

22/05/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Doanh số bán hàng hồi phục mạnh mẽ so với cùng kỳ**

Doanh số bán hàng trong Quý 1/2024 hồi phục mạnh mẽ đạt 1,168 tỷ VND (+5xYoY), nhờ phân khúc căn hộ của hai dự án Akari City và Mizuki. Hai dự án này ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt với doanh số đạt lần lượt là 542 tỷ VND và 246 tỷ VND.

**Doanh số ước tính năm 2024 đạt 5,264 tỷ VND (+37%YoY)**

Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng năm 2024 đạt 5,264 tỷ VND (+37%YoY) đến từ các dự án Akari City, Mizuki Park, Southgate và EhomeS Cần Thơ. Dự báo của KBSV thấp hơn 45% so với kế hoạch của doanh nghiệp đã đặt ra là 9,554 tỷ VND

**Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2024 đạt 576 tỷ VND (+19%YoY)**

Chúng tôi dự báo LNST của NLG năm 2024 đạt 576 tỷ VND (+19%YoY) từ bàn giao dự án Southgate, Izumi City, Mizuki Park và bắt đầu bàn giao dự án Akari City và Cần Thơ. KBSV kỳ vọng NLG sẽ hoàn thiện thủ tục pháp lý để ghi nhận khoản lãi từ thoái vốn 25% dự án Paragon trong năm 2024.

**Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu: 46,100VND/cổ phiếu**

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với cổ phiếu Nam Long nhờ (1) Nền tảng cơ bản vững chắc với cơ cấu tài chính an toàn và (2) Các dự án căn hộ trung cấp/vừa túi tiền vẫn thu hút được người mua có nhu cầu ở thực. Tuy nhiên, giá cổ phiếu Nam Long có mức tăng khoảng 20% so với thời điểm đầu năm, hiện đang giao dịch ở mức P/B 2024fw là 1.8x, tương đương +1std của trung bình P/B 5 năm của NLG. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu NLG với mức giá mục tiêu là 46,100 VND/cp, cao hơn 5% so với giá đóng cửa ngày 21/05/2024.

## TRUNG LẬP thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>46,100 VND</b>
Tăng/giảm (%)	5%
Giá hiện tại (21/05/2024)	44,100 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	46,300 VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	17.4/0.7

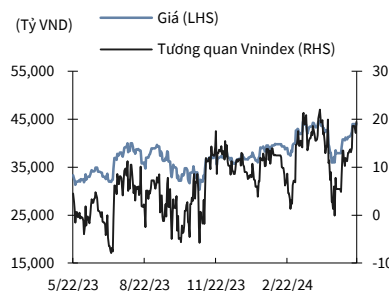
### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,339	3,181	5,462	6,901
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,041	942	1,217	1,456
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	556	484	576	621
EPS (VND)	1,448	1,257	1,496	1,613
Tăng trưởng EPS (%)	-48	-13	19	8
P/E (x)	27.31	36.72	30.14	27.96
P/B (x)	1.69	1.80	1.77	1.69
ROE (%)	4.2	3.6	4.0	4.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0	1	1	1

Nguồn: Bloomberg, KBSV

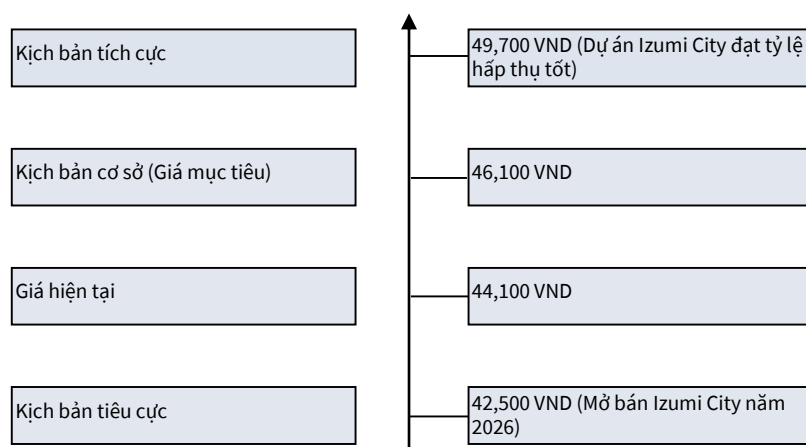
<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	56.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	161.4/6.5
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Cổ đông lớn	Chủ tịch HĐQT Nguyễn Xuân Quang (12%)

<b>Biến động giá cổ phiếu (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối	18.9	13.1	15.6	32.4
Tương đối	11.6	9.0	0.9	13.1



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Quan điểm định giá



### Kịch bản cơ sở:

- 1) Mở bán Izumi City trong năm 2025 (Doanh số 1,522 tỷ VND)
- 2) Mở bán đất nền Cần Thơ năm 2024 (Doanh số 222 tỷ VND)

### Kịch bản tích cực:

- 1) Mở bán Izumi City trong năm 2025 (Doanh số 2,530 tỷ VND)
- 2) Mở bán đất nền Cần Thơ năm 2024 (Doanh số 370 tỷ VND)

### Kịch bản tiêu cực:

- 1) Mở bán Izumi City năm 2026
- 2) Mở bán đất nền Cần Thơ năm 2025

Nguồn: KB Securities Vietnam

## Dự phóng KQKD điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	5,047	6,723	5,462	6,901	8.2	2.6
EBIT	997	1,115	1,085	1,208	8.8	8.3
LNST công ty mẹ	541	614	576	621	6.4	1.1

Nguồn: KB Securities Vietnam ước tính

## Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	5,462	6,901	6,313	6,161	(13.5)	12.0
EBIT	1,085	1,208	1,139	1,232	(4.7)	(1.9)
LNST công ty mẹ	576	621	597	671	(3.5)	(7.4)

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Cơ cấu doanh thu 2023



## Hoạt động kinh doanh

NLG duy trì vị thế dẫn đầu trong phát triển nhà ở phân khúc trung cấp và vừa túi tiền với các dòng sản phẩm chính là Ehome, Valora và Flora. NLG hiện đang sở hữu quỹ đất lớn lên tới hơn 600ha.

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

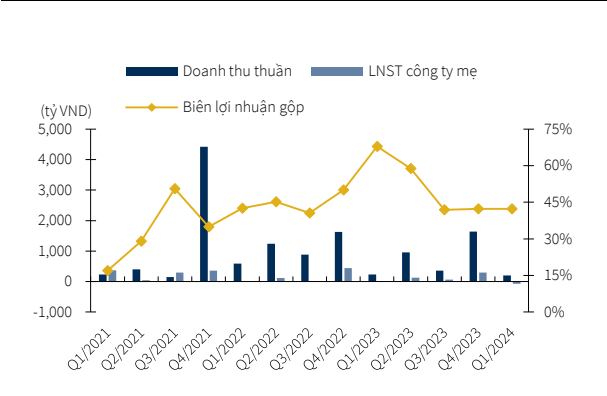
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Bảng 1. Cập nhật KQKD Quý 1/2024

(tỷ VND)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	235	205	-13%	
Chuyển nhượng BĐS	175	162	-7%	Doanh thu chuyển nhượng BĐS trong Quý 1/2024 đạt 162 tỷ VND đến từ bàn giao (1) 4 căn biệt thự Valora và 37 căn hộ Ehome tại dự án Southgate với doanh thu lần lượt là 56 tỷ VND và 42 tỷ VND và (2) 9 căn tại dự án Izumi City với doanh thu đạt 62 tỷ VND.
Lợi nhuận gộp	160	87	-46%	
Biên lợi nhuận gộp	68%	42%	-26pp	Biên lợi nhuận gộp giảm do tỷ trọng đóng góp cao hơn của biệt thự Valora (có biên lợi nhuận gộp cao) trong Quý 1/2023
Chuyển nhượng BĐS	96%	50%	-46pp	
Thu nhập tài chính	46	26	-44%	
Chi phí tài chính	-77	-51	-34%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	78	24	-69%	Lợi nhuận đến từ bàn giao 32 căn tại dự án Mizuki Park với doanh thu đạt 184 tỷ VND, giảm mạnh so với cùng kỳ do trong Quý 1/2023, NLG bàn giao 413 căn tại dự án Mizuki Park với doanh thu đạt 1,317 tỷ VND.
SG&A	-178	-145	-19%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	29	-59	-	
Lợi nhuận trước thuế (LNTT)	34	-47	-	
Biên LNTT	15%	-	-	
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	16	-65	-	
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	7	-77	-	
Biên LNST	3%	-	-	

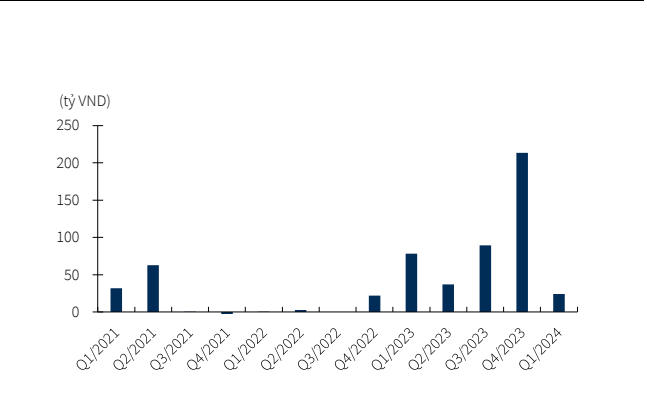
Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 2. KQKD của NLG giai đoạn 2021-2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

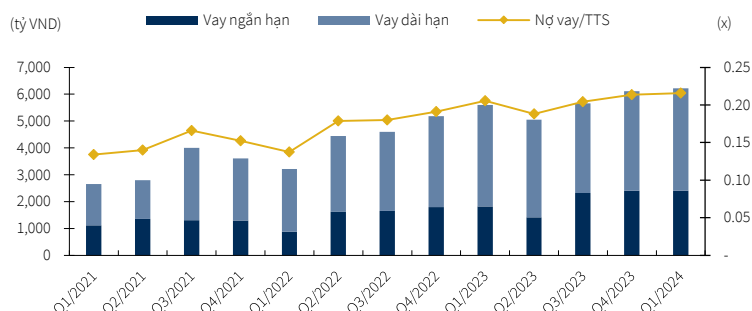
Biểu đồ 3. LN từ công ty liên kết của NLG giai đoạn 2021-2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

- Tính đến cuối Quý 1/2024, nợ vay của NLG là 6,214 tỷ VND, tăng 2% so với thời điểm đầu năm. Tỷ lệ Nợ vay/TTS là 0.22x, ở mức trung bình của các doanh nghiệp BĐS.

**Biểu đồ 4. Nợ vay của NLG giai đoạn 2021-2024**



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Doanh số bán hàng trong quý 1/2024 hồi phục mạnh mẽ so với cùng kỳ

Doanh số bán hàng trong Quý 1/2024 hồi phục mạnh mẽ đạt 1,168 tỷ VND (+5xYoY), nhờ phân khúc căn hộ của hai dự án Akari City và Mizuki. Hai dự án này ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt với doanh số đạt lần lượt là 542 tỷ VND và 246 tỷ VND nhờ (1) Định hướng đúng phân khúc sản phẩm đặc biệt là trong bối cảnh thị trường đang dư thừa nguồn cung cao cấp, đáp ứng nhu cầu ở thực của khách hàng; (2) Giá bán duy trì ở mức hợp lý, Chính sách bán hàng linh hoạt hỗ trợ khách hàng và (3) Tiến độ triển khai dự án theo đúng kế hoạch

**Bảng 5. Kết quả bán hàng Quý 1 và Kế hoạch năm 2024**

(tỷ VND)	Quý 1/2023	Q1/2024	Kế hoạch 2024F
Mizuki Park	96	246	2,352
Akari City	76	542	1,741
Southgate	66	283	2,206
Ehome Southgate			604
Cần Thơ		97	2,021
Khác			630
<b>Tổng</b>	<b>238</b>	<b>1,168</b>	<b>9,554</b>

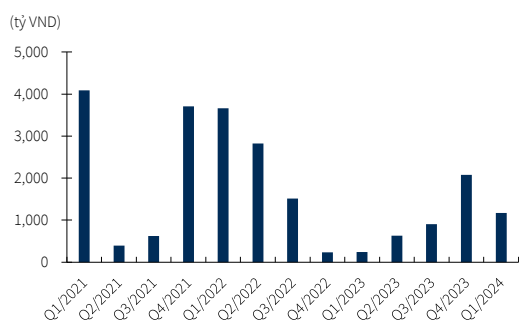
Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Mục tiêu doanh số năm 2024 đạt 9,554 tỷ đồng (+148%YoY)

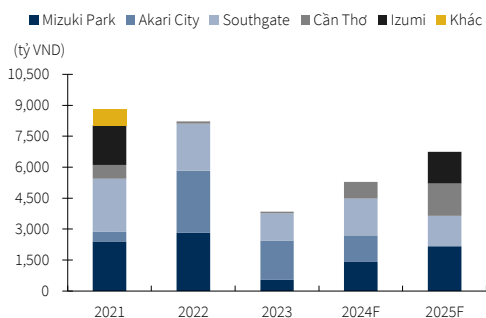
Tại ĐHCĐ 2024, Nam Long đã thông qua kế hoạch kinh doanh với mục tiêu doanh số 9,554 tỷ đồng (+148%YoY). Doanh số này từ tiếp tục bán hàng tại dự án Akari City, Mizuki Park, Southgate và mở bán sản phẩm thấp tầng tại dự án Central Lake Cần Thơ.

### KBSV ước tính doanh số bán hàng năm 2024 đạt 5,264 tỷ VND (+37%YoY)

Tuy nhiên, ước tính của KBSV thận trọng hơn với dự báo doanh số bán hàng năm 2024 đạt 5,264 tỷ VND (+37%YoY) đến từ các dự án Akari City, Mizuki Park, Southgate, Cần Thơ. Dự báo của KBSV thấp hơn 45% so với kế hoạch của doanh nghiệp, do chúng tôi nhận thấy các dự án căn hộ nội đô Akari City và Mizuki Park sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ hấp thụ tốt nhờ phân khúc sản phẩm phù hợp, bàn giao nhà đúng tiến độ, đáp ứng như cầu ở thực. Trong khi đó, khả năng hấp thụ các dự án nhà phố/biệt thự tại các tỉnh như Long An, Cần Thơ cần có thêm thời gian để hồi phục.

**Biểu đồ 6. Kết quả bán hàng theo quý giai đoạn 2021-2024**

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

**Biểu đồ 7. Doanh số bán hàng 2021-2025F**

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

**Hình 8. Dự án Waterpoint**

Dự án có diện tích 165ha nằm tại Bến Lức, Long An

- Giai đoạn 1: Mở bán Phân khu thấp tầng Rivera 1 và The Aqua từ quý 4/2019 (đã bàn giao)
- Giai đoạn 2:
  - Năm 2021 mở bán Rivera 2, Aquaria 2 và Ehome Southgate (giai đoạn 1) – đã bàn giao
  - T8/2022 mở bán đợt 1 Ehome Southgate (giai đoạn 2), 100% số căn hộ mở bán được hấp thụ, đã bàn giao
  - Tiếp tục mở bán tại các phân khu đã mở bán giai đoạn trước The Aqua 1, 2
  - Trong 4Q2023 mở bán phân khu thấp tầng Park Village (96 căn), khởi công giai đoạn 3 Ehome Southgate gồm 3 tòa với 580 căn hộ (dự kiến bàn giao 2025) – Đã bán buôn 1/3 block Ehome (Tòa A2)



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

**Hình 9. Dự án Waterpoint**

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

**Hình 10. Ehome Southgate**

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam



Hình 11. Dự án Mizuki Park

Dự án có diện tích 26ha nằm tại Bình Chánh, TP HCM với quy mô hơn 4,000 sản phẩm

- Giai đoạn 1: Đã bàn giao 1,400 căn hộ Flora MP 1-5
- Giai đoạn 2:
  - Mở bán MP 6, 7, 8 vào tháng 4/2021, đã cất nóc vào tháng 8/2022, đã bàn giao vượt tiến độ 3 tháng vào cuối năm 2022. NLG đẩy nhanh tiến độ bàn giao vào quý 4/2022 thay vì vào Quý 1/2023 như dự kiến.
  - Mở bán MP 9, 10 vào Quý 4/2021, đã tiến hành cất nóc vào đầu năm 2023 và bắt đầu bàn giao từ tháng 6/2023.
  - Mở bán Mizuki Panorama vào tháng 4/2022, đã cất nóc vào đầu năm 2023 và bàn giao từ tháng 7/2023.
  - Trong quý 1/2024, tiếp tục bàn giao Flora Panorama và Khu biệt thự The Mizuki.



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Hình 12. Dự án Mizuki Park



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Hình 13. Phân khu Flora Panorama và The Mizuki



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Dự án có diện tích 8.5ha nằm tại Bình Tân, TP HCM

- Giai đoạn 1: Đã bán hết và bàn giao 1,800 sản phẩm
- Giai đoạn 2:
  - Mở bán block AK 7,8 vào tháng 3/2022, AK 9 vào tháng 7/2022 và mở bán block AK NEO (AK 10) trong quý 3/2023
  - 21/11/2023, Nam Long đã cất nóc cả 4 tòa thuộc GĐ2, đang hoàn thiện mặt ngoài và tiện ích nội khu, dự kiến bắt đầu bàn giao vào Quý 4/2024
  - Tính đến hết Quý 1/2024, Nam Long đã bán được khoảng 1,150/1,690 căn

Hình 14. Dự án Akari City



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Dự án có diện tích 170ha nằm tại Đồng Nai

- Giới thiệu lần đầu vào quý 4/2021 với 270 sản phẩm phân khu 1A được đặt chỗ với tổng giá trị hợp đồng là 1,929 tỷ VND
- Đã bàn giao 175 sản phẩm thuộc phân khu 1A vào Quý 4/2023 và Quý 1/2024
- NLG hiện đang tạm thời dừng mở bán, đang chờ để điều chỉnh quy hoạch 1/500

Hình 15. Dự án Izumi City



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Bảng 16. Các dự án khác

Dự án	Vị trí	Diện tích	Tiến độ
Paragon Đại Phước	Đồng Nai	45ha	Đang chờ để tiến hành trình duyệt quy hoạch 1/500 điều chỉnh Dự kiến ghi nhận lãi từ thoái vốn 25% dự án Paragon trong năm 2024 do chờ hoàn thiện thủ tục cập nhật giấy chứng nhận đầu tư
VSIP Hải Phòng	Hải Phòng	21ha	Dự kiến mở bán trong năm 2025 Đã khởi công và mở bán tháp 1, 2 NOXH EhomeS trong 4Q2023 với mức giá khoảng 16 triệu/m <sup>2</sup> , sẽ bàn giao vào cuối 2024 hoặc 2025.
Cần Thơ	Cần Thơ	43ha	Dự kiến khởi công các tòa còn lại vào cuối năm 2024 (Dự án NOXH EhomeS Cần Thơ có diện tích 3,8 ha gồm 12 tòa, cao tối đa 9 tầng với quy mô 1.602 căn hộ)
EhomeS Nguyễn Sơn*	Tp. HCM		Đã hoàn thiện và bàn giao 1,436 căn trong năm 2018-2019 Đã cất nóc block C trong tháng 10/2023 (242 căn)

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam



## DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

**Bảng 17. Dự phóng kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>3,181</b>	<b>5,462</b>	<b>72%</b>	<b>6,901</b>	<b>26%</b>	
Chuyển nhượng BĐS	2,905	5,011	74%	6,303	26%	Doanh thu chuyển nhượng BĐS 2024 phần lớn đến từ dự án Akari City (chiếm 55%), dự án Cần Thơ (chiếm 24%) và hai dự án Southgate, Izumi City
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,562</b>	<b>2,653</b>	<b>70%</b>	<b>3,262</b>	<b>23%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>49%</i>	<i>49%</i>	<i>0.6pp</i>	<i>47%</i>	<i>2pp</i>	
<i>Chuyển nhượng BĐS</i>	<i>53%</i>	<i>49%</i>	<i>-4pp</i>	<i>41%</i>	<i>-8pp</i>	
Thu nhập tài chính	238	328	38%	173	-47%	Lợi nhuận tài chính đến từ khoản lãi chuyển nhượng 25% cổ phần dự án Paragon Đại Phước cho đối tác nước ngoài
Chi phí tài chính	-296	-327	10%	-339	4%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	418	131	-69%	415	216%	Lợi nhuận từ bàn giao tại dự án Mizuki Park
SG&A	-980	-1,568	60%	-2,054	31%	
<b>Lợi nhuận trước thuế (LNST)</b>	<b>968</b>	<b>1,217</b>	<b>26%</b>	<b>1,456</b>	<b>20%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>30%</i>	<i>22%</i>	<i>-8pp</i>	<i>21%</i>	<i>-1pp</i>	
<b>Lợi nhuận sau thuế (LNST)</b>	<b>800</b>	<b>1,029</b>	<b>29%</b>	<b>1,205</b>	<b>17%</b>	
<b>Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ</b>	<b>484</b>	<b>576</b>	<b>19%</b>	<b>621</b>	<b>8%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>15%</i>	<i>11%</i>	<i>-4pp</i>	<i>9%</i>	<i>-2pp</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 46,100VNĐ/cổ phiếu.

Sử dụng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu NLG là 46,100 VND/cp, cao hơn 5% so với giá đóng cửa ngày 21/05/2024.

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá tích cực đối với cổ phiếu Nam Long nhờ (1) Nền tảng cơ bản vững chắc với cơ cấu tài chính an toàn và (2) Các dự án căn hộ trung cấp tại TP HCM như Mizuki và Akari City hay căn hộ vừa túi tiền Ehome Southgate có tỷ lệ hấp thụ tốt, thu hút được người mua có nhu cầu ở thực, tiến độ triển khai các dự án đều được đảm bảo theo đúng kế hoạch.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý đến vấn đề phê duyệt thủ tục pháp lý tại dự án Izumi City và Paragon Đại Phước có thể ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của Nam Long.

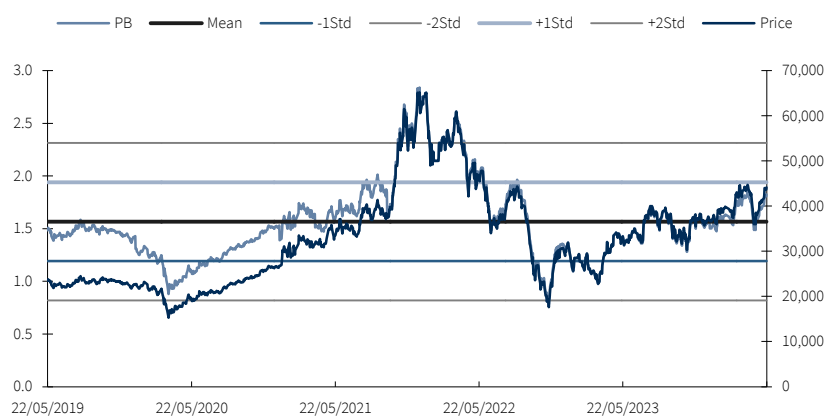
Giá cổ phiếu Nam Long có mức tăng khoảng 20% so với thời điểm đầu năm, hiện đang giao dịch ở mức P/B 2024fw là 1.8x, tương đương +1std của trung bình P/B 5 năm của NLG. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu NLG với mức giá mục tiêu là 46,100 VND/cp, cao hơn 5% so với giá đóng cửa ngày 21/05/2024.



**Bảng 18. Định giá**

Dự án	Phương pháp	Giá trị (triệu VND)
Waterpoint 1	DCF	2,576,702
Waterpoint 2	DCF	2,950,908
Mizuki	DCF	3,438,893
Akari City	DCF	1,575,933
NL Đại Phước	DCF	1,315,230
Waterfront	DCF	6,402,754
NL Hải Phòng	DCF	1,005,961
NL Cần Thơ	DCF	2,192,452
		21,458,833
+ Tiền		2,473,299
- Nợ vay		6,214,431
<b>RNAV</b>		<b>17,717,701</b>
SLCPLH		384,080,300
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>		<b>46,100</b>

Nguồn: KB Securities Vietnam

**Biểu đồ 19. P/B của NLG giai đoạn 2019-2024**

Nguồn: KB Securities Vietnam

Báo cáo Kết quả HBKD (Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	4,339	3,181	5,462	6,901
Giá vốn hàng bán	-2,355	-1,619	-2,809	-3,639
Lãi gộp	1,984	1,562	2,653	3,262
Thu nhập tài chính	386	238	328	173
Chi phí tài chính	-199	-296	-327	-339
Trong đó: Chi phí lãi vay	-148	-278	-306	-318
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	25	418	131	415
Chi phí bán hàng	-511	-418	-681	-884
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-644	-562	-888	-1,170
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,041	942	1,217	1,456
Thu nhập khác	29	27	0	0
Chi phí khác	42	47	0	0
Thu nhập khác, ròng	-14	-20	0	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,070	968	1,217	1,456
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	51	104	188	252
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	866	800	1,029	1,205
Lợi ích của cổ đông thiểu số	309	317	453	584
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	556	484	576	621

Chỉ số hoạt động	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34.2%	45.7%	49.1%	48.6%
Tỷ suất EBITDA	15.6%	19.9%	19.8%	21.4%
Tỷ suất EBIT	15.0%	19.1%	18.3%	19.9%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	31.5%	24.7%	30.4%	22.3%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	23.1%	24.0%	29.6%	22.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	28.4%	19.9%	25.2%	18.8%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	1,070	968	1,217	1,456
Khấu hao TSCĐ	36	49	83	159
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-410	-655	0	0
Chi phí lãi vay	148	296	306	318
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	843	688	1,606	1,933
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-2,435	-57	-678	-1,388
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-593	-2,428	-1,050	-310
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,665	220	-80	26
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-154	142	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-356	-909	-494	-569
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-1,031	-2,343	-264	1,349
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	452	405	-854	-1,085
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	-73	-24	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	0	0	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	-277	0	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	36	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-534	-174	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,181	338	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	154	228	-854	-1,085
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	1,241	705	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	187	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	0	0	231	241
Tiền trả các khoản đi vay	3,595	3,129	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuế tài chính	-2,021	-2,237	0	0
Cổ tức đã trả	0	0	-192	-192
Tiền lãi đã nhận	-521	-187	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	0	0	39	49
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	662	-1,233	-1,078	313
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	3,112	3,773	2,540	1,462
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3,773	2,540	1,462	1,775

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
(Báo cáo chuẩn)				
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	27,085	28,611	30,301	33,688
TÀI SẢN NGẮN HẠN	23,720	25,313	26,211	28,656
Tiền và tương đương tiền	3,773	2,540	1,462	1,775
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	987	1,050	1,050	1,050
Các khoản phải thu	3,570	3,637	4,315	5,704
Hàng tồn kho, ròng	14,830	17,353	18,403	18,713
TÀI SẢN DÀI HẠN	3,365	3,298	4,090	5,032
Phải thu dài hạn	11	13	13	13
Tài sản cố định	154	141	947	1,894
Tài sản dở dang dài hạn	26	44	44	44
Đầu tư dài hạn	2,136	2,220	2,220	2,220
Lợi thế thương mại				
NỢ PHẢI TRẢ	13,770	15,078	15,910	18,269
Nợ ngắn hạn	8,851	9,886	10,607	12,851
Phải trả người bán	981	1,175	1,095	1,121
Người mua trả tiền trước	3,271	3,815	2,663	3,477
Vay ngắn hạn	1,804	2,402	2,522	2,648
Nợ dài hạn	4,919	5,192	5,303	5,418
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	354	260	260	260
Vay dài hạn	3,375	3,705	3,817	3,931
VỐN CHỦ SỞ HỮU	13,315	13,533	14,391	15,419
Vốn góp	3,841	3,848	3,848	3,848
Thặng dư vốn cổ phần	2,643	2,643	2,643	2,643
Lãi chưa phân phối	2,493	2,879	3,263	3,692
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	4,575	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
Chỉ số định giá				
P/E	27.3	36.7	30.1	28.0
P/E pha loãng	27.3	36.7	0.0	0.0
P/B	1.7	1.8	1.8	1.7
P/S	3.5	5.3	3.2	2.5
P/Tangible Book	1.1	1.3	1.2	1.1
P/Cash Flow	-14.7	-7.6	-65.8	12.9
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	24.2	39.1	23.0	20.0
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	25.2	42.4	24.7	22.6

Hiệu quả quản lý				
ROE%	4	4	4	4
ROA%	5	3	6	6
ROIC%	2	2	2	2

Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.3	0.1	0.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.9	0.7	0.6	0.7
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.7	2.6	2.5	2.2
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.3	0.3	0.3	0.3
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.7	0.7	0.7	0.8
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.4	0.4
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.7	0.7	0.7	0.8
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.4	0.4
Tổng công nợ/Vốn CSH	1.0	1.1	1.1	1.2
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.5	0.5	0.5	0.5

Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	1.6	0.9	1.4	1.4
Hệ số quay vòng HTK	0.2	0.1	0.2	0.2
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.0	1.5	2.5	3.3

## KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

#### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyennd1@kbsec.com.vn

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

#### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@kbsec.com.vn

Khoi phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannd@kbsec.com.vn

#### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 02, Tòa Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ngọc Khánh, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.