

# NAM LONG (NLG)

## Kỳ vọng thay đổi rõ nét hơn từ Quý 4/2024

15/11/2024

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga  
ngaphb@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**Doanh số bán hàng 9M2024 tăng gấp đôi so với cùng kỳ**

Doanh số bán hàng trong Quý 3/2024 đạt 845 tỷ VND (-44%QoQ, -6%YoY), đến từ các dự án Southgate, Akari City, Cần Thơ và Mizuki Park. Lũy kế 9M2024, doanh số bán hàng tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm 2023 đạt 3,523 tỷ VND, hoàn thành 37% so với kế hoạch mà NLG đặt ra.

**Doanh số ước tính năm 2024 đạt 5,128 tỷ VND (+28%YoY)**

KBSV duy trì dự báo doanh số bán hàng năm 2024 đạt 5,128 tỷ VND (+28%YoY), đến từ các dự án Akari City, Mizuki Park, Southgate và Cần Thơ. Doanh số bán hàng năm 2025 dự báo tăng 29%YoY đạt 6,600 tỷ VND, nhờ đóng góp từ mở bán giai đoạn tiếp theo của dự án Mizuki Park, Cần Thơ và khởi động lại dự án Izumi City.

**Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2024 và 2025 đạt lần lượt 522 tỷ VND (+8%YoY) và 610 tỷ VND (+17%YoY)**

Chúng tôi dự báo LNST của NLG năm 2024 đạt 522 tỷ VND (+8%YoY) đóng góp chính bởi hai dự án Akari City và Cần Thơ (bắt đầu bàn giao từ Quý 4/2024). LNST năm 2025 đạt 610 tỷ VND (+17%YoY) đến từ dự án Akari City, Southgate và Cần Thơ.

**Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu: 46,700VND/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. Giá cổ phiếu NLG hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025fw là 1.45x, thấp hơn 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 MUA đối với cổ phiếu NLG với mức giá mục tiêu là 46,700 VND/cp, cao hơn 21% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2024.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>46,700 VND</b>
Tăng/giảm (%)	21%
Giá hiện tại (14/11/2024)	38,600 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	46,300VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	14.5/0.6

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	57.1/2.3
Sở hữu nước ngoài (%)	48.1%
Cổ đông lớn	Chủ tịch HĐQT Nguyễn X. Quang (10%)

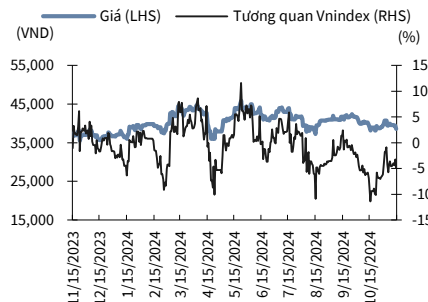
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.0	3.6	-9.0	5.2
Tương đối	2.8	2.9	-7.2	-4.6

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,339	3,181	5,117	7,099
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,041	942	1,119	1,464
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	556	484	522	610
EPS (VND)	1,448	1,257	1,355	1,586
Tăng trưởng EPS (%)	-48	-13	8	17
P/E (x)	27.31	36.72	28.48	24.33
P/B (x)	1.69	1.80	1.52	1.45
ROE (%)	4.2	3.6	3.6	4.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0	1	1	1

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Cơ cấu doanh thu 2023**



**Hoạt động kinh doanh**

Nam Long 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, KBSV

**Điểm nhấn đầu tư**

**Kết quả bán hàng 9M2024 cho thấy khả năng hấp thụ tốt của các dự án nhà ở vừa túi tiền, đáp ứng nhu cầu ở thực.** Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh số bán hàng tăng gấp đôi so với cùng kỳ đạt 3,523 tỷ VND, đến từ các dự án căn hộ Akari City và dự án Southgate.

**Chú thích**

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

**Doanh số bán hàng tăng trưởng mạnh mẽ.** KBSV ước tính doanh số bán hàng 2024 và 2025 đạt lần lượt 5,128 tỷ VND (+28%YoY) và 6,600 tỷ VND (+29%YoY).

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

**Kết quả kinh doanh hồi phục.** KBSV ước tính lợi nhuận sau thuế năm 2024 và 2025 đạt lần lượt 522 tỷ VND (+8%YoY) và 610 tỷ VND (+17%YoY).

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

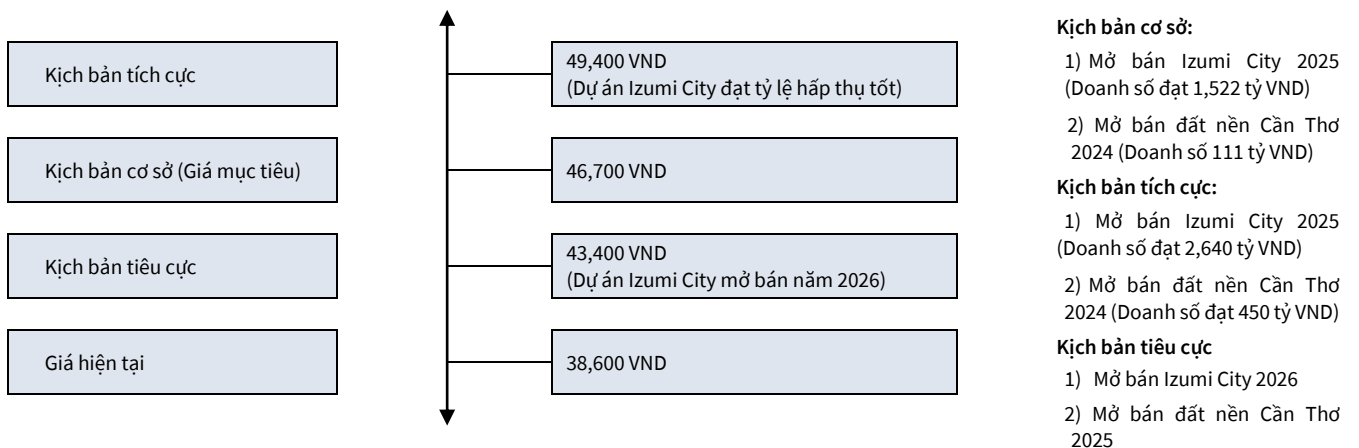
**Dự phóng kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	5,117	7,099	-5%	2%	5,833	6,991	-12%	2%
EBIT	1,009	1,211	-4%	2%	944	1,457	7%	-17%
LNST công ty mẹ	522	610	-5%	1%	565	743	-8%	-18%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

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

**Quan điểm định giá**



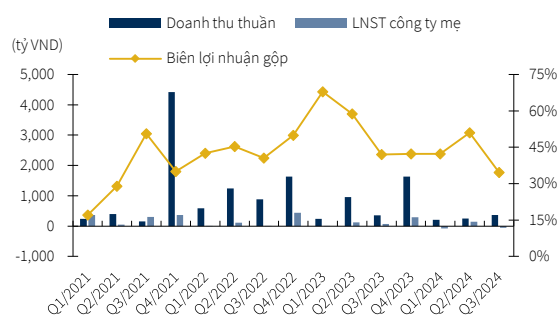
## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

**Bảng. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	Q3/2023	Q3/2024	+/-%YoY	9M2023	9M2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>357</b>	<b>371</b>	<b>4%</b>	<b>1,545</b>	<b>828</b>	<b>-46%</b>	Hoàn thành 12% kế hoạch năm
Chuyển nhượng BĐS	307	306	0%	1,359	678	-50%	Doanh thu chuyển nhượng BĐS trong 9M2024 đạt 678 tỷ VND (-50%YoY) đến từ bàn giao (1) 10 căn biệt thự Valora và 332 căn hộ Ehome tại dự án Southgate với doanh thu lần lượt là 165 tỷ VND và 387 tỷ VND và (2) 15 căn tại dự án Izumi City với doanh thu đạt 105 tỷ VND
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>150</b>	<b>128</b>	<b>-14%</b>	<b>870</b>	<b>343</b>	<b>-61%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>42%</i>	<i>35%</i>	<i>-7pp</i>	<i>56%</i>	<i>41%</i>	<i>-15pp</i>	
<i>Chuyển nhượng BĐS</i>	<i>54%</i>	<i>60%</i>	<i>+6pp</i>	<i>61%</i>	<i>55%</i>	<i>-6pp</i>	
Thu nhập tài chính	32	21	-33%	118	297	151%	Trong Quý 2/2024, NLG ghi nhận khoản lãi trước thuế 231 tỷ VND từ chuyển nhượng 25% cổ phần tại dự án Nam Long Đại Phước
Chi phí tài chính	-66	-60	-10%	-217	-178	-18%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	89	16	-82%	205	84	-59%	Lợi nhuận đến từ bàn giao 179 căn tại dự án Mizuki Park với doanh thu đạt 795 tỷ VND, giảm mạnh so với cùng kỳ do trong 9M2023, NLG bàn giao 890 căn tại dự án này với doanh thu đạt 2,950 tỷ VND
SG&A	-197	-164	-17%	-626	-492	-21%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>8</b>	<b>-58</b>	<b>-</b>	<b>350</b>	<b>54</b>	<b>-85%</b>	
Lợi nhuận trước thuế	3	-39	-	358	92	-74%	
<i>Biên LNTT</i>	<i>1%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>23%</i>	<i>11%</i>	<i>-12pp</i>	
Lợi nhuận sau thuế	71	-40	-	319	54	-83%	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>66</b>	<b>-52</b>	<b>-</b>	<b>194</b>	<b>15</b>	<b>-92%</b>	Hoàn thành 3% kế hoạch năm
<i>Biên LNST</i>	<i>19%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>13%</i>	<i>2%</i>	<i>-11pp</i>	

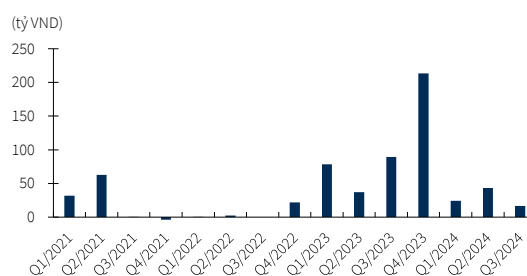
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

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



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

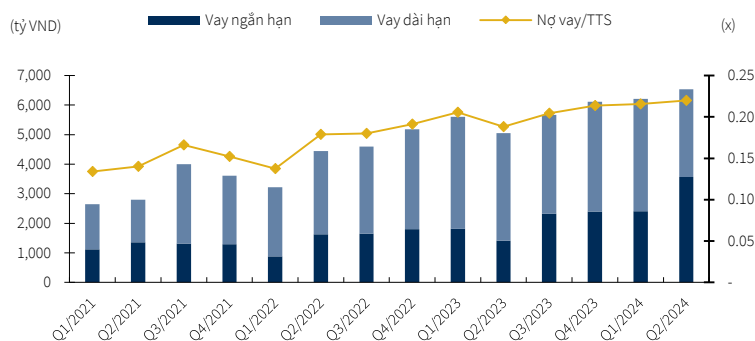
**Biểu đồ 3. LN từ công ty liên kết của NLG giai đoạn 2021-2024**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

- Tính đến cuối Quý 3/2024, nợ vay của NLG là 6,591 tỷ VND, tăng 8% 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, KBSV

**Doanh số bán hàng 9M2024 tăng gấp đôi so với cùng kỳ**

Doanh số bán hàng trong Quý 3/2024 đạt 845 tỷ VND (-44%QoQ, -6%YoY), đến từ các dự án Southgate, Akari City, Cần Thơ và Mizuki Park. Lũy kế 9M2024, doanh số bán hàng tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm 2023 đạt 3,523 tỷ VND, hoàn thành 37% so với kế hoạch mà NLG đặt ra.

**Bảng 5. Kết quả bán hàng Quý 3 và lũy kế 9M2024**

(tỷ VND)	Q3/2023	Q3/2024	9M2023	9M2024	Kế hoạch 2024
Mizuki Park	97	50	389	515	2,352
Akari City	682	513	1,060	1,621	1,741
Southgate	123	155	320	1,113	2,810
Cần Thơ		128		275	2,021
Khác					630
<b>Tổng</b>	<b>902</b>	<b>845</b>	<b>1,769</b>	<b>3,523</b>	<b>9,554</b>

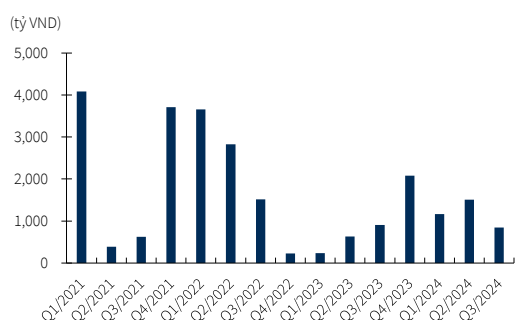
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**KBSV ước tính doanh số bán hàng năm 2024 đạt 5,128 tỷ VND (+28%YoY)**

KBSV dự báo doanh số bán hàng năm 2024 đạt 5,128 tỷ VND (+28%YoY), đến từ các dự án Akari City, Mizuki Park, Southgate và Cần Thơ. Kết quả này thấp hơn 46% so với kế hoạch của doanh nghiệp do chúng tôi cho rằng khả năng hấp thụ các sản phẩm thấp tầng tại các tỉnh như Long An, Cần Thơ cần có thêm thời gian để hồi phục.

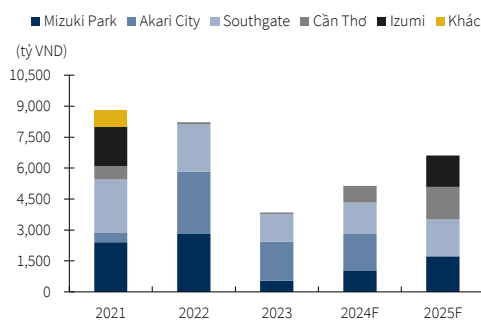
Doanh số bán hàng năm 2025 dự báo tăng 29%YoY đạt 6,600 tỷ VND, nhờ đóng góp từ mở bán giai đoạn tiếp theo của dự án Mizuki Park, Cần Thơ và khởi động lại dự án Izumi City.

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



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

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



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

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, Park Village
  - Mở bán 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) trong Quý 1/2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hình 9. Dự án Waterpoint



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hình 10. Ehome Southgate



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

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
  - 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 9M2024, NLG tiếp tục bàn giao Flora Panorama và Khu biệt thự The Mizuki
  - Dự kiến triển khai phân khu CC5 và liên kề 11 năm 2025



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hình 12. Dự án Mizuki Park



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hình 13. Phân khu Flora Panorama và The Mizuki



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hình 14. Dự án Akari City

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 3/2024, Nam Long đã bán được hơn 1,400/1,690 căn



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 15. Các dự án khác

Dự án	Vị trí	Diện tích	Tiến độ
Izumi City	Đồng Nai	170ha	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 Tính đến cuối Quý 3/2024 đã bàn giao ~180 sản phẩm thuộc phân khu 1A NLG hiện đang tạm thời dừng mở bán, đang chờ để điều chỉnh quy hoạch 1/500. NLG dự kiến sẽ được phê duyệt quy hoạch 1/500 vào Quý 2 hoặc Quý 3/2025 và mở bán dự án vào cuối năm 2025
Cần Thơ	Cần Thơ	43ha	Đã khởi công và mở bán NOXH EhomeS từ 4Q2023 với mức giá khoảng 16 triệu/m <sup>2</sup> . Tính đến cuối Quý 2/2024 đã bán được ~360 căn với giá trị hợp đồng đạt 355 tỷ VND. Dự án dự kiến sẽ bàn giao vào Quý 4/2024 và 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) <b>Dự kiến mở bán các sản phẩm đất nền trong Q4/2024</b>
Paragon Đại Phước	Đồng Nai	45ha	Đang chờ để tiến hành trình duyệt quy hoạch 1/500 điều chỉnh
VSP Hải Phòng	Hải Phòng	21ha	Dự kiến mở bán trong năm 2025

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

**Bảng 16. Dự phóng kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>3,181</b>	<b>5,117</b>	<b>61%</b>	<b>7,099</b>	<b>39%</b>	
Chuyển nhượng BĐS	2,887	4,908	70%	6,632	35%	Doanh thu chuyển nhượng BĐS 2024 phần lớn đến từ hai Akari City - chiếm 57%), dự án Cần Thơ (chiếm 21%) - dự kiến bắt đầu bàn giao từ Quý 4/2024 và hai dự án Southgate, Izumi City
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,562</b>	<b>2,479</b>	<b>59%</b>	<b>3,324</b>	<b>34%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>49%</i>	<i>48%</i>	<i>-1pp</i>	<i>47%</i>	<i>-1pp</i>	
<i>Chuyển nhượng BĐS</i>	<i>53%</i>	<i>49%</i>	<i>-4pp</i>	<i>41%</i>	<i>-7pp</i>	
Thu nhập tài chính	238	307	29%	177	-42%	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	129	-69%	415	221%	Lợi nhuận từ bàn giao tại dự án Mizuki Park
SG&A	-980	-1,469	50%	-2,113	44%	
<b>Lợi nhuận trước thuế (LNST)</b>	<b>968</b>	<b>1,119</b>	<b>16%</b>	<b>1,464</b>	<b>31%</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>946</b>	<b>18%</b>	<b>1,211</b>	<b>28%</b>	
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	484	522	8%	610	17%	
<i>Biên LNST</i>	<i>15%</i>	<i>10%</i>	<i>-5pp</i>	<i>9%</i>	<i>-1pp</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 46,700VND/cổ phiếu.

Sử dụng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu NLG là 46,700 VND/cp, cao hơn 21% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2024. 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, EhomeS Cần Thơ có tỷ lệ hấp thụ tốt, đáp ứng nhu cầu ở thực, tiến độ triển khai các dự án theo đúng kế hoạch.

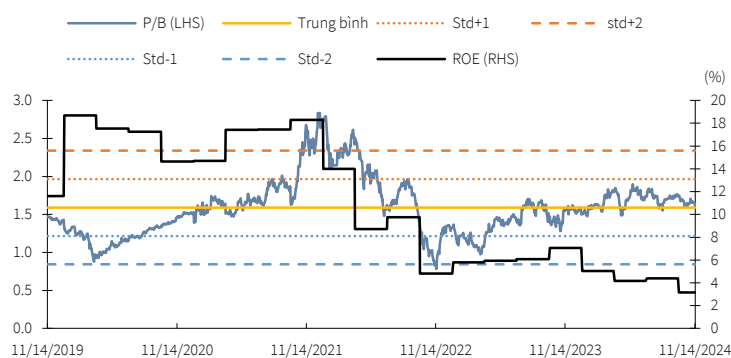
Giá cổ phiếu Nam Long hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025fw là 1.45x, thấp hơn trung bình P/B 5 năm của NLG. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NLG với mức giá mục tiêu là 46,700 VND/cp, cao hơn 21% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2024.

**Bảng 17. Định giá**

Dự án	Phương pháp	Giá trị (triệu VND)
Waterpoint 1	DCF	2,295,908
Waterpoint 2	DCF	3,028,590
Mizuki	DCF	3,858,205
Akari City	DCF	1,709,168
NL Đại Phước	DCF	1,505,208
Waterfront	DCF	7,154,506
NL Hải Phòng	DCF	1,005,961
NL Cần Thơ	DCF	2,486,302
<b>Tổng NAV dự án</b>		<b>23,043,850</b>
+ Tiền		1,530,490
- Nợ vay		6,590,500
<b>RNAV</b>		<b>17,983,840</b>
SLCPLH		384,777,471
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>		<b>46,700</b>

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 18. P/B của NLG giai đoạn 2019-2024**



Nguồn: KBSV



**Báo cáo Kết quả HBKD**

(TỶ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	4,339	3,181	5,117	7,099
Giá vốn hàng bán	-2,355	-1,619	-2,639	-3,775
Lãi gộp	1,984	1,562	2,479	3,324
Thu nhập tài chính	386	238	307	177
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	129	415
Chi phí bán hàng	-511	-418	-638	-909
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-644	-562	-832	-1,204
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,041	942	1,119	1,464
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	1,119	1,464
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	51	104	173	253
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	866	800	946	1,211
Lợi ích của cổ đông thiểu số	309	317	425	601
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	556	484	522	610

**Chỉ số hoạt động**

	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34.2%	45.7%	49.1%	48.4%
Tỷ suất EBITDA	15.6%	19.9%	19.8%	20.9%
Tỷ suất EBIT	15.0%	19.1%	18.3%	19.7%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	31.5%	24.7%	30.4%	21.9%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	23.1%	24.0%	29.6%	21.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	28.4%	19.9%	25.2%	18.5%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

(TỶ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	1,070	968	1,119	1,464
Khấu hao TSCĐ	36	49	61	83
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	1,486	1,865
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-2,435	-57	-406	-1,824
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-593	-2,428	-1,056	-292
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,665	220	-127	106
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-154	142	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-356	-909	-479	-571
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-1,031	-2,343	-177	1,498
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-73	-24	-295	-273
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-277	0	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	0	36	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-534	-174	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	1,181	338	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	154	228	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	452	405	-295	-273
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	187	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	3,595	3,129	231	241
Tiền trả các khoản đi vay	-2,021	-2,237	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-521	-187	-192	-192
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	1,241	705	39	49
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	662	-1,233	-432	1,274
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	3,112	3,773	2,540	2,108
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3,773	2,540	2,108	3,382

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Bảng cân đối kế toán**

(TỶ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>27,085</b>	<b>28,611</b>	<b>30,078</b>	<b>34,211</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>23,720</b>	<b>25,313</b>	<b>26,530</b>	<b>30,456</b>
Tiền và tương đương tiền	3,773	2,540	2,108	3,382
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	987	1,050	1,050	1,050
Các khoản phải thu	3,570	3,637	4,043	5,868
Hàng tồn kho, ròng	14,830	17,353	18,409	18,701
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>3,365</b>	<b>3,298</b>	<b>3,548</b>	<b>3,754</b>
Phải thu dài hạn	11	13	13	13
Tài sản cố định	154	141	405	617
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				
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>13,770</b>	<b>15,078</b>	<b>15,775</b>	<b>18,872</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>8,851</b>	<b>9,886</b>	<b>10,472</b>	<b>13,455</b>
Phải trả người bán	981	1,175	1,049	1,154
Người mua trả tiền trước	3,271	3,815	2,836	3,837
Vay ngắn hạn	1,804	2,402	2,522	2,648
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>4,919</b>	<b>5,192</b>	<b>5,303</b>	<b>5,418</b>
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
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>13,315</b>	<b>13,533</b>	<b>14,303</b>	<b>15,338</b>
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	3,209	3,627
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

**Chỉ số chính**

(x, %, VNĐ)				
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	27.3	36.7	28.5	24.3
P/E pha loãng	27.3	36.7	28.5	24.3
P/B	1.7	1.8	1.5	1.5
P/S	3.5	5.3	2.9	2.1
P/Tangible Book	1.1	1.3	1.0	1.0
P/Cash Flow	-14.7	-7.6	-84.1	9.9
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	24.2	39.1	22.1	17.9
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	25.2	42.4	23.4	19.1
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE%	4	4	4	4
ROA%	5	3	5	6
ROIC%	2	2	2	2
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.3	0.2	0.3
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.9	0.7	0.7	0.8
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.7	2.6	2.5	2.3
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	0.9
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.4
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.7	0.7	0.7	0.9
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	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	0.6
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	1.6	0.9	1.3	1.4
Hệ số quay vòng HTK	0.2	0.1	0.1	0.2
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.0	1.5	2.4	3.4

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

### Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@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 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, 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.