 70% dự kiến bàn giao năm 2027.
5	Mizuki Park	50%	TP. HCM	26 ha Khoảng 2,600 căn hộ và 200 căn thấp tầng	Hiện tại mở bán 2 phân khu Trellia Cove (841 căn hộ) đã bán hàng 50% và dự kiến bàn giao cuối 2027 Thấp tầng (24 căn BT): Đã bán hàng 60% và bàn giao 2027
6	Elyse Island (tên cũ: Paragon Đại Phước)	50%	Đồng Nai	45 ha Dự kiến khoảng 500 căn thấp tầng	Hiện tại dự án đã hoàn thiện hạ tầng giai đoạn 1 và 2. Hiện tại đang trong quá trình điều chỉnh quy hoạch.
7	Sol Garden	59%	Hải Phòng	21 ha Dự kiến 700 căn thấp tầng và 2,000 Ehomes	GD1: 369 căn thấp tầng: đã bán hàng 30% dự kiến bàn giao 2027
8	An Zen Hải Phòng	100%	Hải Phòng	1.5 ha 900 căn Ehomes	Đang xây dựng dự kiến bàn giao năm 2027.

Nguồn:NLG MBS Research tổng hợp

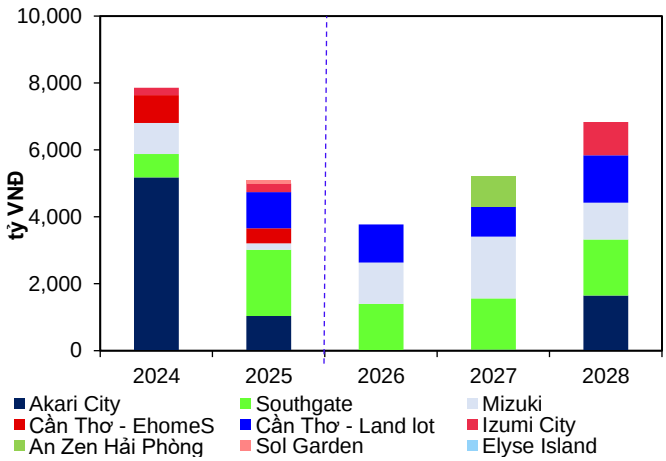
Hình 9: Dự phóng cơ cấu doanh số ký bán – presale theo dự án



Lưu ý: Dự án Mizuki và Elyse Island không hợp nhất trực tiếp mà ghi nhận trong đóng góp từ công ty liên doanh liên kết

Nguồn:NLG, MBS Research dự phóng

Hình 10: Dự phóng giá trị bàn giao theo dự án



Lưu ý: Dự án Izumi, Mizuki và Elyse Island không hợp nhất trực tiếp mà ghi nhận trong đóng góp từ công ty liên doanh liên kết

Nguồn:NLG, MBS Research dự phóng

Hình 11: Tổng hợp dự phóng tiến độ các dự án

STT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Sau 2028	Sau 2029
1	Akari City GĐ3	50%								
2	Waterpoint giai đoạn 1	50%								
3	Nam Long II Central Lake	100%								
4	Izumi City	50%								
5	Mizuki Park	50%								
6	Elyse Island	50%								
7	An Zen Hải Phòng	100%								

Chú thích: Mở bán | Bàn giao

Nguồn:NLG, MBS Research dự phóng

Trong bối cảnh thị trường BĐS điều chỉnh, chúng tôi điều chỉnh giảm đối với pre – sale giai đoạn 2026 -27 lần lượt 49%/48% svck. Cụ thể hơn chúng tôi điều chỉnh doanh số từ các dự án như phân khu thấp tầng The Pearl (thuộc Southgate), Izumi và dự án Elyse Island trong bối cảnh các dự án thấp tầng tiêu thụ kém tích cực do thị trường ảm đạm. Đối với phân khu The Pearl, do NLG chỉ mở bán giới hạn khoảng 20 căn trong Q2/26 chúng tôi kì vọng số căn bán hàng thành công ở mức khoảng 15 căn. Tại dự án Izumi phân khu Canaria, chúng tôi đánh giá tỷ lệ hấp thụ khoảng 70% trong đợt mở bán Q4/25 được duy trì đến năm 2026 và NLG tiếp tục mở bán khoảng 140 căn vào năm 2027.

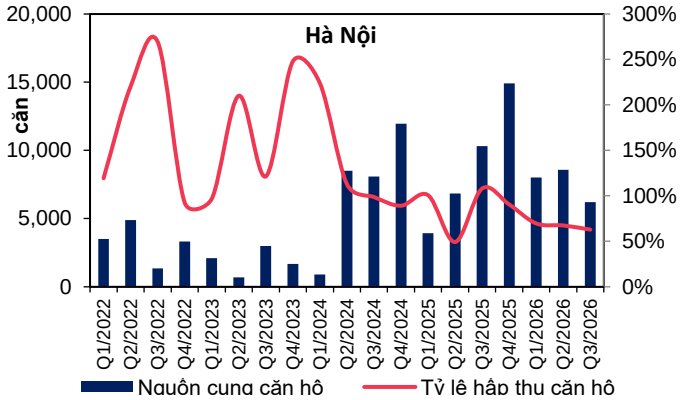
Sau điều chỉnh, chúng tôi cho rằng pre – sale trong năm 2026 chủ yếu đến từ các dự án chung cư như Solaria Rise (thuộc WTP1), Mizuki và các dự án thấp tầng đã mở bán từ Q4/25 như Izumi hay Sol Garden. Do đó, doanh số dự báo trong năm 2026 có thể đạt 7,500 tỷ VNĐ, tương ứng giảm 36% svck. Sang năm 2027, nhờ mở bán dự án Akari (GD3) khoảng 1,500 căn và tiếp tục mở bán dự án Mizuki (841 căn), doanh số có thể tăng 13% svck lên mức 8,500 tỷ VNĐ.

Sang năm 2028, pre – sale dự báo được hưởng lợi từ phân khu thấp tầng Izumi City, Sol Garden , do đó đạt mức 9,800 tỷ VNĐ (+15% svck).

Đối với dự báo doanh thu bàn giao, chúng tôi ước tính giá trị bàn giao dự án có thể đạt 3,744 tỷ VNĐ (-26% svck) do doanh nghiệp không có dự án mở bán lớn trong năm nay, doanh thu bàn giao chủ yếu đến từ các phân khu bán hàng trong giai đoạn 2024 – 25 như Park Village (Southgate), Mizuki. Năm 2027 trở thành cao điểm bàn giao với các dự án như Southgate, phân khu cao tầng tại Mizuki và Sol Garden nhờ đó doanh thu bàn giao đạt 5,214 tỷ VNĐ (+38% svck) tuy nhiên các dự án như Izumi, Mizuki ghi nhận lợi nhuận từ công ty liên kết. Doanh thu bàn giao có thể đến từ các sản phẩm thấp tầng như Izumi, Elysse Island trong bối cảnh thị trường khả quan hơn, nhờ đó tăng trưởng 31% svck lên mức 6,836 tỷ VNĐ.

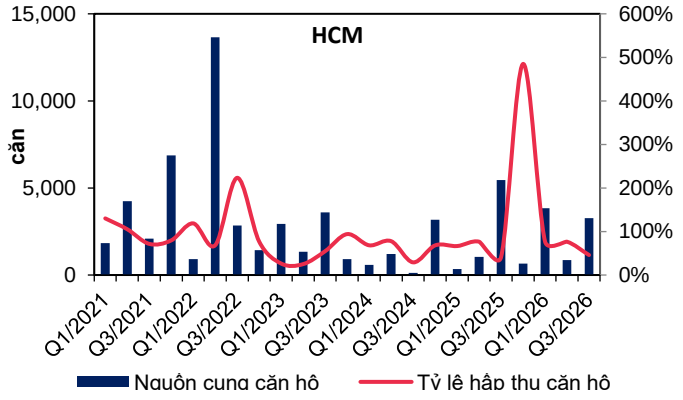
Các dự án chung cư đóng góp tích cực vào doanh số trong khi dự án thấp tầng trở thành động lực tăng trưởng trong dài hạn

Hình 12: Nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ căn hộ suy giảm trong Q3/26



Nguồn:CBRE, MBS Research tổng hợp

Hình 13: Nguồn cung căn hộ tại TP. HCM trong Q3/26



Nguồn:CBRE, MBS Research tổng hợp

Hình 14: Một số dự án nổi bật tại Đồng Nai của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết



Nguồn:NLG, MBS Research

Chúng tôi cho rằng nguồn cung mở bán và tỷ lệ hấp thụ suy giảm mạnh tại thị trường bất động sản Hà Nội và Tp.HCM. Cụ thể hơn trong Q3/26, nguồn cung căn hộ tại Hn đạt 6,200 căn (-43% svck) và tỷ lệ hấp thụ đạt 62.9% (thấp hơn đáng kể so với mức 108% cùng kì năm 2025). Đối với thị trường TP.HCM, nguồn cung căn hộ duy trì xu hướng giảm khi ghi nhận mức giảm khoảng 57% đối với số căn mở bán mới và tỷ lệ hấp thụ khoảng 40 điểm % svck. Chúng tôi nhận thấy trong bối cảnh giá căn hộ ở mức cao bên cạnh áp lực chi phí tài chính trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao

Tuy nhiên, trong bối cảnh hạ tầng đang dần được đẩy mạnh thông qua phát triển mạng lưới đường sắt như, Bến Thành – Cần Giờ, những sản phẩm hướng tới nhu cầu ở thực tại phân khúc trung cấp có thể đạt tỷ lệ hấp thụ cao trong bối cảnh thị trường hồi phục trong giai đoạn 2027 - 28. Đối với các dự án thấp tầng, chúng tôi cho rằng khả năng bán hàng có thể phục hồi trong bối cảnh lãi suất hạ nhiệt, bên cạnh hạ tầng giao thông được đẩy mạnh giúp kết nối tốt hơn đến các khu vực trung tâm. Cụ thể hơn, tại khu vực Đồng Nai, các dự án của NLG được hưởng lợi trong bối cảnh các dự án giao thông lớn đi vào vận hành như cao tốc Bến Lức – Long Thành gia tăng khả năng kết nối đối với khu vực phía Đông, bên cạnh đó sân bay Long Thành dự kiến khai thác từ năm 2027. Nhờ đó, các sản phẩm thấp tầng có giá trị cao hơn chúng tôi dự báo tỷ lệ hấp thụ các dự án như Izumi , Elysse Island có thể cải thiện lên mức khoảng 50% (so với mức 30 – 40% của năm 2026) trong năm 2028.

Phụ lục

Hình 15: Thông tin tiến độ dự án



Tên dự án: Akari City

- Tỷ lệ sở hữu: 50%
- Vị trí: Đường Võ Văn Kiệt, 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): Đã hoàn thành bàn giao.
- Giai đoạn 2 (~1700 căn): Đã hoàn thành bàn giao.
- Giai đoạn 3 (~1500 căn): Dự kiến sẽ được triển khai và mở bán đầu năm 2027.



Tên dự án: Waterpoint giai đoạn 1 (Southgate)

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

Tiến độ:

Thấp tầng: Đã bán và bàn giao khoảng 1,800 căn

- Phân khu Park Village (90 căn BT, bán hàng 80%) dự kiến bàn giao năm 2027. Phân khu the Pearl (241 căn BT, đã bán hàng 20 căn) dự kiến bàn giao 2027.



Tên dự án: Nam Long II Central Lake (Nam Long Cần Thơ)

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

Tiến độ:

- Thấp tầng đã bán hàng khoảng 60%. Dự kiến từ Q4/26 bàn giao thêm 275 căn đã bán hàng thành công.
- Ehomes 3 (473 căn) dự kiến bàn giao từ 2027



Tên dự án: Izumi City

- Tỷ lệ sở hữu: 50% (sau khi bán 15.1% cổ phần cho đối tác)
- Vị trí: Biên Hòa, Đồng Nai
- Quy mô: 160 ha, bao gồm 5 phân khu.
- Dòng sản phẩm chính: Nhà liền kề & Biệt thự

Tiến độ: Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 điều chỉnh

- Giai đoạn 1A: Gồm 447 sản phẩm (gồm các sp nhà thấp tầng, chung cư Flora Izumi sẽ được triển khai sau)
- Giai đoạn 1B: Gồm 797 sản phẩm (nhà phố liền kề, biệt thự, khu cao tầng Flora)
- Giai đoạn 2: Gồm 424 sản phẩm (thấp tầng, biệt thự)
- Giai đoạn 3: Phân khu cao tầng có thể triển khai sau năm 2028.



Tên dự án: Mizuki Park

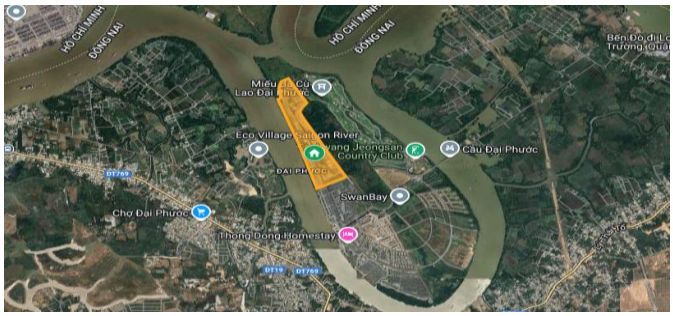
- Tỷ lệ sở hữu: 50% (lưu ý: NLG liên doanh với đối tác Nhật)
- Vị trí: Bình Chánh, TP. HCM
- Quy mô: 26.4 ha
- Dòng sản phẩm chính: Căn hộ

Tiến độ:

- Giai đoạn 1: Hoàn tất bàn giao trong 2020.
- Giai đoạn 2: Mở bán từ 2021, hoàn thành bàn giao.
- Giai đoạn 3: Hiện tại mở bán 2 phân khu

Trellia Cove (841 căn hộ) đã bán hàng 50% và dự kiến bàn giao cuối 2027

Thấp tầng (24 căn BT): Đã bán hàng 60% và bàn giao 2027.



Tên dự án: Elyse Island (tên cũ: Paragon Đại Phước)

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

Tiến độ:

- Đã nhận được GPXD hạ tầng, đang xây dựng hạ tầng GĐ1.
- Đã ghi nhận mở bán tương đối tích cực trong Q4/2025. Dự kiến triển khai xây dựng từ năm 2027.



Tên dự án: An Zen Residence (Nam Long Hải Phòng 2)

- Tỷ lệ sở hữu: 50%
- Vị trí: Hải Phòng
- Quy mô: 1.5ha, 887 sản phẩm
- Dòng sản phẩm chính: Ehome

Tiến độ: Đã mở bán vào tháng 7/2025. Dự kiến bàn giao năm 2027 – 28.

Nguồn: NLG, MBS Research tổng hợp

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	5,645	3,293	4,125	5,741
Giá vốn hàng bán	(3,288)	(2,111)	(2,477)	(3,201)
Lợi nhuận gộp	2,357	1,182	1,648	2,540
Chi phí quản lý DN	(593)	(379)	(484)	(687)
Chi phí bán hàng	(700)	(231)	(426)	(552)
LN từ HĐKD	1,065	573	739	1,301
EBITDA thuần	1,117	621	788	1,351
LN trước thuế & lãi vay	1,065	573	739	1,301
Thu nhập tài chính	655	363	330	345
Chi phí tài chính	(647)	(357)	(351)	(361)
Thu nhập ròng khác	39	26	32	29
TN từ các Cty LK & LD	76	119	309	551
LN trước thuế	1,188	724	1,060	1,865
Thuế TNDN	(242)	(145)	(212)	(373)
Lợi nhuận sau thuế	946	579	848	1,492
Lợi ích cổ đông thiểu số	(245)	(150)	(339)	(597)
Lợi nhuận ròng	701	429	509	895
Chi trả cổ tức	(140)	-	(102)	(179)
Lợi nhuận giữ lại	561	429	407	716

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2025	2026F	2027F	2028F
LN trước thuế	1,188	724	1,060	1,865
Khấu hao	52	48	49	50
CP lãi vay	290	301	280	263
Các khoản điều chỉnh khác	(649)	(130)	(2)	17
Thay đổi VLĐ	(1,753)	(663)	(430)	(915)
LCTT từ HĐKD	(872)	280	957	1,280
Đầu tư TSCĐ	(10)	(34)	(36)	(31)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	(58)	325	223
Khác	980	232	1,491	(272)
LCTT từ đầu tư	970	140	1,780	(80)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	2,286	(1)	-	-
Tiền vay ròng nhận được	(65)	(21)	(1,003)	(521)
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	(13)	(98)	(131)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(948)	(243)	(243)	(243)
LCTT từ hoạt động TC	1,273	(277)	(1,343)	(894)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,443	6,814	6,959	8,352
LC tiền thuần trong năm	1,372	143	1,394	307
Tiền & tương đương tiền cuối kì	6,815	6,957	8,352	8,659

Bảng cân đối kế toán	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương tiền	6,814	6,959	8,352	8,659
Đầu tư ngắn hạn	1,352	2,305	619	574
Phải thu khách hàng	1,891	1,975	1,875	3,022
Hàng tồn kho	8,678	8,938	8,491	8,831
Tổng tài sản ngắn hạn	19,246	20,611	19,904	21,876
Tài sản cố định	59	72	87	95
Xây dựng cơ bản dở dang	15	15	15	15
BĐS đầu tư	445	440	435	430
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD,LK	5,038	4,786	4,547	4,320
Các khoản đầu tư dài hạn khác	527	383	510	669
Tổng tài sản dài hạn	7,318	5,877	5,818	5,892
Tổng tài sản	26,565	26,488	25,722	27,767
Vay & nợ ngắn hạn	1,017	1,046	889	756
Phải trả người bán	463	620	517	961
Phải trả ngắn hạn khác	4,974	4,612	4,444	5,448
Tổng nợ ngắn hạn	6,454	6,278	5,850	7,165
Vay & nợ dài hạn	4,505	3,600	2,754	2,367
Các khoản phải trả khác	782	794	727	644
Tổng nợ dài hạn	5,286	4,394	3,481	3,011
Tổng nợ	6,303	5,440	4,370	3,767
Vốn điều lệ	4,851	4,851	4,851	4,851
Thặng dư vốn cổ phần	4,142	4,142	4,142	4,142
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	3,656	3,799	4,034	4,639
Các quỹ thuộc VCSH	13	13	13	12
Vốn chủ sở hữu	12,662	12,804	13,040	13,643
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,162	3,012	3,351	3,948
Tổng vốn chủ sở hữu	14,824	15,816	16,391	17,591
Tổng nợ và VCSH	26,565	26,488	25,722	27,767

Các chỉ số cơ bản	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng doanh thu thuần	-22%	-42%	25%	39%
Tăng trưởng EBITDA	-35%	-44%	27%	72%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	64%	54%	129%	176%
Tăng trưởng LN trước thuế	-35%	-39%	46%	76%
Tăng trưởng LN ròng	35%	-39%	18%	76%
Tăng trưởng EPS	35%	-39%	18%	76%
Biên LN gộp	42%	36%	40%	44%
Biên EBITDA	27%	33%	34%	38%
Biên LN ròng	12%	13%	12%	16%
ROAE	4.7%	2.7%	3.1%	5.1%
ROAA	2.6%	1.6%	2.0%	3.2%
ROIC	3.4%	2.1%	2.5%	4.3%
Vòng quay tài sản	21%	12%	16%	21%
Tổng nợ vay/VCSH	37%	29%	22%	18%
Nợ vay ròng/VCSH	-9%	-15%	-29%	-31%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-5%	-9%	-18%	-20%
Khả năng thanh toán lãi vay	4.0	1.9	2.6	4.9
Số ngày phải thu	122	219	166	192
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	963	1,546	1,251	1,007
Số ngày phải trả tiền bán	51	107	76	110
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3.0	3.3	3.4	3.1
Khả năng thanh toán nhanh	1.6	1.9	2.0	1.8
Khả năng thanh toán tiền mặt	1.3	1.5	1.5	1.3
Định giá				
EPS	1,445	885	1,049	1,845
BVPS	26,102	26,397	26,882	28,126
P/E	16.0	26.2	22.1	12.5
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8

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, Ô Chợ Dừa, 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, CFA