

**CTCP Đầu tư Nam Long – NLG**

**Trung lập (từ Khả quan)**

**Bắt động sản**

Giá hiện tại	VND37.700
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND40.000/VND22.800
Giá mục tiêu	VND40.400
Giá mục tiêu trước đó	VND39.850
Consensus	2,8%
Tiềm năng tăng giá	7,3%
Tỷ suất cổ tức	2,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	9,3%

Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	598
GTGDQBQ 3 tháng (tr USD)	3,52
Sở hữu NN (tr USD)	50
Số CP lưu hành (tr)	383
Số CP sau pha loãng (tr)	383

	NLG	TB ngành	VNI
P/E trượt	23,1	63,1	13,7
P/B hiện tại	1,5	1,5	1,6
ROA	4,8%	2,9%	2,0%
ROE	7,1%	4,7%	11,7%

\*dữ liệu ngày 25/12/2023

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
NLG	2,2	11,9	25,7
Tương quan VNI	1,5	16,3	17,6

**Cơ cấu sở hữu**

Nguyễn Xuân Quang	12,1%
Ibeworthy Pte. Ltd.	8,2%
CTCP Đầu tư Thái Bình	5,9%
Khác	73,8%

**Tổng quan**

CTCP Đầu tư Nam Long (NLG) được thành lập vào năm 1992. NLG hoạt động ở 3 lĩnh vực chính bao gồm: Phát triển quỹ đất, Phát triển khu đô thị và nhà ở; Đầu tư mạo hiểm. NLG sở hữu quỹ đất sạch hơn 681ha với 3 dòng sản phẩm chính: Ehome, Flora, Valora.

**Chuyên viên phân tích:**



**Trần Trung Kiên**

kien.trantrung@vndirect.com.vn

**Đưa nhà ở vừa túi tiền trở lại**

- Chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập với tiềm năng tăng giá 7,3% và tỷ suất cổ tức 2,0%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 1,4% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 17,7% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thay đổi chủ yếu do điều chỉnh giá định WACC thấp hơn.
- P/B hiện tại ở mức 1,5 lần bằng tới trung bình ngành và đã phản ánh dự phóng thu nhập 2023-24 là 1,5 lần của chúng tôi.

**Điểm nhấn tài chính**

- Doanh thu (DT) 9T23 đã giảm 43,0% svck còn 1.545,5 tỷ đồng (63,7 triệu USD) do thời điểm bàn giao trong năm 2023 chủ yếu rơi vào Q4/23. Chúng tôi lần lượt hạ dự phóng doanh thu và lợi nhuận (LN) ròng 1,3%/17,6% và 14,5%/19,4% do hoạt động mở bán yếu hơn kỳ vọng của chúng tôi.
- Giá trị hàng tồn kho tăng 13,3% lên 16.800 tỷ đồng (691,1 triệu USD) so với cuối năm trước phần lớn đến từ việc gia tăng chi phí phát triển dự án Akari, Izumi, Southgate, Nam Long II (Cần Thơ).
- Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2023 của NLG giảm 6,7% và sẽ hồi phục tích cực 39,1% vào 2024 nhờ ghi nhận doanh thu từ hoạt động tài chính thông qua thoái 25% vốn cổ phần dự án Paragon Đại Phước.

**Luận điểm đầu tư**

**Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS sẽ hồi phục rõ ràng hơn từ nửa cuối 2024**

Chúng tôi nhận thấy nhiều yếu tố tích cực hỗ trợ lên triển vọng ngành trong 2024 bao gồm: 1) Mặt bằng lãi suất giảm kích thích nhu cầu của người mua nhà và DN phát triển BĐS; 2) Các cơ quan chức năng đang quyết liệt tháo gỡ các nút thắt pháp lý của hàng loạt dự án BĐS; 3) Các DN BĐS tích cực tái cấu trúc tài chính bằng cách giảm nợ vay và tăng trưởng hợp tác với các đối tác lớn có uy tín.

**Thiếu hụt nguồn cung nhà ở phân khúc trung cấp là động lực chính cho NLG**

Sự mất cân đối cung cầu với tình trạng dư cung ở phân khúc cao cấp, trong khi nguồn cung phân khúc trung cấp luôn thiếu hụt. Tại TP.HCM, 84% nguồn cung căn hộ mới trong 9T23 đến từ phân khúc cao cấp, vì vậy tỷ lệ lấp đầy chỉ đạt 66%. Việc tập trung vào phân khúc nhà ở vừa túi tiền và trung cấp, phù hợp với nhu cầu thị trường sẽ là động lực tăng trưởng bền vững cho NLG. Trong nửa cuối năm 2023, NLG đã ký bán khoảng 2.000 căn hộ thuộc phân khúc Ehome tại các dự án Southgate và Cần Thơ.

**Dự án Akari, Mizuki, Izumi, Cần Thơ sẽ là động lực tăng trưởng ký bán 2025**

Chúng tôi dự phóng giá trị ký bán năm 2023 sẽ giảm 57,4% svck xuống còn 4.250 tỷ đồng (175 triệu USD). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán năm tài chính 2024-25 sẽ tăng 95,1%/40,9% lên 8.350 tỷ đồng (344 triệu đô la Mỹ)/11.680 tỷ đồng (481,1 triệu đô la Mỹ) từ các dự án Akari, Mizuki, Izumi và Cần Thơ II, vượt qua mức đỉnh ký bán 10.000 tỷ đồng năm 2022.

**NLG sở hữu cấu trúc tài chính lành mạnh cùng quỹ đất lớn với pháp lý rõ ràng**

NLG có cơ cấu tài chính lành mạnh với nợ ròng/VCSH chỉ 16,4%, cùng dòng tiền ổn định từ các kỳ thanh toán của khách hàng và sự chủ động hợp tác với các đối tác lớn có uy tín để giảm thiểu rủi ro so với việc phát triển dự án một cách độc lập.

	12-21A	12-22A	12-23E	12-22E
Tăng trưởng DT thuần	134,8%	(16,6%)	10,4%	28,9%
Tăng trưởng EPS	(4,5%)	(48,1%)	(6,7%)	39,1%
Biên lợi nhuận gộp	34,2%	45,7%	50,8%	47,3%
Biên LN ròng	20,6%	12,8%	10,8%	11,7%
P/E (x)	13,3	25,6	27,4	19,7
Rolling P/B (x)	2,8	1,3	1,5	1,5
ROAE	14,7%	6,2%	5,5%	7,2%
Nợ ròng trên VCSH	3,7%	10,6%	3,5%	9,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD Q3/23 và 9T23: LN từ công ty liên doanh thúc đẩy LN ròng Q3/23

Hình 1: So sánh KQKD Q3/23 và 9T23

(Tỷ đồng)	Q3/23	% svck	9T23	% svck	9T22 / 2022	% sv. dự phóng 2023
Doanh thu thuần	357	-59,5%	1.545	-43,0%	62,5%	31,8%
_ Doanh thu từ bán giao nhà	307	62,8%	1.359	-46,6%	62,3%	28,2%
_ Doanh thu cung cấp dịch vụ	31	21,1%	134	5,7%	62,1%	30,4%
_ Doanh thu từ xây dựng	4	58,9%	22	1,3%	74,5%	45,0%
_ Doanh thu từ cho thuê	15	279,6%	30	109,1%	72,5%	78,4%
LN góp	150	-58,2%	870	-25,6%	59,0%	46,5%
Chi phí BH&QLDN	197	-26,2%	626	-18,6%	66,6%	47,1%
LN trước thuế và lãi vay	69	-41,1%	575	18,5%	38,3%	44,2%
Chi phí lãi vay	(66)	38,3%	(217)	81,3%	60,2%	72,3%
LN tài chính	(34)	81,3%	(99)	96,5%	26,9%	96,5%
LNTT	3	96,0%	358	-2,1%	34,1%	37,3%
LN ròng	66	738,7%	194	62,7%	28,2%	32,0%
Biên LN góp	42,4%	1,8 điểm %	56,7%	13,5 điểm %		
Biên LN ròng	18,2%	17,3 điểm %	12,6%	8,2 điểm %		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### LN từ công ty liên doanh thúc đẩy LN ròng Q3/23

LN ròng trong Q3/23 của NLG tăng 738,7% svck đạt 66,3 tỷ đồng (2,7 triệu USD) nhờ đóng góp đáng kể từ lợi nhuận từ công ty liên doanh 89 tỷ đồng (3,6 triệu USD) từ dự án Mizuki. Trong 9T23, dự án Mizuki ghi nhận tổng LN từ công ty liên doanh đạt 205 tỷ đồng (8,4 triệu USD), chiếm 105,7% tổng LN ròng 9T23.

### Hoạt động bàn giao sẽ diễn ra chủ yếu vào Q4/23

Doanh thu Q3/23 của NLG giảm 59,5% svck xuống còn 357 tỷ đồng (14,5 triệu USD) do: 1) Hoạt động bàn giao năm 2023 sẽ chủ yếu diễn ra trong Q4/23; và 2) doanh thu từ việc bàn giao dự án Mizuki không hợp nhất vào báo cáo tài chính của NLG.

Trong 9T23, NLG ghi nhận doanh thu đạt 1.545 tỷ đồng (63,0 triệu USD) giảm -43,0% svck từ bàn giao dự án Southgate (196 căn – phân khúc Ehome, 100 căn – phân khúc Valora) và dự án Akari City (20 căn – phân khúc Flora).

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động bàn giao sẽ diễn ra mạnh mẽ trong Q4/23 từ các dự án Southgate, Mizuki và Akari sẽ thúc đẩy tăng trưởng LN ròng 2023 cho NLG.

### Biên LN góp cao hơn và chi phí BH&QLDN thấp hơn thúc đẩy LN ròng

Sản phẩm được bàn giao chủ yếu thuộc phân khúc cao cấp (100 căn phân khúc Valora) từ dự án Southgate có biên lợi nhuận góp cao hơn các mảng khác chiếm 68,0% doanh thu 9T23 của NLG. Điều này đã hỗ trợ biên LN góp 9T23 tăng 13,5 điểm % so với 9T22.

Chi phí lãi vay trong 9T23 tăng 81,3% svck lên 217 tỷ đồng (8,9 triệu USD) do mặt bằng lãi suất cao hơn, nhưng LN ròng cải thiện nhờ chi phí BH&QLDN giảm đáng kể 18,3% xuống còn 626 tỷ đồng (25,5 triệu USD).

### KQKD 9T23: Phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi

Doanh thu 9T23 giảm 43,0% svck do hoạt động bàn giao chủ yếu diễn ra vào Q4/23. Tuy nhiên, LN ròng 9T23 tăng ấn tượng lên mức ấn tượng 194 tỷ đồng (+62,7% svck).

## Triển vọng 2023-25:

### Điều chỉnh dự phóng KQKD

Hình 2: Điều chỉnh dự phóng 2023-24 – Biên LN gộp 2023 sẽ cải thiện nhờ phần lớn sản phẩm thuộc giai đoạn 1A1 dự án Izumi sẽ được bàn giao vào Q4/23.

(tỷ đồng)	Mới		Cũ		Thay đổi		Lưu ý
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.792</b>	<b>6.177</b>	<b>4.857</b>	<b>7.493</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-17,6%</b>	Dự phóng doanh thu cho năm 2023 của chúng tôi gần như không thay đổi, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu bàn giao năm 2024 do doanh số ký bán trong 9T23 không đạt như kỳ vọng của chúng tôi.
Lợi nhuận gộp	2.437	2.925	1.871	3.262	30,3%	-10,3%	
Biên LN gộp	50,8%	47,3%	38,5%	43,5%	12,3 điểm %	3,8 điểm %	Dự phóng LN gộp 2023 sẽ cải thiện 12,3 điểm % so với báo cáo cập nhật trước nhờ ghi nhận doanh thu từ bàn giao dự kiến đạt khoảng 1.871 tỷ đồng (77,1 triệu USD) từ phân khúc thấp tầng cao cấp (Valora) của dự án Izumi trong Q4/23. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp năm 2024 giảm 3,5 điểm % so với biên LN gộp năm 2023 do có sự đóng góp từ phân khúc nhà giá rẻ (Ehome Nam Long II - Cần Thơ).
Chi phí BH&QLDN	(1.642)	(1.631)	(1.328)	(1.764)	23,6%	-7,5%	
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>794</b>	<b>1.294</b>	<b>544</b>	<b>1.497</b>	<b>46,0%</b>	<b>-13,6%</b>	
Thu nhập khác	10	10	10	10	0,0%	0,0%	
LNTT	999	1.373	960	1.664	4,1%	-17,5%	
LN ròng	519	722	607	896	-14,5%	-19,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Nội tại vững chắc nhờ phân khúc sản phẩm hợp lý

Chúng tôi nhận thấy nhiều yếu tố tích cực tác động lên triển vọng ngành trong 2024: (1) Mặt bằng lãi suất giảm kích thích nhu cầu của người mua nhà và các DN phát triển BĐS; (2) Các cơ quan quản lý đang tích cực là tháo gỡ nút thắt pháp lý trong bối cảnh nguồn cung mới ở TP.HCM giảm mạnh 57,2% svck xuống còn khoảng 7.700 căn trong 9T23 do thủ tục pháp lý phê duyệt các dự án xây dựng mới bị trì hoãn, khiến các nhà phát triển bất động sản đang gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn; (3) Các doanh nghiệp BĐS đã tích cực cơ cấu lại cơ cấu vốn bằng cách giảm nợ vay và tăng cường hợp tác với các đối tác lớn có uy tín để tránh phải chịu nhiều rủi ro khi phát triển dự án độc lập.

Giá trị ký bán năm 2023 của NLG không đạt kỳ vọng của chúng tôi do sự chậm trễ trong một số hoạt động mở bán sẽ lùi sang năm 2024-25 do thị trường bất động sản nhà ở phục hồi không như kỳ vọng của NLG. Trong 11T23, phần lớn giá trị ký bán đến từ các sản phẩm thuộc phân khúc bình dân và trung cấp. Chúng tôi dự kiến giá trị ký bán đạt khoảng 1.250 tỷ đồng (51,5 triệu USD) trong T12/23 từ dự án Akari City, Mizuki Park, Waterpoint (Southgate), Nam Long II Central Lake (Ehomes Cần Thơ). Nhờ đó sẽ nâng doanh số ký bán năm 2023 lên khoảng 4.250 tỷ đồng (175,0 triệu USD), giảm 57,4% svck.

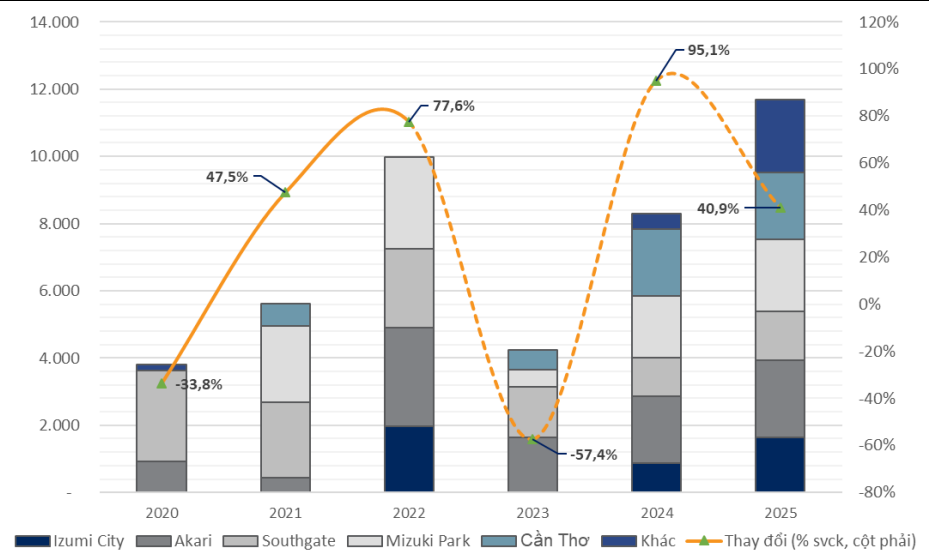
Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng giá trị ký bán sẽ phục hồi tốt, đạt 8.350 tỷ đồng (343,9 triệu USD) nhờ các dự án Akari, Southgate, Mizuki Park, Cần Thơ (xem [Phụ lục A](#) – Các dự án trọng điểm của NLG sẽ được triển khai trong giai đoạn 2023-25). Sự cải thiện của giá trị ký bán trong năm 2024 phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi rõ ràng hơn của thị trường BĐS nhà ở trong nửa cuối 2024, dẫn dắt sự tăng trưởng ổn định trong các giai đoạn tiếp theo. Do đó, chúng tôi dự phóng giá trị ký bán trong năm 2025 sẽ đạt 11.680 tỷ đồng (481,1 triệu USD), vượt qua mức đỉnh năm 2022. Sự tăng trưởng này đến từ việc mở bán các giai đoạn tiếp theo của các dự án được mở bán trong năm 2024 và giai đoạn trước đó, cùng với mở bán mới các dự án khác như dự án VSIP Hải Phòng và Paragon Đại Phước.

Lãi suất đang hạ nhiệt cùng với các nút thắt pháp lý đang được tháo gỡ quyết liệt, và Luật Bất động sản sửa đổi (bao gồm: Luật Nhà ở – thông qua ngày 28

tháng 11; Luật Kinh doanh Bất động sản – thông qua ngày 29 tháng 11; Luật Đất đai – dự kiến thông qua vào tháng 4 – tháng 5 năm 2024) thông qua, được kỳ vọng giúp các đợt mở bán của NLG sẽ đạt được tỷ lệ hấp thụ ấn tượng.

Chúng tôi đánh giá Luật Bất động sản sửa đổi trong kỳ họp này sẽ ảnh hưởng đến các chủ đầu tư bán các dự án nhà ở hình thành trong tương lai như NLG. Tuy nhiên, đối với NLG, tác động sẽ không đáng kể nhờ các yếu tố sau: 1) Sức khỏe và cấu trúc tài chính lành mạnh với dòng tiền ổn định đến từ các đợt thanh toán của khách hàng; 2) Quỹ đất có pháp lý rõ ràng, giúp NLG hầu như luôn có giấy phép mua bán hàng trước khi mở bán nhờ đó có thể thu tiền trước từ khách hàng lên tới 30% giá trị BĐS thay vì chỉ tối đa 5% như các chủ đầu tư bất động sản khác theo luật. Vì vậy, chúng tôi cho rằng Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi sẽ không phải là thách thức lớn đối với NLG.

**Hình 3: Giá trị kỳ bán giai đoạn 2023-25 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: Kế hoạch phát triển dự án của NLG**

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu của NLG	Diện tích đất (ha)	Kế hoạch phát triển*							
					2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 trở đi
Mizuki	Bình Chánh, TP.HCM	Flora Valora	50%	26,2								
Southgate	Bến Lức, Long An	Khu đô thị	60%	165,0								
Akari	Bình Tân, TP.HCM	Flora	50%	8,8								
Nam Long 2	Cái Răng, Cần Thơ	Ehomes Đất nền	100%	43,0								
Izumi City	Đồng Nai	Valora	65%	170,0								
VSIP Hải Phòng	Thủy Nguyên, Hải Phòng	Ehomes Valora	50%	21,0								
Waterpoint (Giai đoạn 2)	Bến Lức, Long An	Khu đô thị	100%	190,0								
Đại Phước	Đồng Nai	Khu đô thị	100%	45,0								

(\* Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xám.

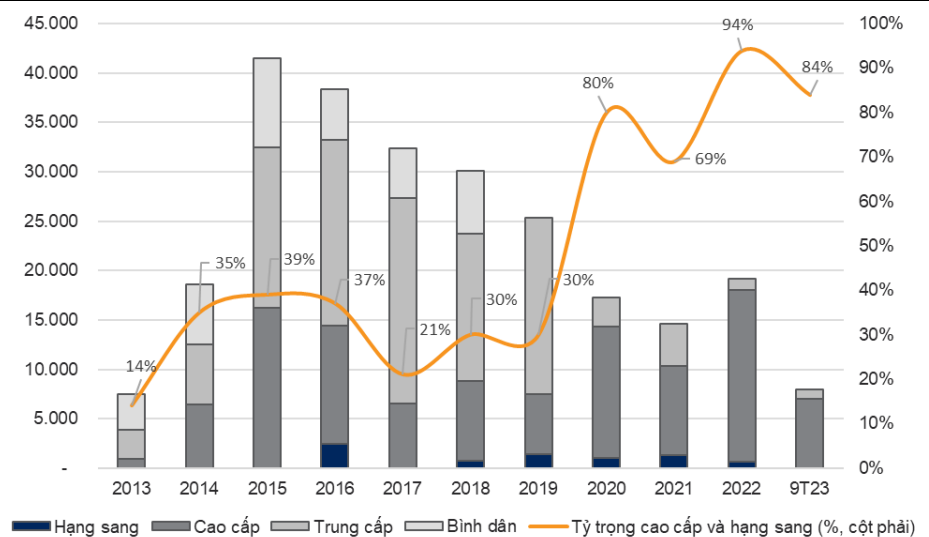
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Thiếu hụt nguồn cung nhà ở phân khúc trung cấp là động lực cho NLG**

Thị trường đang trong giai đoạn mất cân đối cung cầu, với tình trạng dư cung ở phân khúc cao cấp (đặc biệt tại TP.HCM – với 84% nguồn cung căn hộ mới trong 9T23 đến từ phân khúc cao cấp) và thiếu hụt cung nhà ở vừa túi tiền và trung cấp – gắn liền với nhu cầu thực ở của người mua nhà. Trong 9T23, nguồn cung mới tại TP.HCM chỉ đạt 7.748 căn, giảm mạnh 57,2% so với 9T22. Tỷ lệ hấp thụ của 9M23 chỉ đạt khoảng 66%, do phần lớn nguồn cung đến từ phân khúc cao cấp, chưa phù hợp với nhu cầu thực ở của người mua nhà. Tuy nhiên, với lãi suất mua nhà có xu hướng giảm (lãi suất tiền gửi đã giảm về mức thấp hơn mức đáy của thời kỳ COVID-19), chúng tôi kỳ vọng nguồn cung nhà ở và tỷ lệ hấp thụ sẽ cải thiện trong giai đoạn 2024-25.

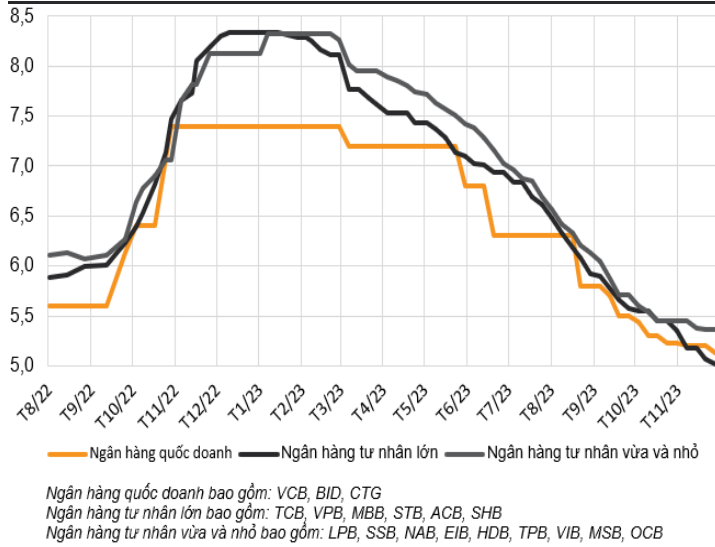
Vì vậy, những DN phát triển BĐS nhà ở với quỹ đất sạch, cấu trúc tài chính lành mạnh, phát triển những phân khúc sản phẩm đa dạng gắn với liên nhu cầu thực tế và có chính sách hỗ trợ khách hàng hấp dẫn như NLG sẽ là điểm sáng trong bối cảnh nguồn cung suy yếu và thị trường đầy thách thức. (NLG đạt tỷ lệ hấp thụ trên 85% khi ra mắt 2.700 sản phẩm giai đoạn 2 của dự án Akari.)

**Hình 5: Nguồn cung nhà ở vừa túi tiền và trung cấp ngày càng khan hiếm ở TP.HCM (căn).**



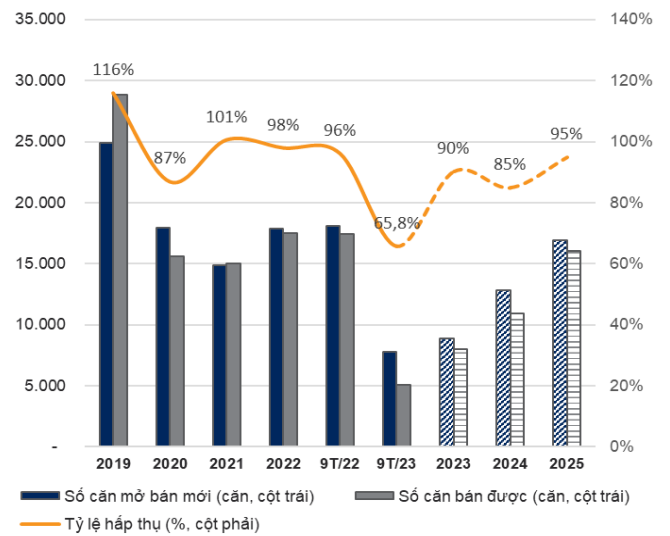
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

**Hình 6: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng tính đến cuối tháng 11 (%)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: Nguồn cung mới và tỷ lệ hấp thụ tại TP.HCM (căn)**



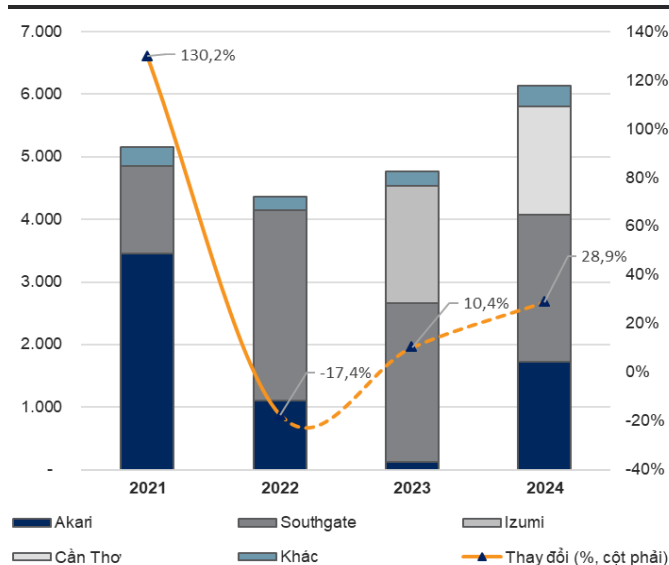
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

**Triển vọng kinh doanh năm 2023-24 đến từ nhiều nguồn lợi nhuận**

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 của NLG sẽ tăng 10,4% svck lên 4.792 tỷ đồng (197,4 triệu USD), với biên LN gộp tăng 5,1 điểm % svck lên 50,8% nhờ bàn giao sản phẩm phân khúc thấp tầng (Valora) của dự án Izumi City (phân khu 1A1). Doanh thu năm 2024 của NLG kỳ vọng sẽ tăng 28,9% svck lên 6.177 tỷ đồng (254,4 triệu USD) với biên LN gộp giảm xuống còn 47,3%, giảm 3,5 điểm % so với 2023 do một phần sản phẩm bàn giao trong 2024 thuộc phân khúc nhà giá rẻ có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn từ dự án Nam Long II (Cần Thơ)

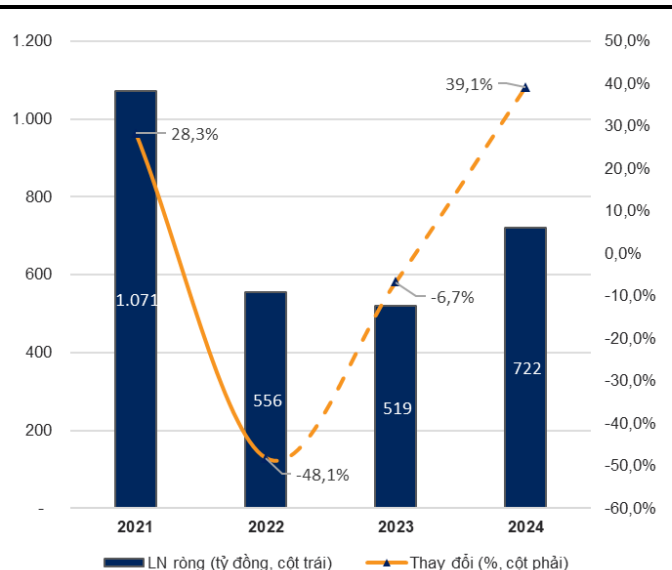
Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2023 của NLG giảm 6,7% svck xuống còn 519 tỷ đồng (21,4 triệu USD), giảm 14,5% so với báo cáo cập nhật trước do dự án Paragon Đại Phước hoãn thời gian thoái vốn qua năm 2024. Tuy nhiên LN ròng năm 2023 của NLG giảm không đáng kể nhờ phần lớn sản phẩm thuộc phân khu 1A1 (phân khúc thấp tầng) dự án Izumi City sẽ bàn giao trong Q4/23. LN năm 2024 của NLG sẽ tăng đáng kể 39,1% so với cùng kỳ lên 722 tỷ đồng.

**Hình 8: Doanh thu từ bàn giao BĐS giai đoạn 2023-24 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: LN ròng giai đoạn 2023-24 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá: Hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 40.400 bởi:

Phản ánh chi phí vốn đã điều chỉnh giảm đáng kể so với lần cập nhật trước. Chúng tôi áp dụng giả định WACC thấp hơn là 13,3% (từ 15,5% trong báo cáo cập nhật trước), với lãi suất phi rủi ro (Rf) là 2,7% (lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ Việt Nam tính đến ngày 30 tháng 9 năm 2023) và phần bù rủi ro thị trường (Rm) là 9,6% (theo điều chỉnh từ [NYU Stern](#)).

Hình 10: Định giá cổ phiếu (tỷ đồng)

Tên dự án	Giá trị hợp lý Q1/23	Giá trị hợp lý Q3/23	Tỷ lệ sở hữu	Phương pháp	Chú thích
Southgate	2.532	2.188	50%	DCF	
Waterpoint (Giai đoạn 2)	3.192	3.112	100%	So sánh	
Mizuki Park	1.129	1.382	50%	DCF	
Cần Thơ	779	1.205	100%	DCF	
Akari	1.208	1.264	50%	DCF	
Hải Phòng	563	594	100%	DCF	
Izumi City	9.881	8.796	65%	DCF	Điều chỉnh giảm do hoạt động mở bán dời lại so với kỳ vọng.
Đại Phước	1.346	1.528	50%	DCF	
Khác	593	725	100%	BV	
<b>Tổng</b>	<b>19.877</b>	<b>20.794</b>			
<b>Cộng:</b>					
Tiền và tương đương tiền	4.281	3.507			
Tài sản khác	2.578	2.350			Bao gồm 2.006 tỷ đồng từ khoảng Đầu tư vào Công ty liên doanh, liên kết.
<b>Trừ:</b>					
Nợ vay	5.605	5.662			
Nợ phải trả khác	60	176			
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.111	4.047			
<b>RNAV</b>	<b>16.960</b>	<b>16.767</b>			
<b>Số lượng CPĐLH (triệu CP)</b>	<b>383</b>	<b>383</b>			
<b>Chiết khấu RNAV</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>			Mặc dù tiến độ pháp lý của các dự án đã cải thiện, chúng tôi vẫn giữ nguyên mức chiết khấu từ lần cập nhật trước. Vì tiến độ mở bán của các dự án đã dời lại so với kỳ vọng ban đầu và NLG vẫn đang tiếp tục tái cấu trúc hoạt động kinh doanh của mình.
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>39.850</b>	<b>40.400</b>			
<b>Giả định WACC</b>					
Phần bù rủi ro thị trường (Rm)	11,0%	9,6%			
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	4,0%	2,7%			
Beta	1,3	1,3			
Chi phí VCSH	18,3%	15,2%			
Chi phí nợ vay	11,0%	11,0%			
Tỷ trọng nợ vay	30,0%	30,1%			
Tỷ trọng VCSH	70,0%	69,9%			
<b>WACC</b>	<b>15,5%</b>	<b>13,3%</b>			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập bởi:

- 1) Giá cổ phiếu NLG đã tăng 17,7% kể từ báo cáo cập nhật trước.
- 2) Hoạt động mở bán trong 9T23 đã không đạt kỳ vọng của chúng tôi, chỉ đạt 1.769 tỷ đồng (72,9 triệu USD) từ các dự án Waterpoint, Akari City và Mizuki Park. Tương đương với doanh số ký bán của 9T23 giảm mạnh 82,2% so với 9T22, do các hoạt động mở bán mới sẽ dời lại, chủ yếu diễn ra vào trong 2H24-2025.

NLG hiện đang giao dịch ở mức P/B 1,5 lần, bằng mức P/B trung bình ngành 1,5 lần và thấp hơn mức P/B trung bình 3 năm là 1,6 lần. Chúng tôi tin rằng mức định giá này phản ánh phù hợp với DN phát triển BĐS có cơ cấu tài chính lành mạnh, tập trung phát triển các sản phẩm thuộc phân khúc đáp ứng với nhu cầu thực ở của người mua nhà cùng với quỹ đất có pháp lý rõ ràng với năng lực triển khai dự án toàn diện.

Tiềm năng tăng giá đến từ việc các cơ quan quản lý vào cuộc quyết liệt hơn nhằm giải quyết các nút thắt trong lĩnh vực BĐS nhà ở, qua đó giúp tâm lý thị trường chung được cải thiện. Rủi ro giảm giá: 1) tiến độ bàn giao, cấp phép xây dựng và cấp phép mở bán mới chậm hơn dự kiến; 2) Sức hấp thụ của các đợt mở bán mới của KDH chưa đạt kỳ vọng.

**Hình 11: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành**

Công ty	Mã	Giá hiện tại		P/E (lần)			P/B (lần)			EPS 3 năm		Tăng trưởng DT (%)		ROE (%)		Nợ ròng/VCSH tại Q3/23 (%)
		Nội tệ	Tr. USD	Trượt	2023	2024	Hiện tại	2023	2024	Tăng trưởng kép	2023	2023	2024			
<b>BĐS nhà ở, nghỉ dưỡng</b>																
Vinhomes	VHM VN	41.200	7.396	4,3	5,2	5,3	1,0	1,0	0,9	(0,4)	10,5	20,7	18,3	19,7		
Novaland	NVL VN	16.900	1.359	N/A	N/A	N/A	0,8	0,9	0,9	11,2	N/A	(3,8)	(0,7)	126,4		
Phát Đạt	PDR VN	27.550	839	145,2	N/A	N/A	2,1	N/A	N/A	38,7	N/A	N/A	N/A	38,2		
Khang Điền	KDH VN	30.300	999	32,4	24,6	24,9	1,8	1,7	1,7	(6,9)	(22,5)	10,7	17,0	17,3		
Đất Xanh	DXG VN	18.950	556	N/A	73,2	39,1	1,3	1,3	1,2	53,1	23,9	6,2	9,6	33,8		
Đầu tư phát triển xây dựng	DIG VN	26.600	669	148,9	N/A	N/A	2,0	N/A	N/A	0,1	N/A	2,6	N/A	30,5		
An Gia	AGG VN	25.000	129	N/A	N/A	N/A	1,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	36,5		
<i>Trung bình</i>				<i>63,1</i>	<i>34,3</i>	<i>23,1</i>	<i>1,5</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>16,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,7</i>	<i>11,1</i>	<i>43,2</i>		
<i>Trung vị</i>				<i>147,1</i>	<i>24,6</i>	<i>24,9</i>	<i>1,3</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>	<i>5,7</i>	<i>10,5</i>	<i>5,5</i>	<i>8,4</i>	<i>33,8</i>		
<b>Nam Long</b>	<b>NLG VN</b>	<b>37.700</b>	<b>598</b>	<b>23,1</b>	<b>28,9</b>	<b>13,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>(16,1)</b>	<b>10,4</b>	<b>5,5</b>	<b>7,2</b>	<b>16,4</b>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

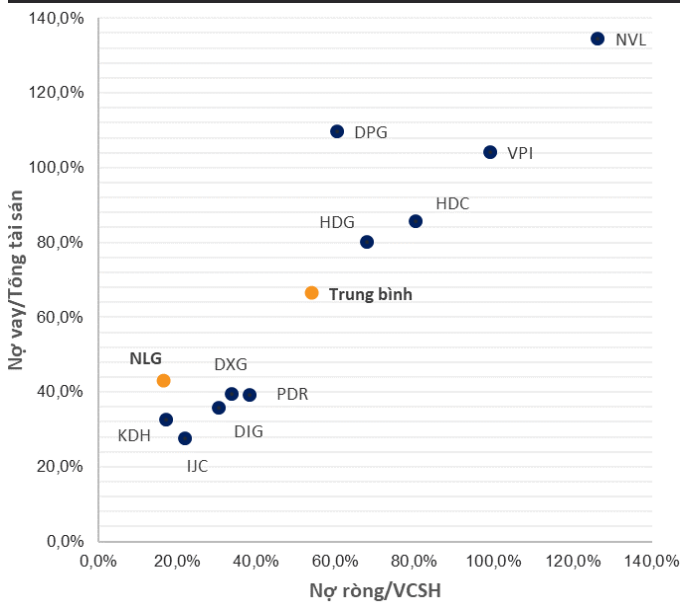


## Phân tích cấu trúc tài chính: Cấu trúc tài chính của NLG duy trì lành mạnh

**Dù nhiều yếu tố tích cực hỗ trợ thị trường BĐS, cách tiếp cận thận trọng trong HĐKD của NLG vẫn rất cần thiết**

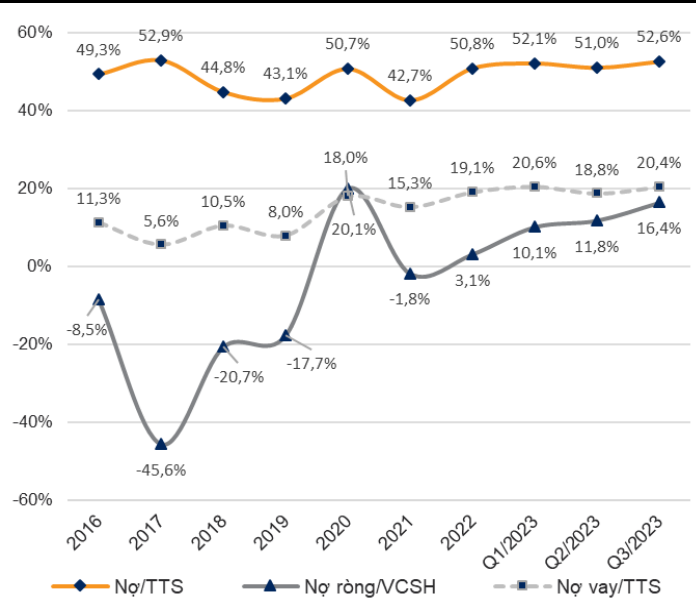
NLG nổi bật nhờ duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh với rủi ro thanh khoản không đáng kể khi tỷ lệ **nợ ròng/VCSH chỉ 16,4%** so với mức trung bình ngành là 54-58%, tài khoản tiền và tương đương tiền của NLG là 3.507 tỷ đồng (144,4 triệu USD), chiếm 13,0% trên tổng tài sản, so với 2.000 đồng (82,4 triệu đô la Mỹ) / 1.500 tỷ đồng (61,8 triệu đô la Mỹ) tiền đáo hạn các khoản vay trong năm 24-25. NLG cũng thể hiện cơ cấu nguồn vốn an toàn với tỷ lệ **nợ/tổng tài sản ấn tượng ở mức 52,6%** so với mức trung bình ngành là 63-66%, nhờ chiến lược hợp tác với các đối tác uy tín quốc tế để thực hiện các dự án lớn, nhờ đó duy trì đòn bẩy tài chính ở mức thấp, đồng thời tăng nguồn thu nhập từ quản lý dự án. Nhờ vậy, NLG có nhiều năng lực hơn trong việc đưa ra các chính sách hấp dẫn để hỗ trợ người mua nhà (vì vậy giúp NLG luôn đạt tỷ lệ lấp đầy ấn tượng ở các đợt mở bán mới) và tránh được áp lực thanh toán ngắn hạn. Ngoài ra NLG cũng thể hiện được sự uy tín nhờ năng lực thực hiện dự án đúng tiến độ cam kết, qua đó đảm bảo nguồn tiền nhận được từ thanh toán của khách hàng ổn định theo các đợt thanh toán.

Hình 12: NLG sở hữu cấu trúc tài chính lành mạnh so với TB ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Chỉ số đòn bẩy của NLG duy trì ở mức ổn định tại cuối Q3/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Phụ lục A: Các dự án chính được NLG triển khai giai đoạn 2023 – 2025

**Hình 14: Dự án Southgate (Waterpoint giai đoạn 1):** Đã nhận được giấy phép mở bán cho phân khu Pearl; Giai đoạn 1 và 2 của phân khu Ehome đã được bàn giao, Giai đoạn 3 của phân khu Ehome đang được xây dựng (tiến độ đến phần xây móng)



- Vị trí: Nằm ngay điểm đầu đường cao tốc Bến Lức – Long Thành nối thẳng sân bay quốc tế Long Thành. Thuận lợi kể nối với đường vành đai 3 sắp tới nối Tp.HCM, Long An, Đồng Nai và Bình Dương.
- Chủ đầu tư và đối tác: Nam Long, NNR, TBS, Tân Hiệp
- Tổng diện tích: 165ha
- Mật độ xây dựng: 23%
- Số sản phẩm : 3.606 căn
- Sản phẩm chính: Biệt thự / Nhà phố / Nhà phố thương mại / Ehome
- Thời gian phát triển: 2019 - 2025

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Dự án Mizuki:** Phân khu MP9-10 đã cất nóc và phân khu Flora Panoramic đang thi công, dự kiến bàn giao đúng tiến độ Q3/23



- Vị trí: Tọa lạc trên đại lộ Nguyễn Văn Linh, Bình Chánh, Tp.HCM rộng 120m gồm 10 làn xe nối thẳng quận 7, quận 2
- Tổng diện tích: 26ha
- Mật độ xây dựng: 29%
- Số sản phẩm:
  - Giai đoạn 1: 1.500 căn
  - Giai đoạn 2: 1.601 căn
  - Giai đoạn 3: 1.830 căn
- Sản phẩm chính: Căn hộ / Biệt thự / Nhà phố thương mại
- Thời gian bàn giao: giai đoạn 1: Q4/19, giai đoạn 2: cuối Q4/22, giai đoạn 3: Q3/24

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: Dự án Akari City:** Đã hoàn thành cất nóc giai đoạn 2 và dự kiến bắt đầu bàn giao vào H2/24



- Vị trí: Tọa lạc trên đại lộ Võ Văn Kiệt, Bình Tân, Tp.HCM, trục đường huyết mạch của thành phố nối phía Đông và Tây Sài Gòn
- Chủ đầu tư và đối tác: Nam Long, NNR & Hankyu, Hanshin
- Tổng diện tích: 8,5ha
- Mật độ xây dựng: 33%
- Số sản phẩm: 6 tòa cung cấp 5.005 căn hộ
  - Giai đoạn 1: 1.803 căn
  - Giai đoạn 2: 1.690 căn
  - Giai đoạn 3: 1.512 căn
- Sản phẩm chính: Căn hộ
- Thời gian phát triển: Giai đoạn 1: Q4/21, giai đoạn 2: H2/24, giai đoạn 3: H2/25

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

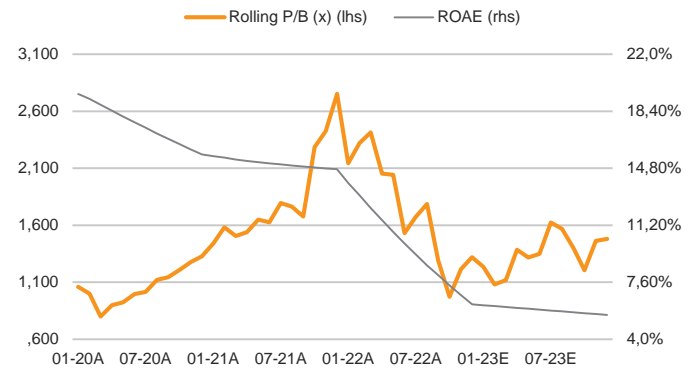
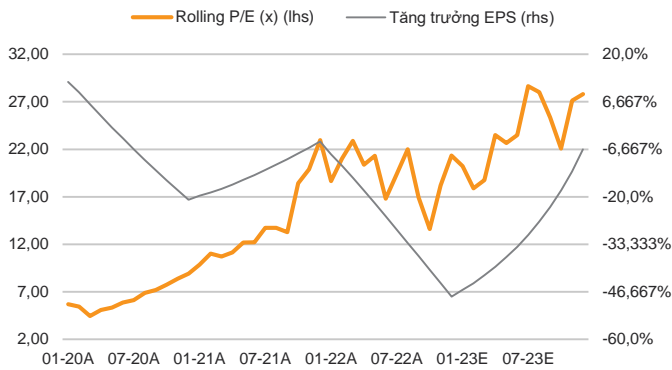
**Hình 17: Izumi project: Đã hoàn thiện xây dựng phân khu 1A1 và sẽ bàn giao trong T12/23. Giai đoạn tiếp theo đang chờ phê duyệt quy hoạch 1:500, kỳ vọng sẽ mở bán trở lại vào nửa cuối 2024**



- Vị trí: Tọa lạc tại xã Long Hưng, Biên Hòa, Đồng Nai. Dự án sẽ hưởng lợi từ sự phát triển cơ sở hạ tầng trong khu vực, bao gồm mở rộng đường kết nối với tuyến cao tốc Long Thành – Tp.HCM. Sau khi hoàn thành, dự kiến thời gian di chuyển từ dự án đến Tp.HCM giảm từ 1-1,5 giờ xuống còn 45 phút.
- Chủ đầu tư và đối tác: Nam Long & Hankyu Hanshin
- Tổng diện tích: 170ha
- Mật độ xây dựng: 35,6%
- Số sản phẩm: 6 giai đoạn gồm 2.922 căn
- Sản phẩm chính: Biệt thự / Nhà phố
- Thời gian bàn giao: 2023-26

*Nguồn: VNDIRECT RESEARCH*

Valuation



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	4.339	4.792	6.177
Giá vốn hàng bán	(2.355)	(2.355)	(3.252)
Chi phí quản lý DN	(644)	(934)	(970)
Chi phí bán hàng	(511)	(708)	(661)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>829</b>	<b>794</b>	<b>1.294</b>
EBITDA thuần	794	728	1.227
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>36</b>	<b>66</b>	<b>67</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>829</b>	<b>794</b>	<b>1.294</b>
Thu nhập lãi	386	120	120
Chi phí tài chính	(199)	(300)	(243)
Thu nhập ròng khác	29	10	10
TN từ các Cty LK & LD	25	376	192
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.070</b>	<b>999</b>	<b>1.373</b>
Thuế	(204)	(170)	(182)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(309)	(311)	(470)
<b>LN ròng</b>	<b>556</b>	<b>519</b>	<b>722</b>
Thu nhập trên vốn	556	519	722
Cổ tức phổ thông	(115)	(115)	(115)
<b>LN giữ lại</b>	<b>441</b>	<b>404</b>	<b>607</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	3.773	4.226	2.931
Đầu tư ngắn hạn	987	987	987
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.570	2.791	3.361
Hàng tồn kho	14.830	16.985	19.863
Các tài sản ngắn hạn khác	559	379	379
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>23.720</b>	<b>25.368</b>	<b>27.521</b>
Tài sản cố định	179	159	138
Tổng đầu tư	2.136	966	966
Tài sản dài hạn khác	1.049	1.286	1.299
<b>Tổng tài sản</b>	<b>27.085</b>	<b>27.780</b>	<b>29.925</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.804	1.804	2.492
Phải trả người bán	981	982	1.355
Nợ ngắn hạn khác	6.065	6.151	7.427
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>8.851</b>	<b>8.937</b>	<b>11.275</b>
Vay & nợ dài hạn	3.375	2.925	1.925
Các khoản phải trả khác	1.543	1.534	1.290
Vốn điều lệ và	3.841	3.830	3.830
LN giữ lại	2.493	3.263	3.844
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.990</b>	<b>9.748</b>	<b>10.330</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.325	4.636	5.105
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>27.085</b>	<b>27.780</b>	<b>29.925</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.070</b>	<b>999</b>	<b>1.373</b>
Khấu hao	36	66	67
Thuế đã nộp	(211)	(170)	(182)
Các khoản điều chỉnh khác	(407)	(610)	(313)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(1.519)</b>	<b>(1.317)</b>	<b>(2.126)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>(1.031)</b>	<b>(1.031)</b>	<b>(1.180)</b>
Đầu tư TSCĐ	(73)	(8)	(9)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	525	1.675	322
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>452</b>	<b>1.667</b>	<b>314</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	187	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	3.595	0	0
Đóng tiền từ HĐTC khác	(2.021)	(68)	(313)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(521)	(115)	(115)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>1.241</b>	<b>(183)</b>	<b>(428)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3.112	3.773	4.226
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>662</b>	<b>453</b>	<b>(1.295)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3.773	4.227	2.932

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	12,8%	10,8%	11,7%
Vòng quay TS	0,17	0,17	0,21
ROAA	2,2%	1,9%	2,5%
Đòn bẩy tài chính	2,83	2,93	2,87
ROAE	6,2%	5,5%	7,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	110,2	40,5	37,4
Số ngày nắm giữ HTK	2.298,6	2.632,0	2.235,2
Số ngày phải trả tiền bán	152,1	152,1	152,5
Vòng quay TSCĐ	31,26	28,30	41,55
ROIC	3,0%	2,7%	3,6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,7	2,8	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	0,9	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,3
Vòng quay tiền	2.256,7	2.520,4	2.120,1
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(16,6%)	10,4%	28,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	6,2%	(4,3%)	62,9%
Tăng trưởng LN ròng	(48,1%)	(6,7%)	39,1%
Tăng trưởng EPS	(48,1%)	(6,7%)	39,1%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

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 -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

---

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Trần Trung Kiên – Chuyên viên Phân tích

Email: [kien.trantrung@vndirect.com.vn](mailto:kien.trantrung@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

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 -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

---

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: [tu.nguyencam2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyencam2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>