

## CTCP Đầu tư Nam Long (NLG: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 22/08/2024  
**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 22/08/2024:** 40.700 Đồng  
**% Tăng giá:** **+5,7%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 624  
**Giá trị vốn hoá (tỷ VND):** 15.660  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 385  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 2.413.148  
**Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):** 45,4/30  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 102,9  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 49  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0

**Biến động giá cổ phiếu**

*Nguồn: SSI Research*

**Thông tin cơ bản về công ty**

NLG có hơn 30 năm kinh nghiệm về xây dựng bất động sản và là dẫn đầu phân khúc nhà ở giá rẻ tại Việt Nam. Hiện tại, công ty đang dẫn đầu trên thị trường nhà ở giá rẻ tại Việt Nam. Công ty sở hữu quỹ đất nền rộng 681 ha cho kế hoạch phát triển trong tương lai, trong đó 355 ha thuộc về dự án Waterpoint tại tỉnh Long An, 170 ha thuộc về dự án Izumi tại tỉnh Đồng Nai.

**Doanh số bán hàng tăng mạnh nhưng lợi nhuận vẫn ở mức thấp**

**KQKD Q2/2024:** NLG đã công bố doanh thu thuần đạt 252,3 tỷ đồng (-73,5% svck, +23,3% so với quý trước) và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (NPATMI) đạt 144,7 tỷ đồng (+19,8% svck so với lỗ ròng trong Q1/2024). Công ty tiếp tục bàn giao các căn hộ tại dự án Southgate, Izumi City và Mizuki Park trong Q2/2024. Trong Q2/2024, NLG đã hoàn thành việc chuyển nhượng 25% cổ phần của dự án Nam Long Đại Phước, ghi nhận gần 231 tỷ đồng thu nhập tài chính. Nếu không tính khoản thu nhập bất thường từ việc thoái vốn này, NLG có thể ghi nhận lỗ trong Q2/2024, tương tự như Q1/2024 do doanh số bán bất động sản thấp và chi phí SG&A cao.

Trong Q2/2024, doanh số bán hàng tiếp tục tăng mạnh hơn đạt 1,51 nghìn tỷ đồng (+29% so với quý trước và +140% svck), phản ánh nguồn cung sẵn sàng để bán và khả năng đáp ứng nhu cầu nhà ở thực của NLG tại khu vực miền Nam.

**Ước tính lợi nhuận:** Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ hoàn tất thanh toán tiền sử dụng đất khu thấp tầng cho dự án Nam Long 2 tại Cần Thơ để mở bán. Ngoài ra, với doanh số chưa ghi nhận từ Southgate và Akari City, chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ đạt 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). Đối với năm 2025, với khả năng tái mở bán Izumi City trong năm 2025 sau đợt mở bán đầu tiên vào năm 2022, 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).

**Luận điểm đầu tư:** Trong bối cảnh thị trường phía Nam vẫn chưa phục hồi cùng với việc NLG phải chấp nhận hy sinh lợi nhuận để thúc đẩy doanh số bán hàng thông qua các chương trình bán hàng và định giá hiện tại gần như phản ánh hết giá trị quỹ đất hiện tại cũng như thương hiệu của công ty, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu NLG với giá mục tiêu là **43.000 đồng/cp** (tiềm năng tăng giá là 5,7%).

**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.

**Quan điểm ngắn hạn: TÍCH CỰC,** vì KQKD dự kiến sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm 2024 so với nửa đầu năm 2024 với NPATMI ước tính tăng gần 6 lần do doanh số chưa ghi nhận tại dự án Southgate và Akari City sẽ được ghi nhận cùng với doanh số bán hàng từ dự án Nam Long 2. Hơn nữa, các nhà đầu tư cá nhân đang có thiên hướng chú ý đến cổ phiếu bất động sản sau thời gian giá điều chỉnh vừa qua.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5.206	4.339	3.181	6.531	7.108
Tăng trưởng doanh thu thuần	134,8%	-16,6%	-26,7%	105,3%	8,8%
Lợi nhuận gộp	1.778	1.984	1.562	2.635	3.321
Biên lợi nhuận gộp	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 ước tính*

## Việc hoàn tất chuyển nhượng 25% cổ phần dự án Nam Long Đại Phước đã giúp công ty ghi nhận lãi trong Q2/2024.

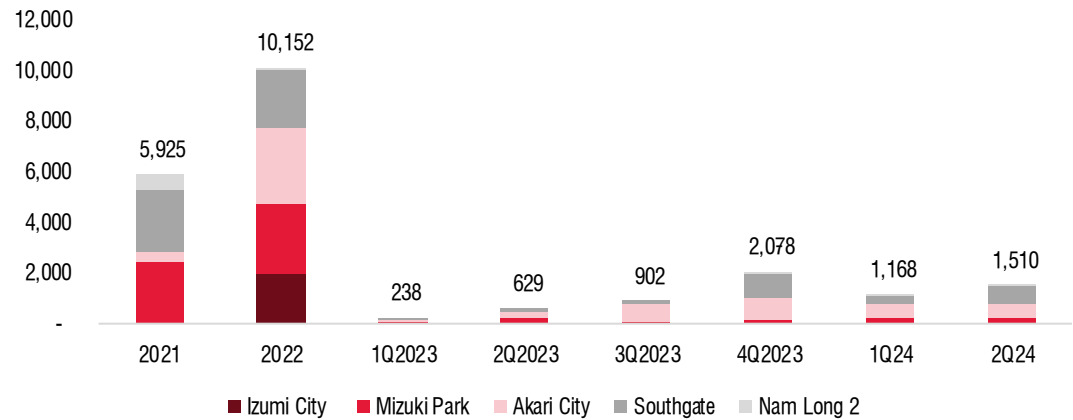
Tỷ đồng	2024	2023	YoY	1Q24	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							2024	2023	1Q24	2023
Doanh thu thuần	252	953	-73,5%	205	23,3%	7%				
Lợi nhuận gộp	129	561	-77,1%	87	48,6%		51,0%	58,8%	42,3%	49,1%
Lợi nhuận từ HĐKD	224	388	-42,2%	-36	-722,8%		88,9%	40,7%	-17,6%	34,1%
EBIT	231	394	-41,5%	2	12560,4%		91,5%	41,4%	0,9%	39,2%
EBITDA	231	394	-41,5%	2	12560,4%		91,5%	41,4%	0,9%	40,7%
LNTT	177	320	-44,6%	-47	-480,8%		70,3%	33,6%	-22,8%	30,4%
Lợi nhuận ròng	160	231	-30,9%	-65	-345,9%	13%	63,4%	24,3%	-31,8%	25,2%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	145	121	19,8%	-77	-288,3%		57,4%	12,7%	-37,6%	15,2%

Nguồn: NLG, SSI Research

Trong Q2/2024, NLG đã công bố doanh thu thuần đạt 252 tỷ đồng (-73,5% svck và +23,3% so với quý trước) và NPATMI đạt 145 tỷ đồng (+19,8% svck so với khoản lỗ ròng trong Q1/2024). Với một số điểm chính như sau:

- NLG tiếp tục bàn giao các căn tại dự án Southgate (6 căn), Ehomes Southgate (59 căn)- tỉnh Long An và dự án Izumi City - tỉnh Đồng Nai (4 căn), mang lại gần 210 tỷ đồng doanh thu bất động sản (+29% so với quý trước và -76% svck).
- Trong Q2/2024, NLG đã hoàn tất việc chuyển nhượng 25% cổ phần của dự án Nam Long Đại Phước tại tỉnh Đồng Nai, ghi nhận gần 231 tỷ đồng thu nhập tài chính. Thỏa thuận này bắt đầu triển khai vào năm 2022 với khoản đặt cọc 662 tỷ đồng từ Nishi Nippon Railroad (NNR) và đã được hoàn tất vào tháng 6/2024 sau khi được các cấp chính quyền phê duyệt. Sau thương vụ này, NLG hiện nắm giữ 50% Paragon Đại Phước và sẽ ghi nhận doanh thu của dự án này dưới dạng dự án liên doanh. Nếu không tính đến khoản thu nhập bất thường từ việc thoái vốn này, NLG có thể ghi nhận lỗ trong Q2/2024, tương tự như Q1/2024 do doanh số bán bất động sản thấp và chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cao.
- Cũng trong Q2/2024, NLG tiếp tục ghi nhận 43,5 tỷ đồng thu nhập liên doanh khi dự án Mizuki Park tiếp tục bàn giao 107 căn cho khách hàng và ghi nhận 453 tỷ đồng doanh thu.
- Tương tự như Q1/2024, do doanh thu bất động sản thấp, tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu vẫn neo ở mức rất cao là 72,8%, tăng 27% so với quý trước.

Lũy kế nửa đầu năm 2024, NLG đạt 457 tỷ đồng doanh thu (-61,6% svck) và 67,8 tỷ đồng NPATMI (-46,8% svck), chỉ hoàn thành lần lượt 7% và 13% kế hoạch năm của công ty. Mức giảm này đến từ việc Công ty chỉ bàn giao số lượng ít căn hộ trong nửa đầu năm 2024. Tuy nhiên, NLG có kế hoạch bàn giao lớn các căn tại các dự án Akari City, Izumi, Southgate và Nam Long 2 trong nửa cuối năm 2024, từ đó ghi nhận hơn 5,88 nghìn tỷ đồng doanh thu. Kế hoạch này phù hợp với dự báo của chúng tôi cho cả năm 2024.

**Doanh số bán hàng tiếp tục duy trì ổn định****Biểu đồ 1: Doanh số bán hàng của NLG từ 2021 đến 6T2024 (tỷ đồng)***Nguồn: NLG, SSI Research*

Q2/2024 tiếp tục là một quý thành công về doanh số bán bất động sản của NLG, khi doanh số bán hàng đạt 1,5 nghìn tỷ đồng, tăng 29% so với quý trước và 140% svck. Trong quý này, NLG đã ghi nhận doanh số bán hàng tại dự án Akari City (TP. HCM), Mizuki Park (TP. HCM), Southgate (tỉnh Long An) và dự án nhà ở xã hội (Ehomes) tại Nam Long 2, TP. Cần Thơ.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2024, NLG đã ghi nhận doanh số bán hàng đạt 2,68 nghìn tỷ đồng (+208,9% svck), hoàn thành 28% kế hoạch doanh số bán hàng năm 2024 của công ty. Trong năm 2024, NLG đặt mục tiêu doanh số bán hàng trên 9,5 nghìn tỷ đồng (+148% svck). Với tiến độ bán hàng mạnh trong nửa đầu năm 2024 và kế hoạch mở bán bất động sản thấp tầng tại Nam Long 2 - TP. Cần Thơ, chúng tôi cho rằng NLG sẽ gần đạt được kế hoạch doanh số bán hàng đã đặt ra. Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng của NLG sẽ đạt gần 9,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2024.

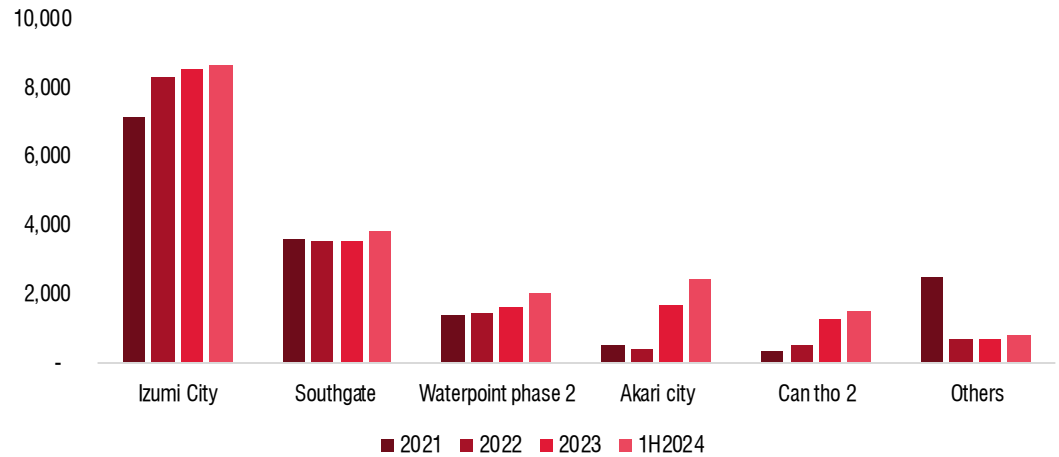
**Giá trị hàng tồn kho cao hơn do công ty liên tục đầu tư và lãi vay vốn hóa**

Trong Q2/2024, tổng giá trị hàng tồn kho trong danh mục dự án là gần 19,2 nghìn tỷ đồng, tăng 10,5% so với cuối năm 2023. **Chi phí đầu tư tại dự án Izumi City chiếm 45% tổng giá trị hàng tồn kho**, tương đương 8,65 nghìn tỷ đồng. Theo sau là dự án Southgate với tổng chi phí đầu tư là 3,84 nghìn tỷ đồng, dự án Akari City (2,42 nghìn tỷ đồng), Waterpoint Giai đoạn 2 (2,04 nghìn tỷ đồng) và Nam Long 2 (1,49 nghìn tỷ đồng).

**Bất động sản thấp tầng tại Nam Long 2 ở TP. Cần Thơ** dự kiến sẽ trở thành dự án trọng điểm cho nửa cuối năm 2024, giúp NLG hoàn thành kế hoạch năm 2024 khi công ty hoàn tất chi phí sử dụng đất và bắt đầu mở bán. Dự án Nam Long 2 có tổng diện tích đất là 43,8 ha, trong đó 13,7 ha dành cho các sản phẩm thấp tầng (nhà phố, biệt thự, lô đất), 3,8 ha dành cho nhà ở xã hội (Ehomes), và phần còn lại để xây dựng đường xá và cơ sở hạ tầng xã hội như trường học, khu vực cây xanh, trạm y tế... NLG đã nhận được giấy phép xây dựng nhà ở xã hội - Ehomes trong năm 2023 và bắt đầu mở bán từ đầu năm 2024.

**Dự án Southgate và Akari City** là các dự án vẫn đang được triển khai, và chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục bàn giao sản phẩm để ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong nửa cuối năm 2024.

**Biểu đồ 2: Giá trị tồn kho của NLG theo dự án giai đoạn 2021-6T2024 (tỷ đồng)**

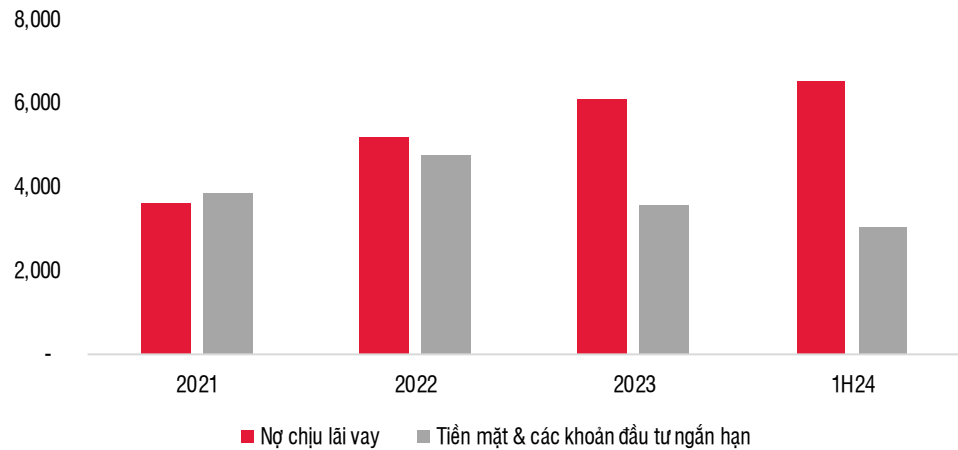


*Nguồn: NLG, SSI Research*

Số dư tiền mặt giảm từ 3,59 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2023 xuống còn 3,04 nghìn tỷ đồng vào cuối Q2/2024, trong khi dư nợ tăng từ 6,1 nghìn tỷ đồng lên 6,5 nghìn tỷ đồng vào cuối quý 2. Tỷ lệ nợ ròng/VCSH vào cuối Q2/2024 là 26,2%, cao hơn 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 tháng 7/2024, ban lãnh đạo NLG đã phê duyệt việc phát hành một lô trái phiếu mới trị giá 950 tỷ đồng, để trả nợ các trái phiếu có cùng giá trị mà NLG đã huy động vào năm 2021. Với danh tiếng và bảng cân đối tài chính thận trọng của NLG, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch phát hành trái phiếu mới sẽ thành công. Ngoài ra, với số dư tiền mặt là 3,59 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q2/2024, chúng tôi cho rằng công ty đủ tiền để thanh toán chi phí sử dụng đất cho dự án Nam Long 2.

Trong ngắn hạn, với bảng cân đối tài chính mạnh, NLG hoàn toàn có thể thanh toán phí quyền sử dụng đất tại dự án Nam Long 2 tại tỉnh Cần Thơ trước khi mở bán mới.

**Biểu đồ 3: Số dư tiền mặt và nợ của NLG (tỷ đồng)**

Nguồn: NLG, SSI Research

### Triển vọng và luận điểm đầu tư

**Cập nhật ngành:** Trong nửa đầu năm 2024, thị trường bất động sản ở khu vực miền Nam vẫn chưa có nhiều khởi sắc thông qua dữ liệu được ghi nhận tại TP. HCM. Theo CBRE, trong nửa đầu năm 2024, số lượng giao dịch chung cư sơ cấp tại TP.HCM ở mức thấp, chỉ có 1.741 căn chung cư mới được bán, giảm 31% svck. Giao dịch bất động sản thấp tầng mới chỉ đạt 48 căn, giảm 60% svck. Sự phục hồi của thị trường bất động sản tại TP. HCM chưa theo kịp tốc độ phục hồi tại TP. Hà Nội.

Trong báo cáo nửa đầu năm 2024, CBRE cho rằng nguồn cung tại TP. HCM khá hạn chế khiến đà phục hồi chậm hơn so với TP. HN. Nguồn cung chung cư mới trong năm 2024 dự kiến đạt 8.700 căn, chỉ hơn một nửa so với năm 2022. Sang năm 2025 và 2026, CBRE dự báo nguồn cung mới tại TP. HCM sẽ tăng lên và điều kiện thị trường sẽ cải thiện cùng với nhiều giao dịch hơn so với năm 2024.

Mặc dù với bối cảnh hiện tại ở thị trường miền Nam (hầu hết các dự án của NLG tọa lạc tại khu vực này), NLG đã ghi nhận doanh số bán hàng tốt và đi ngược so với xu hướng ngành. Doanh số bán hàng nửa đầu năm 2024 đạt 2,68 nghìn tỷ đồng (tăng 208,9% svck) cho thấy danh mục sản phẩm sẵn sàng để bán và khả năng đáp ứng nhu cầu nhà ở thực tốt tại khu vực miền Nam của NLG. Để có thể ghi nhận doanh số bán bất động sản đáng kể trong thời điểm thị trường vẫn còn nhiều thách thức như vậy, chúng tôi hiểu rằng, NLG đã tích cực triển khai các chương trình quảng cáo, hỗ trợ cho các môi giới và khách hàng, đồng thời cung cấp gói hỗ trợ lãi suất cho khách hàng. Do đó, công ty ghi nhận chi phí bán hàng & quản lý cao hơn khiến biên lợi nhuận ròng giảm khi NLG bàn giao sản phẩm và ghi nhận doanh thu/lợi nhuận vào giai đoạn sau.

**Ước tính lợi nhuận:**

- Trong năm 2024, với tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng mạnh trong vài quý vừa qua, chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ đạt 6,53 nghìn tỷ đồng doanh thu (+105,3% svck) và 540 tỷ đồng NPATMI (+11,7% svck). Chúng tôi dự báo doanh thu trong năm 2024 phần lớn đến từ các dự án Akari City, Nam Long 2 và Southgate. Dự án Nam Long 2 tại Cần Thơ, như đã đề cập ở trên, đang chờ hoàn tất chi phí sử dụng đất. Khi hoàn tất, bất động sản thấp tầng của dự án có thể sẽ được mở bán trong nửa cuối năm 2024. Vì đây là các sản phẩm thấp tầng có thể được bàn giao trong thời gian ngắn, khoảng từ 3 tháng đến 1 năm, phụ thuộc vào tiến độ xây dựng trước khi bán.
- 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 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).

**Luận điểm đầu tư:** Tại mức giá hiện tại là 40.700 đồng/cổ phiếu, NLG đang giao dịch ở mức P/E 2024 và 2025 lần lượt là 31,2x và 23,1x, P/B 2024 và 2025 lần lượt là 1,6x và 1,5x. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu của NLG, với giá mục tiêu 1 năm là **43.000 đồng/cp** (tiềm năng tăng giá là 5,7%) dựa trên phương pháp RNAV và P/E mục tiêu. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị trên khi xét đến các yếu tố sau: i) thị trường bất động sản tại khu vực miền Nam vẫn chưa phục hồi, do đó, NLG chấp nhận hy sinh lợi nhuận để thúc đẩy doanh số bán hàng thông qua các chương trình bán hàng và (ii) định giá hiện tại gần như phản ánh hết giá trị quỹ đất cũng như vị thế của công ty.

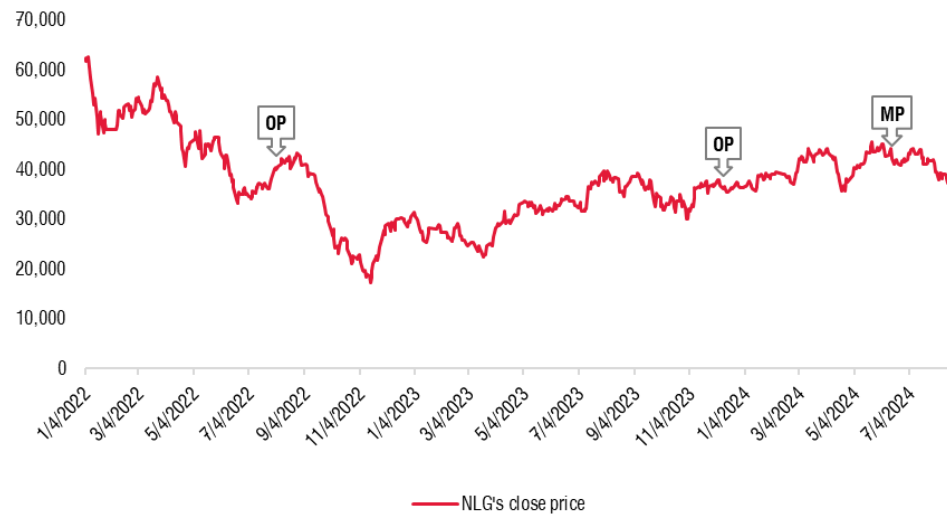
**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:**

- 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 - Cần Thơ và
- Quá trình phê duyệt kéo dài có thể ảnh hưởng đến kế hoạch bán hàng.

**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 của NLG phù hợp với người mua nhà;
- Lợi nhuận trong nửa cuối năm 2024 có khả năng tăng mạnh với kỳ vọng NPATMI trong 6 tháng cuối năm 2024 tăng 33% svck và tăng 596% so với nửa đầu năm 2024, khi các căn tại các dự án Southgate, Akari City và Mizuki Park có khả năng sẽ được bàn giao trong giai đoạn này.
- Nhà đầu tư cá nhân đang có thiên hướng chú ý đến cổ phiếu bất động sản sau thời gian giá điều chỉnh vừa qua.

## 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	1.955	1.604
+ 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>28.112</b>	<b>30.044</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	9	13	60	72
+ 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>3.349</b>	<b>3.429</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>27.088</b>	<b>28.611</b>	<b>31.462</b>	<b>33.473</b>
+ Nợ ngắn hạn	8.851	9.886	11.893	12.714
Trong đó: vay ngắn hạn	1.804	2.402	2.890	3.089
+ Nợ dài hạn	4.922	5.192	5.399	5.701
Trong đó: vay dài hạn	3.375	3.705	4.458	4.765
<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>33.473</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-225	-2.343	-1.632	-666
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>-585</b>	<b>-351</b>
Tiền đầu kỳ	3.112	3.773	2.540	1.955
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>3.773</b>	<b>2.540</b>	<b>1.955</b>	<b>1.604</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	4,00
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	31,2	23,1
PB	1,3	1,5	1,6	1,5
Giá/Doanh thu	2,7	4,4	2,4	2,2
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 giảm 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

### Vĩ 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 Vĩ 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

baong1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6737

#### Hồ Hữu Tuấn Hiền, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704