

Triển vọng không tích cực dành cho các doanh nghiệp thuần xây dựng

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Trưởng Phòng, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Phạm Ngọc Trung
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

- HSC dự báo ngành xây dựng sẽ gặp nhiều khó khăn trong năm 2023 vì tình trạng thắt chặt tín dụng trên thị trường BĐS sẽ làm giảm đáng kể hoạt động mở bán/triển khai dự án của các doanh nghiệp BĐS.
- Sự cạnh tranh gay gắt sẽ bào mòn tỷ suất lợi nhuận hoạt động xây dựng, kéo dài chu kỳ luân chuyển tiền mặt và tăng nợ xấu. HSC hạ khuyến nghị đối với doanh nghiệp thuần xây dựng CTD xuống Giảm tỷ trọng và giảm 37% giá mục tiêu xuống 36.300đ (rủi ro giảm giá 24%).
- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu 51.000đ (tiềm năng tăng giá 41%) đối với VGC, lựa chọn đầu ngành của chúng tôi. Mặc dù mảng VLXD (đóng góp 65% doanh thu và 50% lợi nhuận) chắc chắn sẽ chịu tác động tiêu cực, mảng KCN của công ty có triển vọng rất khả quan.

Thị trường BĐS gặp nhiều khó khăn

HSC dự báo ngành xây dựng nhà ở sẽ tiếp tục có một năm khó khăn trước tình trạng thắt tín dụng đối với thị trường BĐS, từ đó hạn chế đáng kể hoạt động mở bán và triển khai dự án của các doanh nghiệp BĐS. Tổng giá trị hợp đồng xây dựng kỳ mới dự báo sẽ giảm 60-70% trong năm 2023 so với năm 2022 vì nguồn cung BĐS thấp do nhiều doanh nghiệp BĐS gặp khó khăn về dòng tiền, từ đó không thể tiếp tục triển khai dự án. Các doanh nghiệp kinh doanh, sản xuất VLXD cũng sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực, đặc biệt là những doanh nghiệp tập trung vào các dự án cao cấp với quy mô lớn.

Tình trạng cạnh tranh gay gắt sẽ tiếp tục bào mòn biên lợi nhuận

Sự khó khăn còn nhân lên trước sự cạnh tranh gay gắt trong ngành. Với rào cản gia nhập ngành thấp trong bối cảnh thị trường BĐS nhà ở tại TP. HCM và Hà Nội phát triển nhanh chóng trong giai đoạn 2014-2019, nhiều nhà thầu mới đã gia nhập thị trường và cạnh tranh quyết liệt để giành hợp đồng mới. HSC cho rằng tình trạng cạnh tranh gay gắt sẽ khiến các nhà thầu phải giảm giá thầu nhằm giành được hợp đồng, từ đó gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp toàn ngành. Đối với CTD, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm còn 2,5% trong năm 2023-2024 so với 3,3% trong năm 2022.

Áp lực dòng tiền gia tăng

HSC nhận thấy chu kỳ luân chuyển tiền mặt dài hơn sẽ làm tăng nhu cầu vốn lưu động của các doanh nghiệp xây dựng. Các nhà thầu phụ thuộc nhiều vào vốn vay sẽ đối mặt với rủi ro mất khả năng trả nợ, trong khi các doanh nghiệp có tỷ lệ vay nợ thấp như CTD cũng sẽ hứng chịu áp lực dòng tiền lớn hơn. Các doanh nghiệp xây dựng sẽ phải trích lập/ghi giảm các khoản phải thu chủ đầu tư vì sức khỏe tài chính của nhiều doanh nghiệp BĐS đang kém đi.

Hạ khuyến nghị đối với CTD xuống Giảm tỷ trọng nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VGC (nhờ đóng góp từ BĐS KCN)

HSC giảm 37% giá mục tiêu đối với doanh nghiệp thuần xây dựng CTD xuống 36.300đ sau khi giảm mạnh dự báo lợi nhuận và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ). Theo dự báo mới, CTD sẽ ghi nhận lỗ thuần 419 tỷ đồng trong năm 2023 và ghi nhận lỗ EBITDA trong giai đoạn 2023-2025.

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị Mua vào đối với VGC với giá mục tiêu 51.000đ. HSC kỳ vọng mảng KCN sẽ đóng góp tích cực trong khi tác động tiêu cực từ khó khăn trên thị trường BĐS đối với VGC sẽ thấp hơn mặt bằng chung của ngành vì công ty tập trung vào phân khúc trung cấp và có đối tượng khách hàng đa dạng gồm cả nhà dân và các dự án quy mô lớn cũng như khách hàng ở nước ngoài.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/4.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
CTD	47,500	Giảm tỷ trọng	Nắm giữ	36,300	(37.2)	(23.6)	N/a	181	0.45	0.45	0	3.39
VGC	36,100	Mua vào	-	51,000	(22.7)	41.3	14.4	11.1	2.01	1.88	4.16	5.54

Giá cổ phiếu tại ngày 5/4/2023.

Mục lục

Các doanh nghiệp xây dựng chịu tác động tiêu cực từ thị trường BĐS	3
---	----------

Báo cáo thành phần

CTCP Xây dựng Cotecons (CTD)	7
Tổng CTCP Viglacera (VGC)	12

Các doanh nghiệp xây dựng chịu tác động tiêu cực từ thị trường BĐS

HSC cho rằng ngành xây dựng sẽ trải qua rất nhiều khó khăn trong thời gian tới trước tác động tiêu cực từ thị trường BĐS. Doanh thu xây dựng dự báo sẽ giảm trong khi tỷ suất lợi nhuận bị bào mòn vì tình trạng cạnh tranh gay gắt. Trước tình hình đó, các doanh nghiệp trong ngành sẽ chịu sức ép đáng kể về dòng tiền. HSC hạ khuyến nghị đối với doanh nghiệp thuần xây dựng CTD xuống Giảm tỷ trọng, đồng thời giảm giá mục tiêu xuống 36.300đ (rủi ro giảm giá 24%). Mạng VLXD của VGC sẽ ít chịu tác động hơn, và có thể được bù đắp nhờ mạng KCN vẫn giữ được kết quả khả quan; từ đó chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VGC và giá mục tiêu 51.000đ (tiềm năng tăng giá 41%).

Doanh thu chịu sức ép giảm vì thị trường BĐS gặp khó khăn

Trước tình trạng thắt chặt tín dụng bắt đầu từ khoảng cuối Q2/2022, thị trường BĐS nhà ở đã sụt giảm mạnh. Như đã đề cập gần đây trong báo cáo về ngành BĐS nhà ở với tiêu đề *'Đi qua giống bão'*, phát hành ngày 19/3, HSC dự báo số lượng giao dịch trên thị trường BĐS sẽ ở mức thấp trong ngắn hạn vì:

- **Tỷ lệ hấp thụ giảm:** Mặt bằng lãi suất cao nhiều khả năng sẽ triệt tiêu phần lớn hoạt động đầu cơ và thậm chí làm giảm nhu cầu của người tiêu dùng cuối cùng trong ngắn hạn.
- **Một số biện pháp kiểm soát tín dụng:** HSC cho rằng tỷ lệ cho vay mua nhà đã tăng mạnh trong năm 2021 và 2022 đã khiến cơ quan quản lý lo ngại rằng thị trường BĐS đang tăng nóng. Theo đó, Chính phủ đã có một số các biện pháp can thiệp bao gồm kiểm soát tín dụng vào ngành BĐS trong nửa cuối năm 2022.

Trong năm 2023, thay vì kiểm soát chặt tín dụng dành cho ngành BĐS, chúng tôi tin rằng Chính phủ sẽ định hướng tín dụng vào một số lĩnh vực ưu tiên như sản xuất, thương mại. Đáng chú ý là đối với lĩnh vực BĐS, tín dụng sẽ được định hướng vào lĩnh vực xây dựng KCN, các dự án BĐS nhà ở sắp hoàn thành xây dựng và bàn giao, có khả năng trả nợ vay đầy đủ và đúng hạn, đảm bảo tính pháp lý, nhất là các dự án nhà ở xã hội, nhà ở thương mại với giá phù hợp. Trong khi đó, tiếp tục kiểm soát chặt tín dụng đối với hoạt động đầu tư TPDN, kinh doanh chứng khoán, một số phân khúc trong lĩnh vực BĐS như phân khúc cao cấp, dự án có quy mô lớn.

- **Tình trạng thắt chặt tín dụng chưa kết thúc:** HSC cho rằng ngay cả khi Nghị định 08 (sửa đổi Nghị định 65) được ban hành, các doanh nghiệp BĐS sẽ vẫn gặp khó khăn trong việc phát hành trái phiếu riêng lẻ vì nhu cầu của NĐT cá nhân thấp. Động thái thanh tra một số doanh nghiệp BĐS vì hành vi phát hành trái phiếu sai quy định và nhiều trường hợp doanh nghiệp BĐS không thể thanh toán gốc, lãi trái phiếu trong thời gian gần đây đã ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý NĐT cá nhân, và chúng tôi cho rằng tình hình này sẽ chưa thể sớm cải thiện.
- **Cạnh tranh từ nguồn cung lớn trên thị trường thứ cấp:** HSC tin rằng mức độ đầu cơ cao ở các khu vực ngoài TP. HCM và Hà Nội trong vài năm qua đã tạo ra sự mất cân đối cung cầu trên thị trường. Những NĐT sở hữu căn hộ trên thị trường thứ cấp sẽ cạnh tranh với các sản phẩm mở bán sơ cấp của các doanh nghiệp BĐS, từ đó làm giảm hơn nữa tỷ lệ thấp thụ.

HSC cho rằng tất cả những khó khăn trên sẽ ảnh hưởng nhiều đến hoạt động mở bán và triển khai dự án của các doanh nghiệp BĐS. Theo đó, tổng giá trị hợp đồng bán nhà dự báo sẽ tiếp tục giảm mạnh 60-70% trong năm 2023 vì nguồn cung mới giảm do các doanh nghiệp BĐS phải đối mặt với áp lực dòng tiền, không thể tiếp tục triển khai dự án. Và điều này sẽ trực tiếp tác động đến doanh thu của các doanh nghiệp xây dựng.

Trong năm ngoái, chúng tôi đã dự báo các doanh nghiệp xây dựng như CTD thực hiện được 50-60% giá trị hợp đồng đã ký. Tuy nhiên, hiện HSC hạ dự báo đối với tỷ lệ này xuống còn 40% cho năm 2023 để phản ánh sự trầm lắng hơn nhiều của ngành.

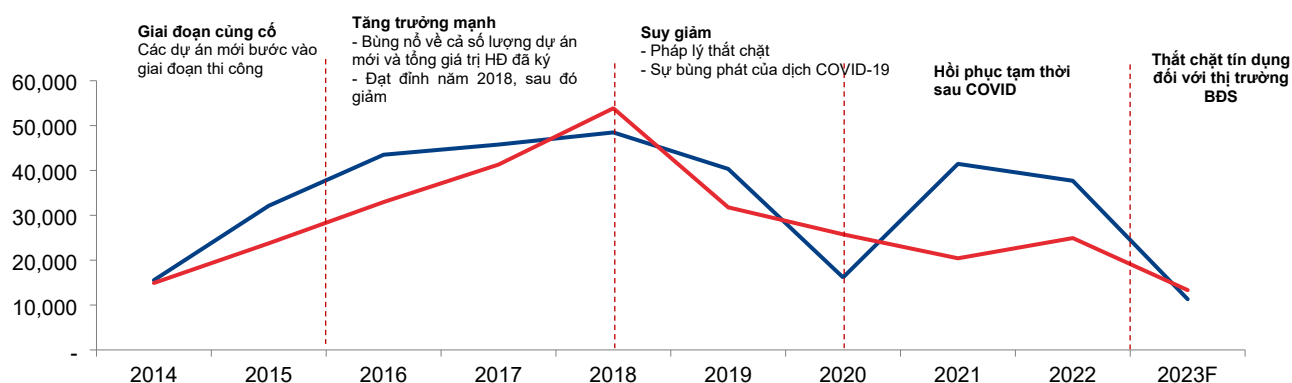
Cạnh tranh gay gắt bào mòn biên lợi nhuận

Sự khó khăn còn nhân lên trước sự cạnh tranh gay gắt trong ngành. Với rào cản gia nhập ngành thấp trong bối cảnh thị trường BĐS nhà ở tại TP. HCM và Hà Nội phát triển nhanh chóng trong giai đoạn 2014-2019, nhiều nhà thầu mới đã gia nhập thị trường và cạnh tranh quyết liệt để giành hợp đồng mới.

Sự phân mảnh của ngành trở nên sâu sắc hơn sau khi các doanh nghiệp đầu ngành gặp khó khăn. Trong đó, CTD phải xử lý sự bất đồng kéo dài trong HĐQT trong khi HBC (Không khuyến nghị) tiếp tục đối mặt với tình trạng vốn lưu động yếu, gánh nặng vay nợ gia tăng và gần đây nhất là sự bất đồng về vị trí chủ tịch HĐQT.

Biểu đồ 1: Giá trị các hợp đồng ký mới và các hợp đồng đã thực hiện của HBC và CTD (tỷ đồng)

Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xây dựng đang bước vào thời kỳ không thuận lợi do khó khăn của thị trường BĐS



Nguồn: HSC ước tính

Theo đó, hiện ngành xây dựng bước vào thời kỳ không có doanh nghiệp lớn chiếm ưu thế mà thay vào đó là nhiều nhà thầu quy mô trung bình cạnh tranh gay gắt với nhau. Điều này gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp của toàn ngành và các nhà thầu phải hạ giá đấu thầu để giành được hợp đồng. Trong khi đó, giá nguyên vật liệu và chi phí nhân công tăng sẽ tiếp tục làm giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp xây dựng. Với tất cả những khó khăn nêu trên, chúng tôi khuyến nghị NĐT nên tránh đầu tư vào cổ phiếu ngành xây dựng ở thời điểm hiện tại.

Lợi ích từ đầu tư công chưa rõ ràng

Gần đây, việc một số doanh nghiệp được kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh đầu tư công đã thu hút sự quan tâm của nhiều NĐT. Trong các cuộc gặp gần đây, ban lãnh đạo của các doanh nghiệp lớn trong ngành gồm CTD và HBC cho biết đã nhận thấy những cơ hội ở lĩnh vực xây dựng hạ tầng, đặc biệt trong bối cảnh chính phủ muốn đẩy mạnh đầu tư công trong năm 2023. HSC thấy rằng CTD và HBC cùng một số doanh nghiệp xây dựng khác đang tham gia các gói thầu xây dựng Sân bay Quốc tế Long Thành.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đối với các doanh nghiệp xây dựng chuyên về các dự án nhà ở, BĐS nghỉ dưỡng và nhà xưởng, việc chuyển sang lĩnh vực xây dựng hạ tầng là ko dễ dàng. Ngoài ra, điều khoản về lợi nhuận và vốn lưu động trên các hợp đồng xây dựng hạ tầng với vốn đầu tư công cũng được cho là không thuận lợi như trên các hợp đồng ở khu vực tư nhân. Nói chung, lợi ích từ việc đẩy mạnh chi tiêu đầu tư công là chưa rõ ràng đối với các doanh nghiệp xây dựng.

Áp lực dòng tiền gia tăng

Vì các doanh nghiệp BĐS đang gặp khó khăn nên các doanh nghiệp xây dựng sẽ gặp phải tình trạng giá trị hợp đồng xây dựng giảm sút và điều kiện thanh toán trên hợp đồng cũng sẽ bất lợi hơn. Thông thường, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt tại các doanh nghiệp xây dựng sẽ bị kéo dài đáng kể trong thời kỳ khó khăn của thị trường BĐS vì các doanh nghiệp BĐS sẽ chậm thanh toán trong khi các doanh nghiệp xây dựng vẫn phải chi trả cho nhà thầu phụ. Điều này khiến nhu cầu vốn lưu động của các doanh

ngành xây dựng sẽ cao hơn so với bình thường. Cùng với mặt bằng lãi suất cao, điều này sẽ làm tăng gánh nặng đối với những doanh nghiệp có tỷ lệ vay nợ cao.

Chẳng hạn, HSC thấy rằng:

- Tỷ lệ tiền mặt của **CTD** – Tỷ lệ tiền & tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn trên nợ ngắn hạn của công ty ở mức thấp tại thời điểm cuối năm 2022, là 0,28 lần (giảm từ 0,58 lần tại thời điểm cuối năm 2021), cho thấy rủi ro thanh khoản ngắn hạn đã tăng lên. Tuy nhiên, công ty vẫn có tiền mặt thuần (trừ phần đầu tư ngắn hạn vào cổ phiếu và trái phiếu) là 17 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá rủi ro mất khả năng thanh toán của CTD ở mức trung bình.
- Trong khi đó **HBC** đối mặt với rủi ro mất khả năng thanh toán cao hơn vì nhu cầu vốn lưu động lớn và tỷ lệ vay nợ cao. Tại thời điểm cuối năm 2022, tỷ lệ tiền mặt của công ty ở mức rất thấp, là 4,2% và tỷ lệ nợ/vốn CSH rất cao, là 2,12 lần – rất tiêu cực. HSC đánh giá tình hình của HBC là đáng lo ngại.

Với HĐKD đa dạng, tình hình tài chính tại VGC tích cực hơn nhiều

Tại thời điểm cuối năm 2022, nợ thuần tại VGC – với mảng VLXD và KCN đóng góp lớn – là 1,5 nghìn tỷ đồng, tương đương tỷ lệ nợ thuần chỉ là 0,16 lần (so với mức bình quân ngành BĐS là 0,34 lần), là mức rất an toàn (theo quan điểm của HSC). Đặc biệt, VGC không có nợ trái phiếu trên bảng CĐKT. HSC ưa thích VGC vì dòng tiền mạnh từ HĐKD.

Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD của công ty mỗi năm từ 2,5-4,8 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2019-2022, đủ để chi trả cổ tức tiền mặt ổn định (1.000-2.600đ/cp). Chúng tôi dự báo tỷ lệ vay nợ thuần năm 2023 và 2024 sẽ lần lượt là 0,17 lần và 0,11 lần. Đồng thời, HSC dự báo VGC sẽ có tỷ lệ tiền mặt thuần là 0,06 lần trong năm 2025 nhờ dòng tiền mạnh từ HĐKD.

Khuyến nghị cổ phiếu

CTD: HSC khuyến nghị **NDT** nên tránh các doanh nghiệp thuần xây dựng vì nền tảng căn bản khó khăn. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với CTD xuống Giảm tỷ trọng (từ **Nắm giữ**) do triển vọng HĐKD tiêu cực hơn nhiều vì khối lượng công việc giảm và tỷ suất lợi nhuận thu hẹp. Không những vậy, các chỉ số thanh khoản đang kém đi và phát sinh một số vấn đề trên bảng CĐKT. Tại giá mục tiêu sau điều chỉnh giảm là 36.300đ, rủi ro giảm giá ở mức 24%; P/E dự phóng năm 2024 ở mức 138,7 lần và năm 2025 ở mức 30 lần.

HSC vẫn sử dụng phương pháp DCF để định giá các doanh nghiệp thuần xây dựng, giúp phản ánh chính xác sự không ổn định ở KQKD của các doanh nghiệp xây dựng trong toàn bộ chu kỳ. Thông tin định giá của HSC đối với CTD được trình bày trong báo cáo dưới đây.

Sau khi đánh giá lại triển vọng của doanh nghiệp, HSC giảm đáng kể dự báo lợi nhuận thuần cho CTD. Chúng tôi dự báo công ty lỗ thuần 419 tỷ đồng trong năm 2023 so với lợi nhuận thuần 21 tỷ đồng trong năm 2022 (trước đây, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 đạt 103 tỷ đồng) – sau đó hồi phục và đạt 19 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2024 (dự báo trước đây: 320 tỷ đồng). Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2025 với lợi nhuận thuần đạt 142 tỷ đồng, tăng trưởng 6,5 lần.

VGC: HSC duy trì khuyến nghị **Mua** vào đối với VGC với giá mục tiêu dựa trên phương pháp SOTP là 51.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 41%. Mảng VLXD (kính, thiết bị vệ sinh, gạch xây, gạch ốp lát) đóng góp 60-65% doanh thu và 50% LNTT cho công ty, còn lại là mảng KCN và các HĐKD khác. Nhờ HĐKD khá đa dạng, VGC dự báo sẽ ít chịu ảnh hưởng hơn từ tình trạng khó khăn hiện nay trên thị trường BĐS.

Những khó khăn trên thị trường BĐS chắc chắn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lĩnh vực sản xuất VLXD của VGC. Trên thực tế, nhu cầu đối với các vật liệu xây dựng chính như thiết bị vệ sinh cũng như gạch ốp lát, đất nung và kính xây dựng đã có dấu hiệu suy yếu kể từ đầu năm. Đáng chú ý, giá bán kính xây dựng trên thị trường đã giảm 20-25% kể từ mức đỉnh vào tháng 11/2022.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc thị trường chững lại sẽ không ảnh hưởng quá lớn tới công ty vì 60-70% doanh thu và lợi nhuận (theo BLĐ dự kiến) đến từ khách hàng

cá nhân (hộ gia đình), nhu cầu của nhóm khách hàng này đối với VLXD nhìn chung ổn định hơn và ít bị ảnh hưởng hơn so với mảng BĐS cao tầng với quy mô lớn.

HSC dự báo doanh thu mảng này lần lượt đạt 7,8 nghìn tỷ đồng (giảm 15,7%) và 8,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%) trong năm 2023 và 2024. Triển vọng ngắn hạn của mảng VLXD không tích cực nhưng chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS sẽ bắt đầu hồi phục từ năm 2024 và kế hoạch mở rộng công suất của VGC được triển khai đúng thời điểm (vui lòng tham khảo báo cáo gần nhất về VGC để biết thêm thông tin chi tiết).

Không những vậy, mảng KCN dự báo sẽ đạt kết quả rất khả quan, từ đó bù đắp cho tác động tiêu cực của thị trường BĐS đối với mảng VLXD.

Hiện thị giá cổ phiếu VGC chiết khấu 33% so với ước tính RNAV của HSC cho công ty, cao hơn mức bình quân 3 năm qua là 0%. Theo đó, cổ phiếu VGC vẫn rẻ mặc dù giá đã tăng 12% trong tuần qua. Chúng tôi ưa thích VGC vì bảng CĐKT lành mạnh và dòng tiền tốt, là cơ sở vững chắc để công ty chi trả cổ tức tiền mặt ổn định. HSC cho rằng VGC là lựa chọn tốt cho NĐT muốn đầu tư vào lĩnh vực KCN đầy tiềm năng của Việt Nam.

Ngoài ra, việc thoái vốn của nhà nước khỏi VGC có thể tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Hiện Bộ Xây dựng đang nắm 38,6% cổ phần VGC và theo Quyết định số 1479/QĐ-TTg (ban hành ngày 29/11/2022), Bộ Xây dựng sẽ thoái vốn toàn bộ khỏi VGC trước cuối năm 2023.

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

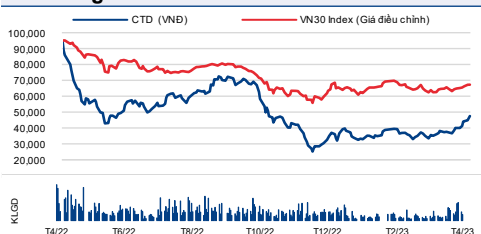
Giá mục tiêu: VNĐ36,300 (từ VNĐ57,800)

Tiềm năng tăng/giảm: -23.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (5/4/2023)	47,500
Mã Bloomberg	CTD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	25,200-88,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	46,033
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,508
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	150
Slg CP lưu hành (tr.đv)	73.9
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	36.2
Slg CP NN được mua (tr.đv)	3.99
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	43.6%
Tỷ lệ freefloat	49.0%
Cổ đông lớn	KUSTOCEM (18.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	35.3	35.3	(50.0)
So với chỉ số	25.8	31.9	(29.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	(5,710)	-	-
2024F	262	-	-
2025F	1,927	-	-

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

CTD là một trong những công ty xây dựng hàng đầu tại Việt Nam với các dự án chính bao gồm dự án dân dụng và công nghiệp.

Chuyên viên phân tích

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Trưởng Phòng, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Giá tăng không phản ánh thực chất triển vọng HĐKD; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với CTD xuống Giảm tỷ trọng và giảm 37% giá mục tiêu xuống 36.300đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận. Chúng tôi dự báo ngành xây dựng sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong giai đoạn đi xuống của thị trường BĐS.
- HSC giảm dự báo lợi nhuận năm 2023-2024 với năm 2023 ghi nhận lỗ 419 tỷ đồng và năm 2024 ghi nhận lợi nhuận thuần 19,2 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần dự báo lần đầu cho năm 2025 đạt 142 tỷ đồng.
- Giá cổ phiếu CTD đã tăng 35% trong 1/3 tháng qua và vượt quá giá trị doanh nghiệp trong bối cảnh giai đoạn khó khăn của thị trường BĐS dự báo còn kéo dài.

Sự kiện: Cập nhật sau khi phân tích triển vọng ngành

Sau khi phân tích triển vọng ngành xây dựng, HSC đã cập nhật dự báo cho CTD. Trên thực tế, hầu như toàn bộ doanh thu và lợi nhuận thuần của Công ty là từ lĩnh vực xây dựng (chủ yếu là xây dựng dự án BĐS nhà ở và BĐS nghỉ dưỡng). Nói chung, chúng tôi đánh giá triển vọng của ngành và Công ty sẽ khó khăn hơn nhiều.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2023 và 2024

HSC giảm đáng kể dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2024, với năm 2023 ghi nhận lỗ 419 tỷ đồng và năm 2024 đạt lợi nhuận thuần 19,2 tỷ đồng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2025 với lợi nhuận thuần đạt 142 tỷ đồng, cao gấp 7,4 lần so với năm 2024. HSC dự báo CTD sẽ lỗ EBITDA trong giai đoạn 2023-2025. Công ty ghi nhận lợi nhuận thuần trong năm 2024-2025 hoàn toàn nhờ tiền lãi từ lượng tiền gửi lớn.

Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2024 vì giảm dự báo doanh thu (lần lượt giảm 49,2% và 43,1% cho năm 2023 và 2024), dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp và nâng dự báo chi phí dự phòng phải thu quá hạn.

Trong năm 2022, CTD đã ghi nhận lỗ EBITDA 142 tỷ đồng và lợi nhuận thuần 21 tỷ đồng vì 520 tỷ đồng lỗ không thường xuyên (chủ yếu do trích lập dự phòng các khoản phải thu quá hạn). Trong dự báo mới cho năm 2023-2025, HSC giả định CTD sẽ trích lập 504 tỷ đồng dự phòng phải thu quá hạn trong năm nay (tăng từ 156 tỷ đồng trong dự báo trước đó), 353 tỷ đồng cho năm 2024 (tăng từ 110 tỷ đồng trong dự báo trước đó) và 247 tỷ đồng cho năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm giá mục tiêu cho CTD xuống còn 36.300đ (từ 57.800đ) sau khi giảm dự báo lợi nhuận và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng. Tại giá mục tiêu mới (sử dụng giả định chi phí vốn bình quân WACC là 15,2%; cao hơn mức 14,5% trong dự báo trước đây), rủi ro giảm giá là 24%.

Trước triển vọng kém đi của thị trường BĐS, các doanh nghiệp xây dựng trước đó tập trung vào các dự án nhà ở cao tầng và BĐS nghỉ dưỡng như CTD sẽ bị ảnh hưởng nặng nề. Công ty sẽ gặp sức ép về lợi nhuận và dòng tiền vì lượng công việc giảm, tỷ suất lợi nhuận thu hẹp, nhu cầu vốn lưu động tăng, lãi suất cao và chi phí dự phòng tăng. Giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây đã vượt quá giá trị.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(137)	(142)	(398) ▼	(178) ▼	(37.7)
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	24.0	20.9	(419) ▼	19.3 ▼	142
EPS ĐC (đồng)	325	284	(5,710) ▼	262 ▼	1,927
DPS (đồng)	999	0	0	1,610	1,610
BVPS (đồng)	110,923	111,846	106,136 ▼	104,775 ▼	104,996
EV/EBITDA ĐC (lần)	(19.2)	(24.7)	(9.64)	(10.8)	(42.2)
P/E ĐC (lần)	146	167	N/a	181	24.6
Lợi suất cổ tức (%)	2.10	0	0	3.39	3.39
P/B (lần)	0.43	0.42	0.45	0.45	0.45
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(92.7)	(12.6)	(2,109)	105	634
ROAE (%)	0.29	0.25	(5.24)	0.25	1.84

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Rủi ro tăng vì khó khăn trên thị trường BĐS còn kéo dài

HSC tin rằng thời kỳ khó khăn của thị trường BĐS sẽ kéo dài và ảnh hưởng đáng kể đến CTD cũng như ngành xây dựng nói chung. Sau khi đánh giá lại các dự án trúng thầu và triển vọng của Công ty, chúng tôi đã giảm mạnh dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 và 2024. Hiện HSC dự báo CTD sẽ ghi nhận lỗ 419 tỷ đồng trong năm 2023 và ghi nhận lợi nhuận thuần 19 tỷ đồng trong năm 2024. Lợi nhuận thuần trong dự báo lần đầu cho năm 2025 hồi phục lên mức 142 tỷ đồng. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng với rủi ro giảm giá 24% dựa trên giá mục tiêu mới là 36.300đ. Giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây được xem là không phản ánh thực chất HĐKD của Công ty.

HĐKD chịu tác động trực tiếp từ triển vọng ảm đạm trên thị trường BĐS nhà ở

Điều chỉnh giảm mạnh dự báo

Để phản ánh triển vọng ngày càng khó khăn của ngành xây dựng (có mối liên hệ chặt chẽ với ngành BĐS), HSC giảm mạnh dự báo lợi nhuận thuần cho CTD trong năm 2023 và 2024. Gần như toàn bộ doanh thu và lợi nhuận của CTD xuất phát từ lĩnh vực xây dựng, chủ yếu là xây dựng các dự án BĐS nhà ở và BĐS nghỉ dưỡng (Công ty không công bố cơ cấu doanh thu lợi nhuận).

Dự báo mới của chúng tôi như sau:

- Cho năm nay, HSC dự báo CTD ghi nhận lỗ thuần 419 tỷ đồng (dự báo trước đây: lợi nhuận thuần đạt 103 tỷ đồng) với doanh thu đạt 9,4 nghìn tỷ đồng (giảm 35,2%). Công ty lỗ thuần vì chi phí dự phòng trích lập cho các khoản phải thu quá hạn dự báo ở mức 504 tỷ đồng (dự báo trước đây: 156 tỷ đồng).

Nếu lợi nhuận hợp nhất kiểm toán năm 2023 là số âm như dự báo của HSC, cổ phiếu CTD sẽ bị HSX đưa vào danh sách không đủ điều kiện giao dịch ký quỹ.

- Cho năm 2024, lợi nhuận thuần dự báo đạt 19 tỷ đồng (thấp hơn nhiều so với dự báo trước đây là 320 tỷ đồng) với doanh thu đạt 11 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 16,5% so với năm 2023). Chi phí dự phòng phải thu quá hạn dự báo giảm so với năm 2023 còn 353 tỷ đồng (dự báo trước đây: 110 tỷ đồng) nhờ khó khăn của các doanh nghiệp BĐS bắt đầu dịu xuống.
- Trong dự báo lần đầu cho năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 142 tỷ đồng, tăng 7,4 lần so với năm 2024 với doanh thu đạt 11,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6% so với năm 2024). Tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo sẽ hồi phục trong năm 2025 nhờ chi phí bán hàng & quản lý gần như đi ngang, giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh hơn nhiều so với doanh thu. HSC dự báo chi phí dự phòng phải thu quá hạn năm 2025 là 247 tỷ đồng.

Trong năm 2022, CTD ghi nhận lợi nhuận thuần 21 tỷ đồng – vì trích lập 520 tỷ đồng dự phòng phải thu quá hạn – với doanh thu đạt 14,5 nghìn tỷ đồng.

Thông tin chi tiết đằng sau dự báo mới của chúng tôi như sau:

- Trong bối cảnh khó khăn của thị trường BĐS, hoạt động mở án, triển khai dự án sẽ ở mức thấp vì hầu hết các doanh nghiệp BĐS đang phải đối mặt với áp lực dòng tiền. Theo đó, HSC giảm dự báo giá trị hợp đồng thực hiện của CTD trong năm 2023 xuống còn 9,4 nghìn tỷ đồng (từ 18,6 nghìn tỷ đồng trong dự báo trước đây) và dự báo năm 2024 đạt 11 nghìn tỷ đồng – nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với dự báo 19,3 nghìn tỷ đồng trước đây.
- Hạ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2023-2024 (lần lượt ở mức 2,5% và 3,5%) so với dự báo trước đây (lần lượt ở mức 3% và 3,5%) vì mức độ cạnh tranh gia tăng. Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025 dự báo tăng lên 4%. Những đối thủ cạnh tranh chính của CTD gồm HBC (niêm yết trên HSX) và một số doanh nghiệp chưa niêm yết gồm Central, Ricons, Newteccons, Delta và An Phong.

Cuối cùng, dự phòng phải thu quá hạn năm 2023 dự báo giữ ở mức cao là 504 tỷ đồng (tương đương năm 2022) vì các doanh nghiệp BĐS có thể chậm hoặc mất khả

năng thanh toán khi gặp phải khó khăn dòng tiền (trước đây, HSC dự báo chi phí dự phòng sẽ giảm 70%).

Bảng 2: Điều chỉnh dự báo, CTD

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	% tăng trưởng
2023				
Doanh thu	18,565	9,427	-49.2%	-35.2%
Lợi nhuận gộp	560	243	-56.6%	-50.0%
Chi phí BH&QL	(671)	(801)		
Lợi nhuận thuần	103	(419)	-506.8%	-2,124.4%
Dự phòng khoản phải thu	(156)	(504)		
2024				
Doanh thu	19,316	10,984	-43.1%	16.5%
Lợi nhuận gộp	681	398	-41.6%	63.5%
Chi phí BH&QL	(694)	(687)		
Lợi nhuận thuần	320	19	-94.0%	-104.6%
Dự phòng khoản phải thu	(110)	(353)		

Nguồn: HSC ước tính

Bảng CĐKT và dòng tiền

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của CTD đã kéo dài đáng kể kể từ năm 2020, ở mức hơn 200 ngày vào năm ngoái so với 50-130 ngày trong giai đoạn 2015-2019; và HSC dự báo chu kỳ chuyển đổi tiền mặt sẽ còn tăng lên 394 ngày vào năm 2023 vì tình hình tài chính của các doanh nghiệp BĐS kém đi.

Trước đây, CTD thường không phải vay nợ nhiều nhưng dưới thời ban lãnh đạo mới, HSC thấy rằng Công ty đã sử dụng cả TPDN và vay nợ từ NHTM (đồng thời, CTD cũng đầu tư vào TPDN của các doanh nghiệp khác cũng như chứng khoán niêm yết). HSC quan ngại về cách sử dụng vốn hiện nay của Công ty.

Với KQKD không đạt kỳ vọng, chúng tôi dự báo CTD sẽ không chi trả cổ tức tiền mặt trong năm 2023 và sẽ chỉ bắt đầu chi trả cổ tức tiền mặt trở lại vào năm 2024 với mức chi trả là 1.500đ/cp, tương đương lợi suất cổ tức 3,3% và tỷ lệ lợi nhuận dùng để trả cổ tức là 614%.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 37% giá mục tiêu cho CTD xuống còn 36.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận (và ước tính KQKD đến năm 2027 trong mô hình DCF của mình). Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá ở mức 24% và P/E dự phóng năm 2024 là 138,7 lần; năm 2025 là 30 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Lưu ý là giá cổ phiếu đã bật tăng mạnh trong thời gian gần đây, tăng 35% trong 1 và 3 tháng qua, diễn biến khả quan hơn so với Vnindex. Chúng tôi đánh giá việc giá cổ phiếu tăng là không phải ánh đúng thực chất triển vọng HĐKD của doanh nghiệp vì tin rằng CTD sẽ gặp phải nhiều thách thức trong thời gian tới vì thị trường BĐS khó khăn – theo đó sẽ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Nợ vay của CTD không cao nhưng tỷ lệ tiền mặt thấp, cho thấy khả năng đáp ứng các nghĩa vụ ngắn hạn ở mức hạn chế - vốn là yếu tố quan trọng trong việc duy trì hoạt động bình thường của một doanh nghiệp tổng thầu.

Các giả định định giá của HSC như sau:

- Sử dụng mô hình DCF 2 giai đoạn để định giá cổ phiếu CTD. Giai đoạn tăng trưởng là từ năm 2023-2027. Sau đó, chúng tôi sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% để tính giá trị dài hạn.
- Sử dụng chi phí vốn bình quân WACC 15,2% (trước đây: 14,5%). Sử dụng lãi suất phi rủi ro 5% (tăng từ 3,5%) và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10% (cộng thêm 2% vào phần bù rủi ro vốn CSH chung của HSC là 8% để phản ánh tình hình khó khăn trong huy động vốn của ngành BĐS và ngành liên quan); theo đó chi phí vốn CSH là 16%. Chúng tôi giả định tỷ lệ nợ/vốn CSH bình quân 5 năm tới là 16%.

Bảng 3: Phân tích độ nhạy với các giả định chủ chốt (đồng), CTD

Tiền thuần chiếm 58%, do đó giá mục tiêu không quá nhạy cảm với các giả định

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
Lãi suất phi rủi ro				
4.5%	36,548	36,882	37,240	37,624
5.0%	36,022	36,300	36,660	37,013
5.5%	35,504	35,789	36,092	36,417

Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	9,078	14,537	9,427	10,984	11,639
Lợi nhuận gộp	275	487	243	398	474
Chi phí BH&QL	(516)	(735)	(801)	(687)	(623)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	(241)	(248)	(558)	(289)	(149)
Lãi vay thuần	264	218	111	286	299
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(30.3)	(23.8)	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	45.4	88.4	27.5	27.5	27.5
LNTT	38.2	34.8	(419)	24.1	177
Chi phí thuế TNDN	(14.0)	(14.0)	0	(4.82)	(35.4)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.10)	0.08	0	0	0
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	24.0	20.9	(419)	19.3	142
Lợi nhuận thuần ĐC	24.0	20.9	(419)	19.3	142
EBITDA ĐC	(137)	(142)	(398)	(178)	(37.7)
EPS (đồng)	325	284	(5,710)	262	1,927
EPS ĐC (đồng)	325	284	(5,710)	262	1,927
DPS (đồng)	999	0	0	1,610	1,610
Slg CP bình quân (triệu đv)	73.9	73.4	73.4	73.4	73.4
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	73.9	73.4	73.4	73.4	73.4
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	73.9	73.4	73.4	73.4	73.4

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	885	1,064	726	2,652	2,972
Đầu tư ngắn hạn	2,401	1,778	1,778	1,778	1,778
Phải thu khách hàng	7,425	11,235	9,065	9,766	9,862
Hàng tồn kho	1,692	2,838	2,949	1,379	1,459
Các tài sản ngắn hạn khác	349	549	603	662	727
Tổng tài sản ngắn hạn	12,751	17,465	15,121	16,238	16,799
TSCĐ hữu hình	531	560	434	382	332
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	40.7	37.6	38.5	35.7	32.9
Đầu tư dài hạn	302	302	302	302	302
Đầu tư vào Cty LD,LK	33.2	9.42	9.42	9.42	9.42
Tài sản dài hạn khác	267	593	593	593	593
Tổng tài sản dài hạn	1,174	1,502	1,377	1,322	1,269
Tổng cộng tài sản	13,925	18,967	16,498	17,560	18,068
Nợ ngắn hạn	1.72	553	553	553	553
Phải trả người bán	3,133	5,189	3,523	4,060	4,283
Nợ ngắn hạn khác	2,114	2,356	1,737	1,971	2,077
Tổng nợ ngắn hạn	5,675	10,227	8,177	9,338	9,830
Nợ dài hạn	0	524	524	524	524
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	2.54	2.41	2.41	2.41	2.41
Tổng nợ dài hạn	2.54	527	527	527	527
Tổng nợ phải trả	5,677	10,753	8,704	9,865	10,357
Vốn chủ sở hữu	8,193	8,213	7,794	7,694	7,710
Lợi ích cổ đông thiểu số	54.8	0.54	0.54	0.54	0.54
Tổng vốn chủ sở hữu	8,248	8,214	7,795	7,695	7,711
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,925	18,967	16,498	17,560	18,068
BVPS (đ)	110,923	111,846	106,136	104,775	104,996
Nợ thuần/(tiền mặt)	(883)	12.7	351	(1,575)	(1,895)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	(241)	(248)	(558)	(289)	(149)
Khấu hao	(105)	(106)	(160)	(111)	(111)
Lãi vay thuần	264	218	111	286	299
Thuế TNDN đã nộp	(102)	(55.8)	0	(4.82)	(35.4)
Thay đổi vốn lưu động	305	(1,919)	(494)	1,675	62.0
Khác	279	559	451	294	182
LCT thuần từ HĐKD	421	(1,626)	(467)	1,867	251
Đầu tư TS dài hạn	(47.1)	(195)	(34.9)	(56.0)	(58.5)
Góp vốn & đầu tư	0	(525)	0	0	0
Thanh lý	0	1.96	0	0	0
Khác	(633)	1,451	164	233	246
LCT thuần từ HĐĐT	(681)	733	129	177	188
Cổ tức trả cho CSH	(73.8)	0	0	(118)	(118)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	1,072	0	0	0
Khác	(178)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(252)	1,072	0	(118)	(118)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,397	885	1,064	726	2,652
LCT thuần trong kỳ	(512)	180	(338)	1,926	320
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.05	(0.01)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	885	1,064	726	2,652	2,972
Dòng tiền tự do	374	(1,821)	(502)	1,811	192

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	3.03	3.35	2.58	3.62	4.07
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(1.50)	(0.98)	(4.23)	(1.62)	(0.32)
Tỷ suất LNT (%)	0.26	0.14	(4.45)	0.18	1.22
Thuế TNDN hiện hành (%)	36.8	40.3	0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(37.6)	60.1	(35.1)	16.5	5.97
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(144)	(3.77)	(181)	55.4	78.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(92.8)	(13.1)	(2,109)	105	634
Tăng trưởng EPS (%)	(92.7)	(12.6)	(2,109)	105	634
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(92.7)	(12.6)	(2,109)	105	634
Tăng trưởng DPS (%)	(66.7)	(100)	nm	nm	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	307	0	0	614	83.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	0.29	0.25	(5.24)	0.25	1.84
ROACE (%)	(2.90)	(2.92)	(6.54)	(3.50)	(1.81)
Vòng quay tài sản (lần)	0.65	0.88	0.53	0.64	0.65
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.75)	6.56	0.84	(6.46)	(1.68)
Số ngày tồn kho	70.2	73.7	117	47.6	47.7
Số ngày phải thu	308	292	360	337	322
Số ngày phải trả	130	135	140	140	140
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(5.70)	26.0	34.7	15.2	13.2
Nợ/tài sản (%)	3.00	16.9	20.8	21.8	22.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	(3.06)	(22.6)	(8.62)	(21.5)	(106)
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.25	1.71	1.85	1.74	1.71
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.29	0.24	0.41	0.17	0.14
EV/EBITDA ĐC (lần)	(19.2)	(24.7)	(9.64)	(10.8)	(42.2)
P/E (lần)	146	167	N/a	181	24.6
P/E ĐC (lần)	146	167	N/a	181	24.6
P/B (lần)	0.43	0.42	0.45	0.45	0.45
Lợi suất cổ tức (%)	2.10	0	0	3.39	3.39

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ51,000 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 41.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (5/4/2023)	36,100
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,550-68,775
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,817
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	16,185
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	690
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	220
Slg CP NN được mua (tr.đv)	23.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.28%
Tỷ lệ freefloat	11.2%
Cổ đông lớn	Hạ tầng Gelex (50.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	8.08	(3.99)	(40.6)
So với chỉ số	0.50	(6.45)	(16.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2023F	2,513	3,656	(31.3)
2024F	3,249	4,618	(29.7)
2025F	4,140	-	-

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Viglacera là một trong những chủ đầu tư phát triển KCN lớn nhất và doanh nghiệp vật liệu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 trung.ph@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Trưởng Phòng, Ngành Bất Động Sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Khác biệt nhờ triển vọng mảng KCN tích cực; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VGC và giá mục tiêu 51.000đ (tiềm năng tăng giá 41%). Mặc dù triển vọng mảng VLXD không tích cực trong năm nay, KQKD khả quan ở mảng KCN sẽ hỗ trợ lợi nhuận và dòng tiền cho Công ty.
- HSC duy trì dự báo cho VGC. Chúng tôi kỳ vọng KQKD mảng KCN tích cực sẽ bù đắp cho sự suy yếu ở mảng VLXD trong năm 2023. Lợi nhuận thuần năm 2023-2025 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 28,4%.
- Mặc dù tăng 12% trong 1 tuần qua (diễn biến khả quan hơn 9% so với Vnindex), định giá VGC vẫn rẻ với thị giá chiết khấu 33% so với RNAV (mức chiết khấu bình quân 3 năm: 0%). Kế hoạch thoái vốn nhà nước khỏi VGC cũng sẽ là yếu tố tích cực đối với giá cổ phiếu.

Sự kiện: Công bố KQKD sơ bộ Q1/2023 của Công ty mẹ

VGC đã công bố KQKD sơ bộ Q1/2023 của Công ty mẹ với LNTT và doanh thu lần lượt cao hơn 96% và 25% kế hoạch đề ra cho Q1/2023. Hiện Công ty chưa công bố thông tin chi tiết và HSC dự đoán Công ty mẹ có thể đạt LNTT 600 tỷ đồng trong Q1/2023 – bằng 50% so với kế hoạch của VGC cho cả năm 2023 – chủ yếu nhờ đóng góp mạnh mẽ từ mảng KCN. Chúng tôi đánh giá đây là thông tin tích cực đối với VGC vì mảng KCN đạt kết quả tích cực sẽ bù đắp cho sự sụt giảm ở mảng VLXD.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận

HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho VGC. Chúng tôi kỳ vọng mảng KCN sẽ đạt kết quả tích cực, bù đắp phần lớn sự sụt giảm của mảng VLXD – dự báo đóng góp khoảng 2/3 tổng doanh thu và 1/2 lợi nhuận gộp – trong năm nay. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2025 lần lượt đạt 1.127 tỷ đồng (giảm 34,8%), 1.457 tỷ đồng (tăng trưởng 29,3%) và 1.856 tỷ đồng (tăng trưởng 27,4%). Nói chung, lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025 tăng trưởng với tốc độ CAGR 28,4%.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu VGC đã tăng 12% kể từ cuối tháng 3, diễn biến khả quan hơn 9% so với thị trường chung nhờ tâm lý NĐT lạc quan hơn sau khi NHNN giảm lãi suất điều hành và đưa ra các giải pháp hỗ trợ thị trường BĐS. Hiện giá cổ phiếu VGC chiết khấu 33% so với ước tính RNAV, rẻ hơn so với mức chiết khấu bình quân 3 năm qua là 0%. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VGC và giá mục tiêu 51.000đ (tiềm năng tăng giá 41%).

Chúng tôi ưa thích VGC vì bảng CĐKT lành mạnh và dòng tiền tốt, là cơ sở vững chắc để công ty chi trả cổ tức tiền mặt ổn định trong các năm tới. HSC cho rằng VGC là lựa chọn tốt cho NĐT muốn đầu tư vào lĩnh vực KCN đầy tiềm năng của Việt Nam. Ngoài ra, kế hoạch thoái vốn của nhà nước khỏi VGC có thể tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Hiện Bộ Xây dựng đang nắm 38,6% cổ phần VGC và theo Quyết định số 1479 QĐ/TTg (ban hành ngày 29/11/2022), Bộ Xây dựng sẽ thoái vốn toàn bộ khỏi VGC trước cuối năm 2023.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,559	4,907	4,326 ▼	4,893 ▼	5,466
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,224	1,728	1,127 ▼	1,457 ▼	1,856
EPS ĐC (đồng)	2,729	3,855	2,513 ▼	3,249 ▼	4,140
DPS (đồng)	1,100	2,612	1,500	2,000 ▲	2,000
BVPS (đồng)	15,828	16,986	17,999 ▼	19,248 ▼	21,388
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.68	3.62	4.16	3.56	2.85
P/E ĐC (lần)	13.2	9.37	14.4	11.1	8.72
Lợi suất cổ tức (%)	3.05	7.24	4.16	5.54	5.54
P/B (lần)	2.28	2.13	2.01	1.88	1.69
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	104	41.2	(34.8)	29.3	27.4
ROAE (%)	18.1	23.5	14.4	17.4	20.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng khó khăn của thị trường BĐS đã được phản ánh hết vào giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, giá mục tiêu dựa trên phương pháp SOTP 51.000đ (tiềm năng tăng giá 41%) và dự báo lợi nhuận cho VGC. Lợi nhuận thuần năm nay dự báo giảm 34,8% do ảnh hưởng từ mảng VLXD (đóng góp tỷ trọng lớn trong lợi nhuận) nhưng sẽ lần lượt tăng trưởng 29,3% và 27,4% trong năm 2024-2025 nhờ mảng VLXD hồi phục và mảng KCN tăng trưởng tốt (đặc điểm riêng của VGC). Thị giá cổ phiếu hiện chiết khấu 33% so với ước tính RNAV so với mức chiết khấu bình quân 3 năm qua là 0%. Theo đó, triển vọng khó khăn của thị trường BĐS đã được phản ánh vào giá cổ phiếu.

KQKD sơ bộ Q1/2023 của Công ty mẹ rất tích cực

Vào ngày 3/4, VGC đã tổ chức hội nghị đánh giá KQKD Q1/2023. Theo ban lãnh đạo, mảng KCN đạt kết quả khả quan hơn kỳ vọng trong khi mảng VLXD đạt kết quả kém như dự đoán trước tác động từ sự suy yếu của thị trường BĐS nhà ở.

Ban lãnh đạo VGC cho biết LNTT Q1/2023 khả quan và vượt 96% kế hoạch đề ra cho Q1/2023, trong khi doanh thu vượt 25% kế hoạch (VGC không công bố số liệu cụ thể).

Trước đó, VGC đặt kế hoạch LNTT Công ty mẹ năm 2023 là 1.200 tỷ đồng (giảm 30%). Với KQKD Q1/2023 vượt 96% kế hoạch đề ra cho quý, HSC ước tính LNTT Công ty mẹ Q1/2023 có thể đạt gần 600 tỷ đồng, hoàn thành 50% kế hoạch đề ra cho cả năm 2023.

Chúng tôi thấy rằng mảng KCN và cổ tức được chia từ công ty liên kết đóng góp chính vào KQKD Q1/2023 của Công ty mẹ, bù đắp cho sự suy yếu ở mảng VLXD trong kỳ. Theo đó, HSC cho rằng lợi nhuận hợp nhất Q1/2023 cũng sẽ khả quan.

Tóm tắt về mảng VLXD

Vì mảng VLXD của VGC phụ thuộc nhiều vào sự phát triển của thị trường BĐS, nên triển vọng của mảng này sẽ không được tích cực trong năm 2023. Trên thực tế, nhu cầu đối với các vật liệu xây dựng chính như thiết bị vệ sinh cũng như gạch ốp lát, đất nung và kính xây dựng đã có dấu hiệu suy yếu kể từ đầu năm. Đáng chú ý, giá bán kính xây dựng trên thị trường đã giảm 20-25% kể từ mức đỉnh vào tháng 11/2022.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc thị trường chững lại sẽ không ảnh hưởng quá lớn tới công ty vì 60-70% doanh thu và lợi nhuận (theo BLĐ dự kiến) đến từ khách hàng cá nhân (hộ gia đình), nhu cầu của nhóm khách hàng này đối với VLXD nhìn chung ổn định hơn và ít bị ảnh hưởng hơn so với mảng BĐS cao tầng với quy mô lớn.

HSC dự báo doanh thu mảng này lần lượt đạt 7,8 nghìn tỷ đồng (giảm 15,7%) và 8,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%) trong năm 2023 và 2024. Theo đó (và dựa trên dự báo của chúng tôi cho các mảng kinh doanh khác của VGC), mảng VLXD dự báo đóng góp 64% tổng doanh thu của VGC trong năm 2023-2024 (mảng BĐS đóng góp 32-33%) và khoảng 50% lợi nhuận gộp (mảng BĐS đóng góp 49-50%).

Triển vọng ngắn hạn của mảng VLXD không tích cực nhưng chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS sẽ bắt đầu hồi phục và kế hoạch mở rộng công suất của VGC được triển khai đúng thời điểm (vui lòng tham khảo báo cáo gần nhất về VGC để biết thêm thông tin chi tiết) sẽ là động lực tăng trưởng trong tương lai.

Duy trì dự báo lợi nhuận

HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho VGC cho năm 2023-2025. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2025 lần lượt đạt 1.127 tỷ đồng (giảm 34,8%), 1.457 tỷ đồng (tăng trưởng 29,3%) và 1.856 tỷ đồng (tăng trưởng 27,4%).

Chúng tôi không đưa các khoản mục không thường xuyên vào mô hình dự báo. Trên thực tế, các khoản mục không thường xuyên không lớn trong năm 2022.

Nói chung, lợi nhuận thuần giai đoạn 2022-2025 tăng trưởng với tốc độ CAGR 2,4% (giai đoạn 2023-2025 tăng trưởng với tốc độ CAGR 28,4%).

Duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu, tiềm năng tăng giá 41%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp SOTP để định giá VGC và duy trì giá mục tiêu tại 51.000đ dựa trên ước tính RNAV tại thời điểm cuối năm 2023 (không áp dụng chiết khấu). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VGC với tiềm năng tăng giá 41%.

Triển vọng ngắn hạn của mảng VLXD không tích cực trước tác động từ sự đi xuống của thị trường BĐS, nhưng được bù đắp nhờ triển vọng tích cực của mảng KCN. Trong khi đó, một điểm cộng ở VGC là bảng CĐKT khá lành mạnh và dòng tiền HĐKD mạnh. HSC cho rằng VGC là lựa chọn tốt cho NGĐT muốn đầu tư vào lĩnh vực KCN đầy tiềm năng của Việt Nam và muốn có dòng tiền ổn định từ cổ tức.

Ngoài ra, kế hoạch thoái vốn của nhà nước khỏi VGC có thể tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Hiện Bộ Xây dựng đang nắm 38,6% cổ phần VGC và theo Quyết định số 1479/QĐ/TTg (ban hành ngày 29/11/2022), Bộ Xây dựng sẽ thoái vốn toàn bộ khỏi VGC trước cuối năm 2023.

Thông tin cụ thể về giả định định giá của HSC như sau:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, ngoại trừ KCN ViMarel (tại Cuba) được áp dụng giá trị sổ sách. Mảng KCN đóng góp 55% tổng định giá (chưa trừ nợ thuần và lợi ích cổ đông thiểu số).
- HSC cũng sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng VLXD. Chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3% (không đổi) cho dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF). Mảng VLXD đóng góp 35% tổng định giá (chưa trừ nợ thuần và lợi ích cổ đông thiểu số).
- Chúng tôi cũng áp dụng giá trị sổ sách để định giá các tài sản khác bao gồm một số dự án KDC và các khoản đầu tư vào công ty liên kết/liên doanh.
- Giả định chi phí vốn bình quân WACC – giữ nguyên – ở 12,5% với giả định lãi suất phi rủi ro là 5%, chi phí nợ là 9,5% và chi phí vốn CSH là 14,5%.

HSC đã tiến hành phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các thay đổi ở giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn (Bảng 5).

Bảng 4: Định giá RNAV, VGC

(Tỷ đồng)	Phương pháp	Lợi ích của VGC	Giá trị hiện tại ròng 2023
Khu công nghiệp	DCF, BV	35-100%	13,799
Vật liệu xây dựng	DCF	25-100%	8,773
(+) Tài sản khác	BV		2,315
(-) Nợ thuần / (+) Tiền thuần			(1,009)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			(958)
RNAV			22,920
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành			448,350,000
Giá mục tiêu	Đồng/cp		51,000

Nguồn: HSC

Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, VGC

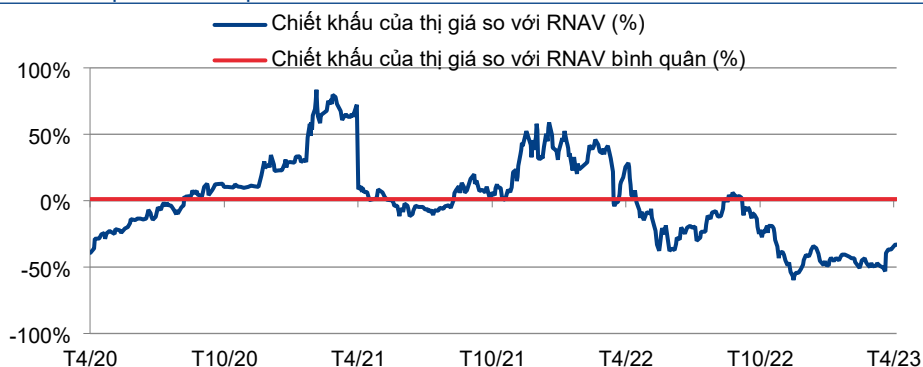
Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng vật liệu xây dựng				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	52,000	52,800	53,700	54,700	55,800
	4.5%	51,000	51,700	52,600	53,500	54,500
	5.0%	49,700	50,400	51,000	52,000	52,900
	5.5%	48,800	49,400	50,100	50,900	51,800
	6.0%	47,600	48,200	48,800	49,500	50,300

Nguồn: HSC

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

Hiện giá cổ phiếu VGC chiết khấu 33% so với ước tính RNAV rẻ hơn so với mức chiết khấu bình quân 3 năm qua là 0%



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

HSC cho rằng giá cổ phiếu VGC đã tăng 12% trong 1 tuần qua nhờ nhờ tâm lý NĐT lạc quan hơn sau khi NHNN giảm lãi suất điều hành và đưa ra các giải pháp hỗ trợ thị trường BĐS. Hiện giá cổ phiếu VGC chiết khấu 33% so với ước tính RNAV, rẻ hơn so với mức chiết khấu bình quân 3 năm qua là 0%.

Tiềm năng/rủi ro dự báo

Tiềm năng vượt dự báo: (i) Nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2 đi vào hoạt động sẽ giúp mở rộng đáng kể công suất sản xuất kính xây dựng. Do đó, việc nhà máy đi vào hoạt động sẽ là tiềm năng khiến KQKD vượt dự báo của chúng tôi. (ii) quỹ đất mới: VGC đã mở rộng quỹ đất đáng kể (tại Thái Nguyên, Hưng Yên, Khánh Hòa,...) để phát triển KCN, nhưng chúng tôi chưa bao gồm điều này vào mô hình dự báo do chưa có đầy đủ thông tin về lộ trình phát triển. Việc Công ty bắt đầu phát triển những diện tích này sẽ là tiềm năng khiến KQKD vượt dự báo của chúng tôi.

Rủi ro không đạt dự báo: (i) Thị trường BĐS nhà ở chứng lại tác động mạnh hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng tới KQKD mảng VLXD. (ii) Rủi ro thương mại toàn cầu tăng trưởng chậm lại sẽ tác động tới các doanh nghiệp FDI mở rộng sản xuất. Điều này sẽ tác động tới hoạt động cho thuê KCN và ảnh hưởng tới định giá và KQKD.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	11,194	14,592	12,149	13,443	14,524
Lợi nhuận gộp	2,873	4,238	3,249	3,886	4,468
Chi phí BH&QL	(1,420)	(1,848)	(1,573)	(1,773)	(1,919)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,452	2,390	1,676	2,112	2,549
Lãi vay thuần	(136)	(175)	(252)	(255)	(211)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	123	112	124	136	150
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	102	(21.8)	0.07	0.07	0.07
LNTT	1,541	2,305	1,547	1,993	2,488
Chi phí thuế TNDN	(262)	(392)	(285)	(371)	(468)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(55.4)	(185)	(136)	(165)	(164)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,224	1,728	1,127	1,457	1,856
Lợi nhuận thuần ĐC	1,224	1,728	1,127	1,457	1,856
EBITDA ĐC	3,559	4,907	4,326	4,893	5,466
EPS (đồng)	2,729	3,855	2,513	3,249	4,140
EPS ĐC (đồng)	2,729	3,855	2,513	3,249	4,140
DPS (đồng)	1,100	2,612	1,500	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	2,711	2,019	2,193	2,253	3,522
Đầu tư ngắn hạn	231	129	129	129	129
Phải thu khách hàng	886	1,183	1,718	1,945	2,003
Hàng tồn kho	3,657	4,235	4,852	4,927	5,376
Các tài sản ngắn hạn khác	456	542	542	542	542
Tổng tài sản ngắn hạn	7,941	8,108	9,434	9,796	11,573
TSCĐ hữu hình	5,125	5,217	5,900	6,199	6,577
TSCĐ vô hình	164	166	167	168	168
Bất động sản đầu tư	1,961	1,952	1,909	1,725	1,379
Đầu tư dài hạn	8.22	8.22	8.22	8.22	8.22
Đầu tư vào Cty LD,LK	610	680	804	940	1,090
Tài sản dài hạn khác	6,187	6,827	5,918	5,517	4,720
Tổng tài sản dài hạn	14,056	14,851	14,706	14,556	13,942
Tổng cộng tài sản	21,997	22,959	24,140	24,352	25,514
Nợ ngắn hạn	1,447	1,959	1,821	1,680	1,497
Phải trả người bán	1,304	1,590	1,376	1,530	1,668
Nợ ngắn hạn khác	2,159	2,230	2,230	2,230	2,230
Tổng nợ ngắn hạn	8,551	8,391	8,467	8,321	8,739
Nợ dài hạn	1,742	1,657	2,183	1,822	1,443
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	118	144	144	144	144
Nợ dài hạn khác	3,002	3,273	3,262	3,256	3,255
Tổng nợ dài hạn	4,863	5,074	5,590	5,222	4,843
Tổng nợ phải trả	13,640	13,873	14,465	13,952	13,990
Vốn chủ sở hữu	7,096	7,616	8,070	8,630	9,589
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,260	1,470	1,605	1,771	1,935
Tổng vốn chủ sở hữu	8,357	9,085	9,675	10,400	11,524
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,997	22,959	24,140	24,352	25,514
BVPS (đ)	15,828	16,986	17,999	19,248	21,388
Nợ thuần/(tiền mặt)	478	1,598	1,811	1,249	(582)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	1,452	2,390	1,676	2,112	2,549
Khấu hao	(2,107)	(2,517)	(2,651)	(2,781)	(2,917)
Lãi vay thuần	(136)	(175)	(252)	(255)	(211)
Thuế TNDN đã nộp	(262)	(392)	(285)	(371)	(468)
Thay đổi vốn lưu động	1,573	(1,918)	(948)	(313)	92.6
Khác	61.6	53.1	0.07	0.07	0.07
LCT thuần từ HKKD	4,795	2,474	2,842	3,954	4,880
Đầu tư TS dài hạn	(3,386)	(2,751)	(2,382)	(2,495)	(2,153)
Góp vốn & đầu tư	(254)	(898)	0	0	0
Thanh lý	96.7	1,004	0	0	0
Khác	20.6	122	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(3,523)	(2,523)	(2,382)	(2,495)	(2,153)
Cổ tức trả cho CSH	(548)	(1,171)	(673)	(897)	(897)
Thu từ phát hành CP	149	100	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(51.7)	483	388	(503)	(562)
Khác	(58.9)	(55.2)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(509)	(643)	(285)	(1,399)	(1,458)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,950	2,711	2,019	2,193	2,253
LCT thuần trong kỳ	762	(692)	175	59.4	1,270
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.35)	(1.09)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,711	2,019	2,193	2,253	3,522
Dòng tiền tự do	1,409	(277)	460	1,459	2,728

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	25.7	29.0	26.7	28.9	30.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	31.8	33.6	35.6	36.4	37.6
Tỷ suất LNT (%)	10.9	11.8	9.27	10.8	12.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.0	17.0	18.4	18.6	18.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	18.7	30.4	(16.7)	10.7	8.04
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	60.7	37.9	(11.8)	13.1	11.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	104	41.2	(34.8)	29.3	27.4
Tăng trưởng EPS (%)	104	41.2	(34.8)	29.3	27.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	104	41.2	(34.8)	29.3	27.4
Tăng trưởng DPS (%)	0	137	(42.6)	33.3	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.3	67.8	59.7	61.6	48.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.1	23.5	14.4	17.4	20.4
ROACE (%)	12.0	17.1	11.1	13.3	15.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.56	0.65	0.52	0.55	0.58
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	3.30	1.04	1.70	1.87	1.91
Số ngày tồn kho	160	149	199	188	195
Số ngày phải thu	38.9	41.7	70.5	74.3	72.7
Số ngày phải trả	57.2	56.1	56.4	58.4	60.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	54.3	52.5	57.5	45.4	26.6
Nợ/tài sản (%)	29.8	26.2	28.3	25.4	23.8
EBIT/lãi vay (lần)	10.7	13.6	6.64	8.28	12.1
Nợ/EBITDA (lần)	1.84	1.23	1.58	1.26	1.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.93	0.97	1.11	1.18	1.32
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.49	1.22	1.48	1.30	1.07
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.68	3.62	4.16	3.56	2.85
P/E (lần)	13.2	9.37	14.4	11.1	8.72
P/E ĐC (lần)	13.2	9.37	14.4	11.1	8.72
P/B (lần)	2.28	2.13	2.01	1.88	1.69
Lợi suất cổ tức (%)	3.05	7.24	4.16	5.54	5.54

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn