

Môi giới BĐS: Bước vào chu kỳ giao dịch mới; nâng khuyến nghị

Bùi Thị Thùy Trang
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

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

- Việc các nhà phát triển BĐS đẩy mạnh hoạt động mở bán được kỳ vọng sẽ mở ra một chu kỳ tăng trưởng mới cho các nhà môi giới BĐS vốn lệ thuộc rất nhiều vào khối lượng giao dịch trên thị trường. Khối lượng giao dịch đang tăng, thúc đẩy triển vọng tích cực cho các công ty môi giới.
- Công ty môi giới đang chiếm ưu thế tại thị trường miền Bắc như CRE có khả năng sẽ dẫn đầu trong bối cảnh thị trường Hà Nội đang phát triển mạnh mẽ. Công ty môi giới tập trung vào thị trường miền Nam như DXS cũng sẽ hưởng lợi nhờ sự phục hồi của thị trường TP.HCM. HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng và Nắm giữ đối với DXS.
- Chúng tôi giữ quan điểm lạc quan đối với tình hình thị trường hiện tại và do đó xem CRE là một trong những lựa chọn hàng đầu nhờ chiếm ưu thế tại thị trường Hà Nội, với doanh thu dự kiến đạt 2 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 liên quan đến một dự án quan trọng và cổ phiếu đang có định giá rẻ.

Bình minh mới của các công ty môi giới BĐS

HSC kỳ vọng các công ty môi giới BĐS sẽ bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới do có nguồn cung lớn đang được đưa vào thị trường, cũng như tâm lý thị trường cải thiện, dẫn đến khối lượng giao dịch tăng mạnh.

Tổng số căn hộ được bán ra trong 9 tháng đầu năm 2024 đạt khoảng 24.000 căn tại Hà Nội, gấp đôi so với cùng kỳ, và khoảng 4.500 căn tại TP.HCM (giảm 29% so với cùng kỳ). Đáng lưu ý, chúng tôi dự báo đà tăng trưởng tích cực tại thị trường Hà Nội sẽ được duy trì sang năm 2025-2026, do đó khối lượng giao dịch tại đây sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (từ năm 2023) là 39% (khoảng 80.000 căn hộ trong giai đoạn 2024-2026). Trong khi đó, tại thị trường TP.HCM, chúng tôi dự báo khối lượng giao dịch sẽ đạt khoảng 25.000 căn hộ trong cùng giai đoạn (tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 21%). Kết quả khảo sát thị trường của CBRE đã củng cố quan điểm của chúng tôi khi điều chỉnh tăng bình quân 67,5% và 50,3% dự báo tổng nguồn cung và số căn hộ được bán ra tại thị trường Hà Nội trong giai đoạn 2024-2026, trong khi giảm 27,9% và 22,9% dự báo tổng nguồn cung và số căn hộ được bán ra tại thị trường TP.HCM. Do thị trường miền Bắc dẫn đầu về khối lượng giao dịch, CRE với thị phần lớn (khoảng 15%) và thương hiệu đã được khẳng định dự kiến sẽ hưởng lợi từ sự sôi động của thị trường Hà Nội. Trong khi đó, DXS, chủ yếu hoạt động tại miền Nam, có thể sẽ hưởng lợi ít hơn CRE.

KQKD Q3/2024: Khối lượng giao dịch tăng nhờ thị trường phục hồi

Cho Q3/2024, HSC dự báo dữ liệu sẽ hỗ trợ đà phục hồi của thị trường, với những tác động tích cực lên doanh thu môi giới của DXS và CRE. Tổng khối lượng giao dịch của CRE được dự báo tăng gấp đôi so với quý trước (kết quả khiêm tốn trong Q3/2023) lên khoảng 1.600 giao dịch, đẩy lợi nhuận thuần tăng 78% so với quý trước lên 17 tỷ đồng (Q3/2023: lợi nhuận thuần chỉ ở mức 81 triệu đồng). Lợi nhuận Q3/2024 của DXS được dự báo đạt 32 tỷ đồng, giảm 16% so với quý trước nhưng tăng khoảng 10 lần so với cùng kỳ từ mức nền thấp của Q3/2023.

Nâng khuyến nghị đối với các công ty môi giới trong danh sách khuyến nghị; CRE là lựa chọn hàng đầu

HSC nâng khuyến nghị đối với CRE (công ty tập trung vào thị trường miền Bắc) lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 15,9% giá mục tiêu lên 8.000đ (tiềm năng tăng giá 14%), đồng thời nâng khuyến nghị đối với DXS lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) với giá mục tiêu mới là 6.000đ (sau khi tăng 20% giá mục tiêu, tiềm năng tăng giá là 4%). Chúng tôi nâng định giá và khuyến nghị của cả hai cổ phiếu sau khi các nhà phát triển BĐS đẩy mạnh hoạt động mở bán và triển vọng thị trường cải thiện, dẫn đến khối lượng giao dịch tăng.

CRE là lựa chọn hàng đầu của HSC do (1) Công ty có khả năng sẽ hưởng lợi trực tiếp từ khối lượng giao dịch tiếp tục tăng tại thị trường Hà Nội; (2) dự kiến ghi nhận doanh thu 2 nghìn tỷ đồng từ dự án Louis City (từ Q1/2025), và (3) mức định giá thấp, do HSC nhận thấy tiềm năng trong giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng mới làm lu mờ những rủi ro từ các khoản nợ xấu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/10.

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 (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
CRE	7,000	Tăng tỷ trọng	-	8,000	-	14.3	89.5	17.0	0.58	0.56	-	-
DXS	5,770	Nắm giữ	-	6,000	-	3.99	29.7	16.7	0.55	0.54	8.67	8.67

Giá cổ phiếu tại ngày 29/10/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Khối lượng giao dịch dự kiến tăng mạnh

Sự phục hồi trong 9 tháng đầu năm 2024 được dự báo sẽ tiếp tục diễn ra trong thời gian tới, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của các công ty môi giới BĐS. Thị trường Hà Nội đang dẫn dắt đà tăng trưởng, và HSC dự báo điều này sẽ tiếp diễn. CRE, chiếm khoảng 15% thị phần tại miền Bắc sẽ hưởng lợi trực tiếp. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ), tăng 16% giá mục tiêu và đưa vào nhóm cổ phiếu lựa chọn hàng đầu nhờ có triển vọng lợi nhuận cải thiện từ hoạt động môi giới và kỳ vọng tiến triển khả quan tại dự án Louis City (hỗ trợ doanh thu đầu tư thứ cấp). Tình hình liên quan đến các khoản phải thu tại dự án Hoa Tiên Paradise vẫn cần được giám sát chặt chẽ, nhưng định giá thấp đánh đổi với những rủi ro liên quan đến vấn đề này. Chúng tôi cũng nâng khuyến nghị đối với DXS lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng).

Bước vào chu kỳ mới

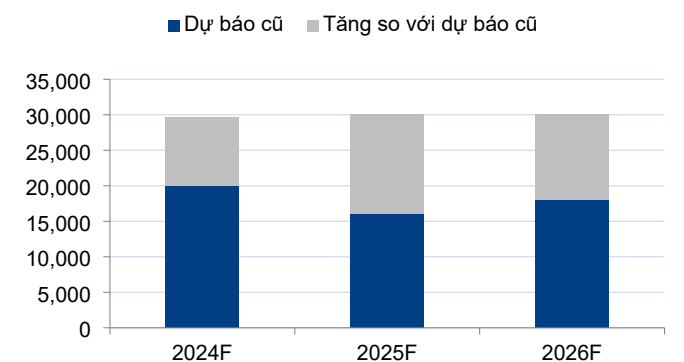
Do các nhà phát triển BĐS đang tích cực chuẩn bị cho hoạt động mở bán, HSC tin rằng chu kỳ tăng trưởng mới của CRE và DXS, những công ty có liên hệ mật thiết với khối lượng giao dịch trên thị trường, đã bắt đầu.

Bối cảnh nguồn cung tại thị trường Hà Nội và số căn hộ bán ra có lợi cho các công ty môi giới BĐS

HSC dự báo nguồn cung căn hộ cao tầng tại Hà Nội (với gần 30.000 căn) sẽ được mở bán trong năm nay và sẽ duy trì ở mức này trong năm 2025-2026. Điều này sẽ đảm bảo lợi nhuận của các công ty môi giới tăng trưởng tốt hơn. Nhờ tâm lý thị trường cải thiện ở cả 2 phân khúc căn hộ cao tầng và thấp tầng, khối lượng giao dịch dự kiến sẽ tiếp tục tăng, đạt mức tăng trưởng gấp 3 lần so với cùng kỳ (24.000 căn) trong tổng số căn hộ được bán ra trong năm 2024 tại thị trường chung cư Hà Nội và dự kiến sẽ duy trì mức này trong năm 2025-2026.

Biểu đồ 1: Dự báo nguồn cung số căn hộ cao tầng, Hà Nội

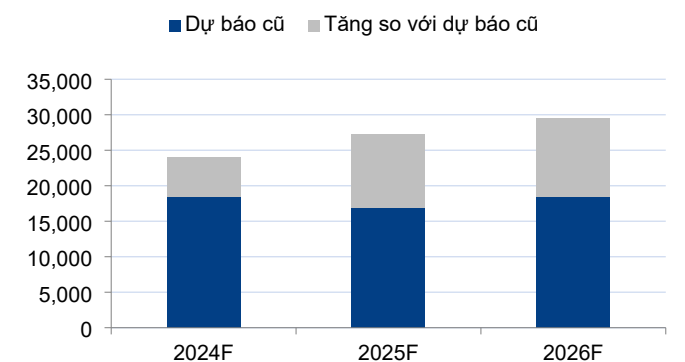
Trong khi CBRE tăng 68% dự báo nguồn cung số căn hộ tại Hà Nội ...



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 2: Dự báo tổng số căn hộ cao tầng bán ra, Hà Nội

... và tăng 50% dự báo tổng số căn hộ bán được trong giai đoạn 2024-2026 ...



Nguồn: CBRE, HSC

Dự báo nguồn cung và khối lượng giao dịch gần đây nhất tại thị trường Hà Nội trong giai đoạn 2024-2026 của CBRE đã được điều chỉnh tăng so với dự báo trước đó (tăng bình quân 67,5% và 50,3% đối với tổng nguồn cung và tổng căn hộ được bán ra) (Biểu đồ 1-2). Điều này phản ánh những thay đổi đáng kể của thị trường hiện tại với nhiều hoạt động hơn của các nhà phát triển BĐS sau khi tâm lý thị trường tốt hơn, đảm bảo tỷ lệ hấp thụ khi mở bán dự án.

Dựa trên bối cảnh thị trường Hà Nội, HSC cho rằng CRE hưởng nhiều nhất nhờ có thương hiệu đã được khẳng định và thị phần áp đảo ở miền Bắc.

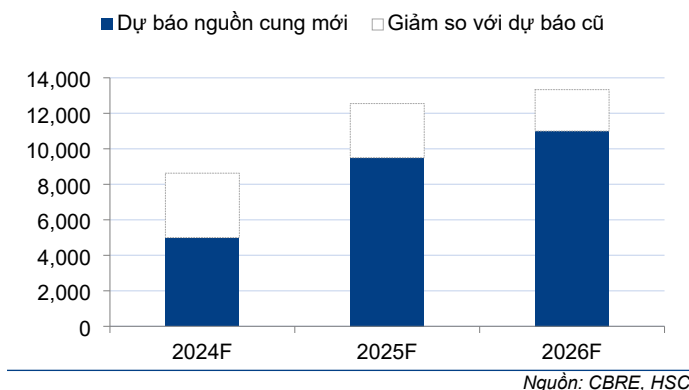
Nguồn cung tại TP.HCM hạn chế, nhưng việc phê duyệt dự án sẽ được nới lỏng

Mặc dù điều chỉnh tăng dự báo nguồn cung và số lượng căn hộ bán ra tại Hà Nội, CBRE giảm dự báo đối với thị trường TP.HCM (giảm bình quân 27,9% và 22,9% dự báo nguồn cung và số lượng căn hộ bán ra), cho thấy tình trạng khan hiếm nguồn

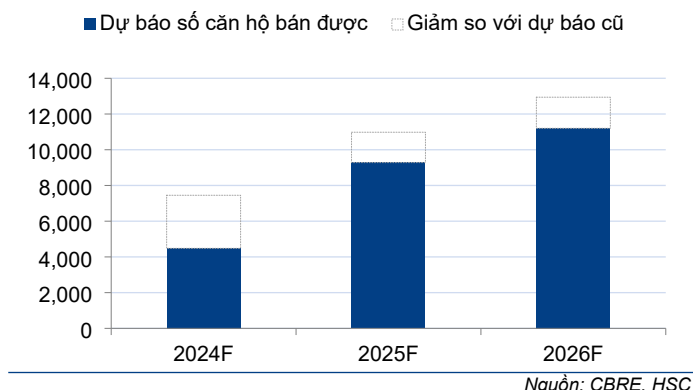
cung căn hộ mới diễn ra trong thời gian dài dẫn đến số căn hộ được bán ra tại thị trường sơ cấp giảm.

CBRE dự báo tổng nguồn cung trong năm 2024 giảm 42% so với cùng kỳ xuống khoảng 5.000 căn hộ, sau đó tăng 90% lên 9.500 căn trong năm 2025 và tăng 15,8% lên 11.000 căn trong năm 2026. (Biểu đồ 3-4).

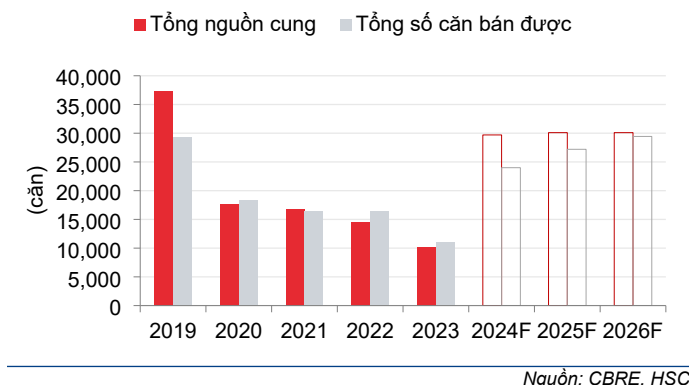
Biểu đồ 3: Dự báo nguồn cung số căn hộ cao tầng, TP.HCM
CBRE giảm 28% dự báo nguồn cung số căn hộ tại TP.HCM



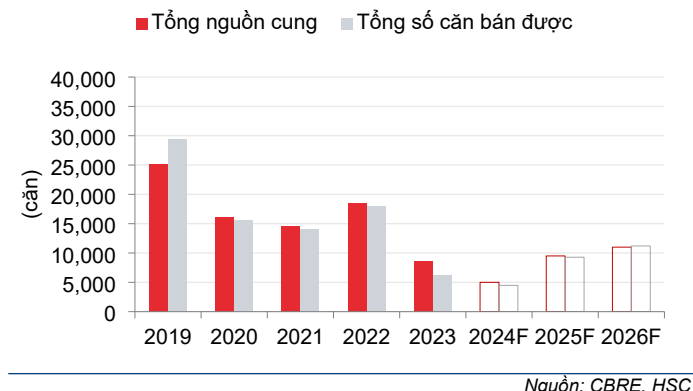
Biểu đồ 4: Dự báo tổng số căn hộ cao tầng bán ra, TP.HCM
... và giảm 23% dự báo số căn hộ bán ra



Biểu đồ 5: Tổng nguồn cung và số căn hộ bán ra, Hà Nội
Năm 2024 nguồn cung đạt khoảng 30.000 căn, mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây



Biểu đồ 6: Tổng nguồn cung và số căn hộ bán ra, TP.HCM
Năm 2024 nguồn cung đạt khoảng 5.000 căn, nguồn cung vẫn tiếp tục bị hạn chế



Chúng tôi hiểu rằng nguồn cung căn hộ tại TP.HCM giảm trong nhiều năm qua là do môi trường pháp lý chặt chẽ. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy chính quyền thành phố bắt đầu muốn phê duyệt các dự án BĐS trên địa bàn sau nhiều năm đình trệ. Mặc dù được hỗ trợ tháo gỡ những khó khăn, những chuyển biến lớn sẽ không được phản ánh trong thời gian ngắn.

Do chúng tôi dự báo tình trạng thiếu hụt nguồn cung tại TP.HCM sẽ tiếp diễn trong ngắn hạn, cùng với sự cạnh tranh gay gắt, DXS (chủ yếu hoạt động tại đây) sẽ ghi nhận tăng trưởng doanh thu môi giới thấp hơn CRE.

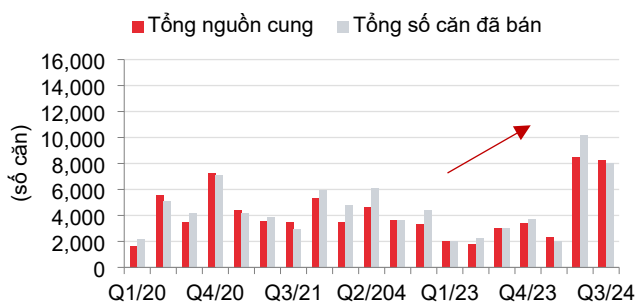
Môi giới truyền thống sẽ chiếm ưu thế

Trong các đợt mở bán tại thị trường Hà Nội, hầu hết các công ty môi giới tham gia dưới hình thức môi giới truyền thống (lợi nhuận dưới 3%) và rất hiếm có trường hợp phân phối độc quyền. HSC nhận thấy các nhà phát triển BĐS lớn có xu hướng thương lượng về giá bán tuyệt đối. Mô hình môi giới truyền thống có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn nhưng tiềm ẩn ít rủi ro nợ xấu. Từ năm 2025, chúng tôi dự báo DXS sẽ trở lại phân phối độc quyền do công ty mẹ DXG mở bán dự án DXH Riverside trong khi CRE chủ yếu tập trung vào hoạt động môi giới truyền thống.

Trong khi đó, thị trường ở các tỉnh vẫn còn phần nào chậm phục hồi, chúng tôi chưa thấy hoạt động môi giới thứ cấp của DXS và CRE sôi động trở lại. Do đó, HSC duy trì quan điểm thận trọng đối với phân khúc này trong năm nay.

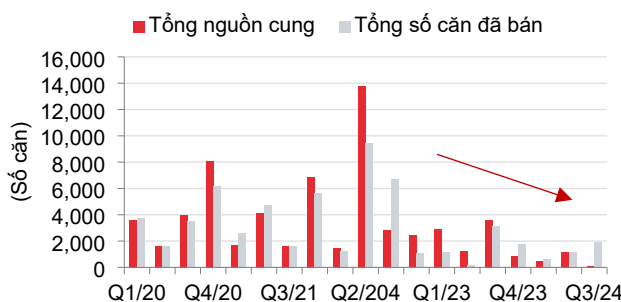
Tuy nhiên, CRE có thể sẽ ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City nhờ việc thanh toán tiền sử dụng đất có tiến triển. Chúng tôi dự báo Công ty sẽ ghi nhận khoảng 900 tỷ đồng và khoảng 1.100 tỷ đồng doanh thu trong năm 2025 và 2026. Mặt khác, do không có thông tin về các dự án đầu tư thứ cấp của DXS nên chúng tôi khá thận trọng trong việc đưa ra dự báo lợi nhuận cho phân khúc này của DXS.

Biểu đồ 7: Tổng nguồn cung và số căn chung cư đã bán, Hà Nội
9 tháng đầu năm 2024 ghi nhận nguồn cung lớn nhất trong 5 năm qua



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 8: Tổng nguồn cung và số căn hộ cao tầng đã bán, TP.HCM
Số căn đã bán trong Q3/2024 hầu hết thuộc các dự án đã mở bán trước kia



Nguồn: CBRE, HSC

Bảng 9: Đánh giá lợi nhuận thuần Q3/2024, các công ty môi giới BĐS HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24F	So với cùng kỳ	So với quý trước
CRE	0	8	15	18418%	78.6%
DXS	3	38	32	834.0%	-15.9%

Nguồn: HSC ước tính

Q3/2024: Dự báo khối lượng giao dịch sẽ cải thiện

Cho Q3/2024, HSC dự báo các nhà môi giới BĐS trong danh sách khuyến nghị sẽ đón nhận những tác động tích cực khi thị trường sôi động rõ nét hơn (Biểu đồ 7-8). CRE được dự báo sẽ hưởng lợi nhiều hơn DXS nhờ có thương hiệu đã được khẳng định tại miền Bắc để nắm bắt bối cảnh thị trường sôi động của thị trường Hà Nội. Chúng tôi dự báo trong Q3/2024 tổng khối lượng giao dịch của CRE sẽ tăng gấp đôi so với quý trước (khoảng 1.600 giao dịch), đẩy tăng trưởng lợi nhuận thuần quý lên 15 tỷ đồng, tăng 18,4 lần so với cùng kỳ và 79% so với quý trước. Trong khi đó, lợi nhuận Q3/2024 của DXS dự kiến đạt 32 tỷ đồng, tăng 8,3 lần so với cùng kỳ nhưng giảm 16% so với quý trước (Bảng 9).

Trong buổi trao đổi về lợi nhuận gần đây, BLĐ cho biết thị phần giảm – sát với dự báo của chúng tôi (đã được phân tích kỹ lưỡng trong Báo cáo ngành '[Thị trường tiếp tục đà phục hồi, nhưng lợi thế cạnh tranh giảm](#)'). Chúng tôi hiểu rằng khi thị trường bị chi phối bởi nguồn cung từ các CĐT lớn như Vingroup (Nắm giữ, giá mục tiêu 40.500đ) và Masterise Homes (những công ty này phân bổ số lượng căn hộ như nhau cho các đơn vị phân phối và dựa trên hiệu suất của từng đơn vị), DXS không tránh khỏi sự cạnh tranh gay gắt từ các công ty môi giới nhỏ hơn nhưng có chuyên môn tốt cũng như kinh nghiệm hoạt động hiệu quả.

Hơn nữa, DXS có chiến lược tập trung vào các nhà phát triển BĐS nhỏ hơn và có mức chiết khấu cao hơn, trong khi nguồn cung hiện tại chủ yếu đến từ các chủ đầu tư có uy tín nhưng đưa ra mức chiết khấu thấp hơn, nên doanh thu môi giới của DXS giảm.

Tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đối với CRE lên 36 tỷ đồng (từ 34 tỷ đồng trước đó, và lợi nhuận thuần năm 2023 chỉ ở mức 2 tỷ đồng) nhờ khối lượng giao dịch dự kiến tăng trong nửa cuối năm 2024 lên khoảng 4.000 giao dịch (từ

khoảng 2.400 giao dịch trước đó). Trong khi đó, chúng tôi tăng lần lượt 38% và 66% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, chủ yếu do phản ánh 2 nghìn tỷ đồng doanh thu từ dự án Louis City vào mô hình dự báo lợi nhuận nhờ có tiến triển trong việc xác định phí sử dụng đất. Xin nhắc lại, CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị Hoàng Mai – đơn vị phát triển dự án Louis City – đã thanh toán khoảng 500 tỷ đồng phí sử dụng đất. Theo KHKD của Công ty, phần còn lại khoảng 100 tỷ đồng sẽ được thanh toán vào Q1/2025.

Bảng 10: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các công ty môi giới BĐS HSC khuyến nghị

Lợi nhuận được dự báo sẽ hồi phục mạnh mẽ trong năm 2025-2026

Tỷ đồng	2023A	2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
CRE	2	36	7.4%	13x	191	38.0%	430.6%	349	66.0%	82.7%
DXS	(168)	112	42.6%	N/m	199	35.4%	78.2%	305	4.5%	53.5%
Tổng	(166)	148	32.0%	N/m	390	36.6%	164.2%	654	30.3%	67.8%

Nguồn: HSC ước tính

Đối với DXS, chúng tôi tăng 42,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 112 tỷ đồng (năm 2023: lỗ thuần 168 tỷ đồng) sau khi điều chỉnh tăng 32% dự báo doanh thu môi giới dựa trên các xu hướng giúp bối cảnh thị trường cải thiện hơn trong 9 tháng đầu năm 2024, từ đó hỗ trợ khối lượng giao dịch. Chúng tôi cũng tăng lần lượt 35,4% và 4,5% dự báo lợi nhuận trong năm 2025-2026 lên 199 tỷ đồng (tăng trưởng 78,2%) và 305 tỷ đồng (tăng trưởng 53,5%) do DXS là đơn vị phân phối chính cho dự án DXHR (dự kiến mở bán trong Q1/2025) của công ty mẹ DXG (Nắm giữ, giá mục tiêu 16.000đ).

Định giá và khuyến nghị: Điểm sáng CRE

Kết luận

HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và DXS lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) và cũng tăng lần lượt 15,9% giá mục tiêu lên 8.000đ (tiềm năng tăng giá 14%) và 20% lên 6.000đ (tiềm năng tăng giá 4%) nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực đối với 2 công ty môi giới BĐS này.

Thị trường Hà Nội dự kiến sẽ dẫn đầu đà phục hồi của thị trường, có lợi cho hoạt động môi giới cốt lõi của CRE. Nếu việc thanh toán khoảng 100 tỷ đồng phí sử dụng đất cho dự án Louis City được hoàn tất, CRE sẽ ghi nhận doanh thu khoảng 1.000 tỷ đồng (đã được phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận năm 2025-2025 của chúng tôi). Đối với DXS, việc công ty mẹ DXG mở bán trở lại dự án Datxanhhome Riverside là động lực chính cho doanh thu môi giới năm 2025-2026.

Phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp DCF để định giá hai công ty trên. Các giả định định giá chính được thể hiện trong Bảng 11. Chi tiết như sau:

- Lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4% (không đổi).
- Phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ sau khi được điều chỉnh giảm gần đây là 7,5% (so với 8,5% trước đó) và tiếp tục cộng thêm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào các công ty BĐS trong danh sách khuyến nghị để phản ánh những đặc thù tại thị trường địa phương liên quan đến tài trợ vốn BĐS.
- Chúng tôi áp dụng hệ số beta không đổi đối với CRE và DXS lần lượt ở mức 0,9 và 1,6 lần (cả 2 hệ số beta đều tính toán theo Bloomberg). Theo đó, giả định WACC đối với DXS là 16% (giảm từ mức 17,4%) và 13% đối với CRE (giảm từ mức 13,6%).

Bảng 11: Giả định DCF, DXS & CRE

	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH	Chiết khấu	Beta	WACC
DXS	4.0%	7.5%	1.5%	1.6	16.0
CRE	4.0%	7.5%	1.5%	0.9	13.0

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Diễn biến cổ phiếu, 1 tháng, 3 tháng, 12 tháng trở lại đây và từ đầu năm 2024 đến nay.

%	1 tháng	3 tháng	12 tháng	Từ đầu năm
Số tuyệt đối				
DXS	(3.4)	2.5	(8.4)	(23.1)
CRE	1.5	1.6	(4.1)	(18.6)
Tương quan với VN Index				
DXS	(1.6)	(0.8)	(26.4)	(34.6)
CRE	3.3	(1.7)	(22.9)	(30.1)

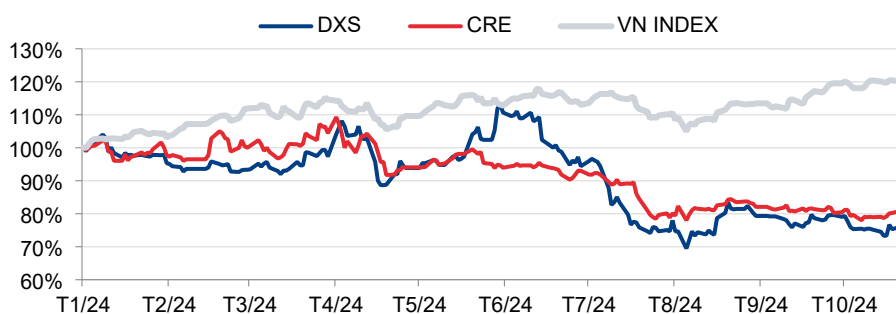
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của các công ty môi giới BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC giảm bình quân 21% kể từ đầu năm, diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index. Trong đó, giá cổ phiếu DXS và CRE giảm lần lượt 23,1% và 18,6%, diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index. Theo quan điểm của chúng tôi, giá cổ phiếu giảm có liên quan đến thông tin tiêu cực về hai công ty: Vụ kiện DXS và ý kiến loại trừ của kiểm toán đối với CRE.

Biểu đồ 13: Diễn biến cổ phiếu môi giới BĐS, từ đầu năm

Giá cổ phiếu DXS và CRE diễn biến kém khả quan hơn chỉ số VN Index



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: P/E và P/B, DXS và CRE

	2025 P/E	2025 P/B	P/B trượt dự phóng 1 năm	Độ lệch chuẩn
CRE	14.5	0.6	0.56	-0.8
DXS	23.1	0.6	0.54	-1.0

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Tỷ lệ PEG, DXS và CRE

	Giá cổ phiếu (đồng)	EPS (Tỷ đồng)				2024 P/E	CAGR 2 năm (%)	PEG
		2023A	2024	2025	2026			
CRE	6,900	5	78	412	752	89	210	0.42
DXS	5,890	(293)	194	346	531	30	65	0.46

Nguồn: HSC ước tính

CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,56 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,02 lần; trong khi DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,54 lần, vẫn thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,09 lần (Bảng 14). Cần lưu ý rằng chúng tôi sử dụng P/B làm cơ sở định giá thay vì các chỉ số dựa trên lợi nhuận thông thường do KQKD rất kém của hai công ty này trong năm 2023 đã ảnh hưởng đến bình quân lợi nhuận quá khứ của hai công ty.

Ngoài ra, chúng tôi áp dụng tỷ lệ PEG (P/E dự phóng năm 2024 / dự báo EPS CAGR 2 năm) để so sánh hai công ty (Bảng 15). Dựa trên cơ sở này, hệ số PEG của CRE

là 0,42 trong khi DXS là 0,46. Mặc dù cả hai cổ phiếu đều được định giá thấp ở thời điểm hiện tại, CRE được định giá thấp hơn DXS do có tăng trưởng EPS cao hơn.

Khuyến nghị

Rõ ràng, chúng tôi thấy có nhiều tin tốt hơn tin xấu trong tương lai. Khi các nhà phát triển BĐS đẩy mạnh hoạt động mở bán và thị trường BĐS đang phục hồi với tốc độ mạnh hơn, HSC tin rằng lợi nhuận của các công ty môi giới BĐS sẽ cải thiện từ cuối năm 2024.

Chúng tôi tái khẳng định quan điểm rằng CRE và DXS là những đơn vị hưởng lợi từ thị trường BĐS nhà ở nhưng chúng tôi ưa thích CRE hơn vì (1) có thị phần chi phối ở miền Bắc để hưởng lợi từ tốc độ phục hồi mạnh hơn với miền Nam, (2) triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2025-2026, ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City và (3) định giá thấp. Trong khi thừa nhận rủi ro từ các khoản phải thu khó đòi, chúng tôi vẫn lạc quan với những cơ hội trong điều kiện thị trường hiện tại và cho rằng đã đến lúc đưa CRE vào danh sách cổ phiếu lựa chọn hàng đầu.

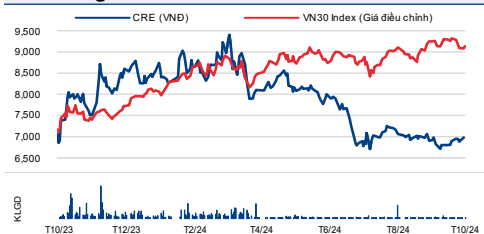
Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ8,000 (từ VNĐ6,900)
Tiềm năng tăng/giảm: 14.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/10/2024)	7,000
Mã Bloomberg	CRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	6,710-9,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	6,960
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,246
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	128
Slg CP lưu hành (tr.đv)	464
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	232
Slg CP NN được mua (tr.đv)	226
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	1.18%
Tỷ lệ freefloat	30.5%
Cổ đông lớn	CEN Group (49.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.45	1.60	(4.11)
So với chỉ số	2.73	(2.21)	(23.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	78.2	72.0	8.6
2025F	412	299	38.0
2026F	752	453	66.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Cenland được thành lập năm 2002 với tư cách là công ty con của Cengroup, là công ty môi giới bất động sản lớn nhất miền Bắc

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

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

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Lợi nhuận cải thiện; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 16% giá mục tiêu lên 8.000đ sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, dựa trên triển vọng tích cực hơn, dự kiến sẽ hỗ trợ doanh thu môi giới cũng như việc ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City.
- Chúng tôi tăng lần lượt 8,1%, 38%, và 66% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 lên 36 tỷ đồng (từ lợi nhuận thuần 2 tỷ đồng năm 2023), 191 tỷ đồng (tăng trưởng 428%), và 349 tỷ đồng (tăng trưởng 82%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 19% kể từ đầu năm, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 0,55 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,02 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 14%.

Sự kiện: Phân tích sâu thị trường BĐS 9 tháng đầu năm 2024

Sau khi xem xét triển vọng và kết quả phân tích thị trường BĐS trong 9 tháng đầu năm 2024, HSC nhận thấy sự phục hồi đang diễn ra tại Hà Nội đang dần dấy đà phục hồi chung của thị trường. Chúng tôi tin rằng CRE sẽ hưởng lợi lớn nhất nhờ có thương hiệu đã được khẳng định và thị phần áp đảo tại miền Bắc.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC tăng lần lượt 8,1%, 38%, và 66% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 lên 36 tỷ đồng trong năm 2024 (từ lợi nhuận thuần 2 tỷ đồng năm 2023), 191 tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 427,6%), và 349 tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 82,3%) nhờ khối lượng giao dịch được dự báo tăng sau đà phục hồi mạnh hơn của thị trường, doanh thu gần 2.000 tỷ đồng từ dự án Louis City do có tiến triển trong việc thanh toán tiền sử dụng đất đã được phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi – cao hơn so với dự báo của thị trường năm 2025-2026 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 419,6% (so với mức nền rất thấp trong năm 2023).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 19% kể từ đầu năm và diễn biến kém tích cực hơn VN Index 30%, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 0,55 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,02 lần.

HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng từ Năm giữ, với giá mục tiêu mới là 8.000đ (tiềm năng tăng giá 14%). Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm tích lũy cổ phiếu CRE nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực do (1) có nhiều hoạt động tại thị trường Hà Nội nhằm hỗ trợ tăng trưởng doanh thu môi giới hơn các khu vực khác (2) doanh thu 2 nghìn tỷ đồng từ dự án Louis City sẽ được ghi nhận (dự kiến vào Q1/2025) và (3) cổ phiếu có định giá thấp. Tác động tích cực từ mức định giá thấp, và việc đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới lớn hơn tác động tiêu cực từ rủi ro nợ xấu.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	341	75.0	108	336 ▲	544 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	196	2.49	36.2 ▲	191 ▲	349 ▲
EPS ĐC (đồng)	649	5.36	78.2 ▲	412 ▲	752 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	12,054	12,020	12,095	12,496	13,225
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.2	51.8	38.4	12.3	7.60
P/E ĐC (lần)	10.8	1,306	89.5	17.0	9.31
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.58	0.58	0.58	0.56	0.53
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(69.4)	(99.2)	1,359	428	82.3
ROAE (%)	4.37	0.04	0.65	3.35	5.85

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

Thị trường miền Bắc sôi động hỗ trợ mảng môi giới

HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 15,9% giá mục tiêu lên 8.000đ (tiềm năng tăng giá 14%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. HSC tăng lần lượt 8%, 38%, và 66% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 lên 36 tỷ đồng trong năm 2024 (từ lợi nhuận thuần 2 tỷ đồng năm 2023), 191 tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 427,6%), và 349 tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 82,3%) nhờ doanh thu môi giới được dự báo tăng và doanh thu gần 2.000 tỷ đồng từ dự án Louis City dự báo trong năm 2025-2026. Sau khi giá cổ phiếu giảm 19% kể từ đầu năm, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 0,55 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,02 lần.

Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC tăng 8,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 36 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 2 tỷ đồng trong năm 2023) sau khi điều chỉnh tăng 3% dự báo doanh thu lên 1.868 tỷ đồng (tăng 100,3% so với cùng kỳ) nhờ khối lượng giao dịch tăng trong bối cảnh triển vọng tại thị trường miền Bắc tích cực hơn.

HSC tăng lần lượt 38% và 66% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 lên 191 tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 427,6%), và 349 tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 82,3%) nhờ doanh thu gần 2.000 tỷ đồng từ dự án Louis City do có tiến triển trong việc thanh toán tiền sử dụng đất. HSC tiếp tục phản ánh việc trích lập dự phòng cho khoản phải thu khó đòi 193 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2026, liên quan đến dự án Hoa Tiên Paradise của CRE.

Trong buổi trao đổi với chuyên viên phân tích của HSC, BLĐ cho biết Công ty đã thanh toán phần lớn tiền sử dụng đất cho dự án này trong Q3/2024, còn lại khoảng 100 tỷ đồng và CRE đang tích cực làm việc với đơn vị phát triển dự án để hoàn tất việc thanh toán số tiền còn lại. Việc này sẽ tạo điều kiện cho hoạt động bàn giao căn hộ cho khách hàng. Louis City là dự án căn hộ thấp tầng tại quận Hoàng Mai, Hà Nội. Dự án được mở bán năm 2018 nhưng do vướng pháp lý liên quan đến việc thanh toán tiền sử dụng đất, công tác bàn giao đã bị trì hoãn trong nhiều năm và do đó CRE không thể ghi nhận doanh thu đúng như dự kiến. Với việc thanh toán tiền sử dụng đất sắp được hoàn tất, chúng tôi phản ánh lợi nhuận từ dự án này vào mô hình dự báo cho năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 900 tỷ đồng và 1.100 tỷ đồng.

Nhìn chung, lợi nhuận thuần mới được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 419,6%. Loại trừ các khoản chi phí bất thường, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 488% (tuy nhiên, dự báo này dựa trên mức nền rất thấp trong năm 2023). Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 16.

Bảng 16: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, CRE

Tỷ đồng	2023	Dự báo mới 2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	933	1,868	2.9%	100.3%	3,196	12.1%	71.1%	4,063	45.4%	27.1%
Lợi nhuận gộp	177	454	4.0%	156.8%	862	15.0%	89.6%	1,145	40.4%	32.8%
LNST	3	37	8.1%	13.5x	193	38.0%	427.6%	352	66.0%	82.3%
Lợi nhuận thuần	2	36	8.1%	13.6x	191	38.0%	427.6%	349	66.0%	82.3%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	(58)	-	N/m	(77)	-	32.8%	(58)	-	-24.7%
Lợi nhuận thuần trừ Các khoản mục ròng không thường xuyên	2	94	3.5%	46.1x	269	24.3%	185.1%	407	51.7%	51.7%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với CRE lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ và tăng 15,9% giá mục tiêu lên 8.000đ (tiềm năng tăng giá 14%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026.

Với đà phục hồi mạnh của thị trường Hà Nội, chúng tôi dự báo công ty môi giới dẫn đầu tại miền Bắc CRE sẽ là đơn vị hưởng lợi lớn nhất. Nhờ việc thanh toán phí sử dụng đất tại dự án Louis City có tiến triển tốt, chúng tôi đã phản ánh doanh thu khoảng 2 nghìn tỷ đồng vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Mặc dù vẫn còn lo ngại về rủi ro liên quan đến các khoản phải thu khó đòi tại dự án Hoa Tiên Paradise, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực trong bối cảnh thị trường hiện tại và định giá của CRE đang ở mức tương đối thấp.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá CRE. Giả định WACC của CRE là 13% (từ 13,6%). Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ (4%) nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 9% (từ 10% trước đó), vẫn sử dụng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm để có được phần bù rủi ro vốn CSH mới thấp hơn ở mức 7,5% (so với 8,5% trước đó). Giả định hệ số beta là 0,9 lần (không đổi).

Bảng 17: Định giá, CRE

Tỷ đồng	Giữa năm-2025
Tổng giá trị DN (FCFF)	4,498
Nợ thuần	761
Tổng giá trị vốn CSH	3,724
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	463.7
Giá mục tiêu (đồng/cp)	8,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), CRE

	Lãi suất phi rủi ro					
	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	8,290	7,885	7,418	7,073	6,751
	2.5%	8,686	8,248	7,745	7,374	7,029
	3.0%	9,123	8,647	8,000	7,703	7,332
	3.5%	9,608	9,088	8,495	8,063	7,662
	4.0%	10,149	9,577	8,929	8,459	8,025

Nguồn: HSC Research estimates

Biểu đồ 19: P/B trượt dự phóng 1 năm, CRE

CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 0,55 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,02 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 19% kể từ đầu năm và diễn biến kém tích cực hơn 30% so với chỉ số VN Index, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 0,55 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,02 lần.

Rủi ro

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng bao gồm việc hoàn tất thanh toán tiền sử dụng đất chậm hơn dự kiến, dẫn đến việc ghi nhận doanh thu từ dự án này bị trì hoãn. .

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	3,491	933	1,868	3,196	4,063
Lợi nhuận gộp	896	177	454	862	1,145
Chi phí BH&QL	(608)	(151)	(396)	(585)	(663)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	288	26.0	58.5	277	481
Lãi vay thuần	(36.0)	(22.6)	(12.8)	(36.0)	(42.1)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(4.61)	1.94	0	-	-
LNTT	248	5.36	45.7	241	439
Chi phí thuế TNDN	(49.2)	(2.84)	(9.14)	(48.2)	(87.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.97)	(0.04)	(0.30)	(1.60)	(2.91)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	196	2.49	36.2	191	349
Lợi nhuận thuần ĐC	196	2.49	36.2	191	349
EBITDA ĐC	341	75.0	108	336	544
EPS (đồng)	649	5.36	78.2	412	752
EPS ĐC (đồng)	649	5.36	78.2	412	752
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	303	464	464	464	464
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	464	464	464	464	464
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	464	464	464	464	464

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	101	144	147	187	200
Đầu tư ngắn hạn	284	134	134	134	134
Phải thu khách hàng	4,417	4,102	4,219	3,821	3,297
Hàng tồn kho	427	556	654	703	934
Các tài sản ngắn hạn khác	31.5	19.9	28.0	63.9	81.3
Tổng tài sản ngắn hạn	5,261	4,957	5,182	4,909	4,646
TSCĐ hữu hình	138	122	115	111	108
TSCĐ vô hình	76.2	87.8	89.3	82.5	72.9
Bất động sản đầu tư	130	125	125	125	125
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	2,058	1,817	1,900	2,515	3,408
Tổng tài sản dài hạn	2,402	2,152	2,230	2,833	3,714
Tổng cộng tài sản	7,663	7,108	7,412	7,742	8,360
Nợ ngắn hạn	553	786	786	336	136
Phả trả người bán	156	109	96.8	102	160
Nợ ngắn hạn khác	603	461	460	498	662
Tổng nợ ngắn hạn	1,592	1,483	1,501	1,144	1,221
Nợ dài hạn	452	1.35	251	751	951
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	(1.01)	4.53	4.53	4.53	4.53
Tổng nợ dài hạn	451	5.89	256	756	956
Tổng nợ phải trả	2,043	1,489	1,757	1,900	2,177
Vốn chủ sở hữu	5,589	5,573	5,608	5,794	6,132
Lợi ích cổ đông thiểu số	30.5	46.2	46.5	48.1	51.1
Tổng vốn chủ sở hữu	5,620	5,619	5,655	5,842	6,183
Tổng nợ phải trả và VCSH	7,663	7,108	7,412	7,742	8,360
BVPS (đ)	12,054	12,020	12,095	12,496	13,225
Nợ thuần*/(tiền mặt)	904	643	890	901	887

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	288	26.0	58.5	277	481
Khấu hao	(52.9)	(49.0)	(49.3)	(59.0)	(62.3)
Lãi vay thuần	(36.0)	(22.6)	(12.8)	(36.0)	(42.1)
Thuế TNDN đã nộp	(98.5)	(53.5)	(9.14)	(48.2)	(87.9)
Thay đổi vốn lưu động	(2,420)	131	(289)	(215)	(350)
Khác	(4.20)	(28.1)	55.4	55.9	63.8
LCT thuần từ HKKD	(2,348)	37.6	(203)	37.0	63.7
Đầu tư TS dài hạn	(31.8)	(37.6)	(44.2)	(47.5)	(50.3)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	1.76	7.13	0	0	0
Khác	1,051	257	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	1,021	226	(44.2)	(47.5)	(50.3)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	2,016	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(710)	(221)	250	50.0	0
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	1,306	(221)	250	50.0	0
Tiền & tương đương tiền đầu kì	123	101	144	147	187
LCT thuần trong kỳ	(21.2)	43.2	2.56	39.5	13.5
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	101	144	147	187	200
Dòng tiền tự do	(2,380)	0.04	(247)	(10.5)	13.5

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	25.7	19.0	24.3	27.0	28.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	9.77	8.05	5.77	10.5	13.4
Tỷ suất LNT (%)	5.63	0.27	1.94	5.98	8.58
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.9	52.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(37.6)	(73.3)	100	71.1	27.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(50.7)	(78.0)	43.7	212	61.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(57.1)	(98.7)	1,359	428	82.3
Tăng trưởng EPS (%)	(76.5)	(99.2)	1,359	428	82.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(69.4)	(99.2)	1,359	428	82.3
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.37	0.04	0.65	3.35	5.85
ROACE (%)	5.51	0.44	1.01	4.43	7.01
Vòng quay tài sản (lần)	0.50	0.13	0.26	0.42	0.50
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(8.15)	1.45	(3.47)	0.13	0.13
Số ngày tồn kho	60.0	269	169	110	117
Số ngày phải thu	621	1,981	1,090	597	412
Số ngày phải trả	22.0	52.7	25.0	16.0	20.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	18.4	11.9	17.0	17.5	16.8
Nợ/tài sản (%)	14.7	11.4	14.9	15.5	14.7
EBIT/lãi vay (lần)	8.01	1.15	4.56	7.71	11.4
Nợ/EBITDA (lần)	3.31	10.8	10.2	3.57	2.26
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.31	3.34	3.45	4.29	3.80
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.19	4.17	2.21	1.30	1.02
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.2	51.8	38.4	12.3	7.60
P/E (lần)	10.8	1,306	89.5	17.0	9.31
P/E ĐC (lần)	10.8	1,306	89.5	17.0	9.31
P/B (lần)	0.58	0.58	0.58	0.56	0.53
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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

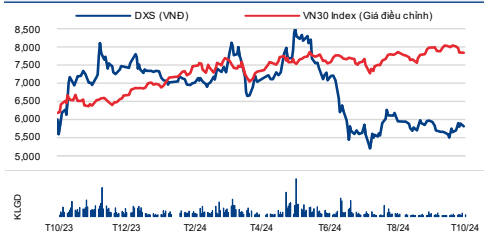
Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ6,000 (từ VNĐ5,000)
Tiềm năng tăng/giảm: 4.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/10/2024)	5,770
Mã Bloomberg	DXS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	5,210-8,490
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	5,823
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,313
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	131
Slg CP lưu hành (tr.đv)	574
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	287
Slg CP NN được mua (tr.đv)	167
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	20.9%
Tỷ lệ freefloat	34.6%
Cổ đông lớn	Dat Xanh Goup (60.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.35)	2.49	(8.41)
So với chỉ số	(2.13)	(1.35)	(26.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	194	205	(5.3)
2025F	346	400	(13.5)
2026F	531	663	(19.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Đất Xanh Services được thành lập năm 2011 với tư cách là công ty con của Tập đoàn Đất Xanh, là công ty môi giới bất động sản lớn nhất Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

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

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Triển vọng thay đổi nhờ mở bán trở lại dự án DXHR; nâng khuyến nghị lên Năm giữ

- HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng) và tăng 20% giá mục tiêu lên 6.000đ (tiềm năng tăng giá 4%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhờ dự án Datxanhhomes Riverside mở bán trở lại sớm hơn dự kiến và thị trường phục hồi.
- Chúng tôi tăng lần lượt 43% dự báo lợi nhuận thuần cho năm nay lên 112 tỷ đồng (từ lỗ 168 tỷ đồng trong năm 2023), 35% cho năm 2025 lên 199 tỷ đồng (tăng trưởng 35,4%), và 5% cho năm 2026 lên 305 tỷ đồng (tăng trưởng 54%) nhờ doanh thu môi giới cải thiện.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh 23% kể từ đầu năm, do bị ảnh hưởng bởi vụ kiện trái phiếu, DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,54 lần, vẫn thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 7/2021 ở mức 1,09 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu thị trường BĐS 9 tháng đầu năm 2024

Sau khi phân tích KQKD và triển vọng của thị trường BĐS trong 9 tháng đầu năm 2024, chúng ta có thể thấy đà phục hồi mạnh mẽ của khối lượng giao dịch. HSC tin rằng DXS sẽ hưởng lợi nhờ có mạng lưới môi giới trên khắp cả nước và dự án Datxanhhomes Riverside (DXHR) của DXG mở bán trở lại sớm hơn dự kiến và DXS sẽ là đơn vị phân phối độc quyền.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC tăng 42,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 112 tỷ đồng (năm 2023 lỗ thuần 168 tỷ đồng) sau khi điều chỉnh tăng 32% dự báo doanh thu môi giới dựa trên bối cảnh giúp khối lượng giao dịch cải thiện trong 9 tháng đầu năm 2024. Chúng tôi cũng tăng lần lượt 35,4% và 4,5% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 lên 199 tỷ đồng (tăng trưởng 78,2%) và 305 tỷ đồng (tăng trưởng 53,5%) do DXS là đơn vị phân phối chính cho dự án DXHR (dự kiến mở bán trong Q1/2025, thành phố Thủ Đức) của công ty mẹ DXG.

Dự báo mới của chúng tôi thấp hơn 5-20% so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu giảm 23% kể từ đầu năm và diễn biến kém tích cực hơn 35% so với chỉ số VN Index, DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,54 lần, vẫn thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi mới niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,09 lần.

HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên Năm giữ từ Giảm tỷ trọng và giảm 20% giá mục tiêu xuống 6.000đ (rủi ro giảm giá 4%). Chúng dịch vụ môi giới trọn gói của DXS sẽ cải thiện trong năm 2025 vì một phần lớn doanh thu dịch vụ môi giới trọn gói của công ty đến từ doanh thu bán nhà của công ty mẹ, dự kiến sẽ được hỗ trợ tích cực từ hoạt động mở bán trở lại của dự án DXHR. Cùng với đà phục hồi của thị trường, các công ty môi giới có thương hiệu và thành tích tốt như DXS sẽ hưởng lợi. Tuy nhiên, rủi ro quản trị doanh nghiệp ngày càng gia tăng làm chúng tôi lo ngại.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	782	158	359 ▲	577 ▲	819 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	319	(61.1)	112 ▲	199 ▲	305
EPS ĐC (đồng)	769	(117)	194 ▲	346 ▲	531
DPS (đồng)	0	0	500	500	500
BVPS (đồng)	13,295	10,218	10,406	10,742	11,257
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.68	33.2	15.0	9.59	6.16
P/E ĐC (lần)	7.50	N/a	29.7	16.7	10.9
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	8.67	8.67	8.67
P/B (lần)	0.43	0.56	0.55	0.54	0.51
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(54.0)	(115)	266	78.2	53.5
ROAE (%)	5.47	(1.03)	1.88	3.27	4.83

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

Được hỗ trợ từ việc mở bán trở lại của dự án DXHR và triển vọng thị trường cải thiện

HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên **Nắm giữ** (từ Giảm tỷ trọng) và tăng 20% giá mục tiêu lên 6.000đ (tiềm năng tăng giá 4%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 nhờ hoạt động mở bán dự án Datxanhhomes Riverside (DXHR) diễn ra sớm hơn dự báo, trong đó DXS là đơn vị phân phối chính, cũng như tâm lý thị trường cải thiện làm khối lượng giao dịch tăng. Chúng tôi tăng lần lượt 42,6%, 35,4%, và 4,5% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 lên 112 tỷ đồng, 199 tỷ đồng (tăng trưởng 78,2%), và 305 tỷ đồng (tăng trưởng 53,5%). Đáng lưu ý, mặc dù DSX được dự báo sẽ hưởng lợi từ đà phục hồi vững chắc của thị trường BĐS, rủi ro quản trị doanh nghiệp vẫn là mối lo ngại của chúng tôi.

Dự báo: Tăng triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC tăng 42,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 112 tỷ đồng (năm 2023 lỗ thuần 168 tỷ đồng) sau khi điều chỉnh tăng 30,6% dự báo doanh thu mỗi giới lên 2.422 tỷ đồng (tăng trưởng 22,4%) dựa trên bối cảnh giúp khối lượng giao dịch cải thiện.

Trong khi đó, chúng tôi tăng lần lượt 35,4% và 4,5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 lên 199 tỷ đồng (tăng trưởng 78,2%) và 305 tỷ đồng (tăng trưởng 53,5%). Do DXS là đơn vị phân phối chính cho dự án DXHR (thành phố Thủ Đức) của công ty mẹ (DXG nắm giữ 60,3% cổ phần), chúng tôi dự báo lợi nhuận của DXS sẽ tăng nhờ đóng góp của doanh thu từ dịch vụ môi giới trọn gói.

Chúng tôi lưu ý rằng dự án DXH Riverside sẽ là dự án trọng điểm của DXG trong 3 năm tới. Dự án vừa được cấp phép xây dựng vào đầu tháng 10 (sớm hơn dự kiến), với 12 block chung cư cao tầng (3.175 căn hộ), với tổng giá trị phát triển là 22,1 nghìn tỷ đồng. Công tác xây dựng đã được triển khai và dự kiến mở bán trong Q1/2025. Việc dự án được mở bán trở lại sớm hơn dự báo và là nguyên nhân chính khiến chúng tôi phải điều chỉnh lại dự báo lợi nhuận của DXS.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 20 bên dưới.

Bảng 20: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, DXS

Tỷ đồng	2023	Dự báo mới 2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	1,978	2,422	20.0%	22.4%	2,916	35.3%	20.4%	3,206	14.9%	9.9%
Lợi nhuận gộp	691	1,019	10.8%	47.4%	1,378	20.3%	35.2%	1,637	0.7%	18.8%
LNST	(160)	187	42.6%	N/m	330	35.4%	76.7%	507	4.5%	53.5%
Lợi nhuận thuần	(168)	112	42.6%	N/m	199	35.4%	78.2%	305	4.5%	53.5%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên **Nắm giữ** từ Giảm tỷ trọng và tăng 20% giá mục tiêu lên 6.000đ (tiềm năng tăng giá 4%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhờ bối cảnh thị trường cải thiện thúc đẩy khối lượng giao dịch và hoạt động mở bán trở lại của dự án DXHR sớm hơn dự báo. Mặc dù chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua và DXS chuẩn bị bước vào chu kỳ thị trường mới, rủi ro quản trị doanh nghiệp vẫn là mối lo ngại của chúng tôi.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá DXS.
- Giả định WACC của DXS là 16% (từ 17,4%). Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ (4%) nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 9% (từ 10% trước đó), vẫn sử dụng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm để có được phần bù rủi ro vốn CSH mới thấp hơn ở mức 7,5% (so với 8,5% trước đó). Hệ số beta giả định không thay đổi ở mức 1,6 lần (phản ánh sự biến động mạnh của giá cổ phiếu).

Chi tiết về dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 21-22.

Bảng 21: Giá định DCF, DXS

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	2,422	2,916	3,206	3,776
Giá vốn hàng bán	(1,403)	(1,539)	(1,569)	(1,742)
Lợi nhuận gộp	1,019	1,378	1,637	2,034
EBIT*(1-thuế)	260	430	620	857
Cộng: khấu hao	34	39	45	51
Trừ: Vốn lưu động ròng	(316)	(508)	(34)	(967)
Trừ: chi phí đầu tư cơ bản	(12)	(17)	(25)	(25)
FCFF	(34)	(56)	606	(83)

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 22: Định giá DCF, DXS

Tỷ đồng	Giữa năm-2025
Tổng giá trị DN (FCFF)	7,985
Nợ thuần	2,041
Tổng giá trị vốn CSH	3,466
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	574.1
Giá mục tiêu (đồng/cp)	6,000

Nguồn: HSC ước tính

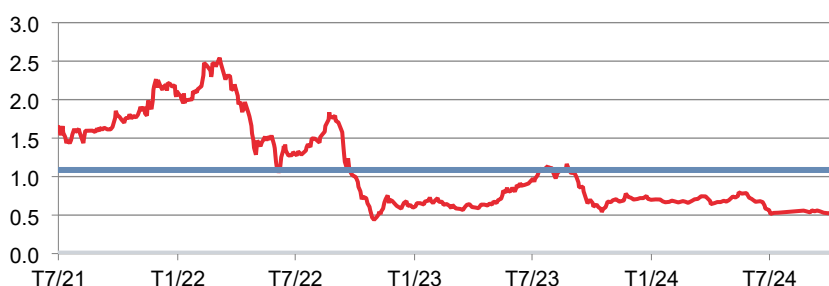
Bảng 23: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), DXS

	Lãi suất phi rủi ro					
	2.0%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	5,356	5,092	4,842	4,604	4,379
	2.5%	6,124	5,811	5,516	5,238	4,975
	3.0%	6,418	6,085	6,000	5,478	5,200
	3.5%	6,734	6,379	6,047	5,735	5,440
	4.0%	7,075	6,696	6,342	6,010	5,697

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 24: P/B trượt dự phóng 1 năm, DXS

P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,54 lần, vẫn thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi mới niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,09 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 23% kể từ đầu năm (bị ảnh hưởng bởi vụ kiện thanh toán trái phiếu), DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,54 lần, vẫn thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi mới niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,09 lần.

Rủi ro

Các rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo như sau:

- Thị trường miền Nam phục hồi nhanh hơn dự báo, hỗ trợ khối lượng giao dịch của DXS.

- Lợi nhuận từ phân khúc môi giới thứ cấp tăng mạnh hơn dự báo và chúng tôi chưa đưa phân khúc này vào mô hình dự báo lợi nhuận do chưa có đầy đủ thông tin. Chúng tôi cũng mong đợi các kết quả thuyết phục hơn ở phân khúc kinh doanh này.

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng liên quan đến việc mở bán dự án DXHR lâu hơn dự kiến, điều này sẽ làm ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu môi giới của DXS.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	4,096	1,978	2,422	2,916	3,206
Lợi nhuận gộp	2,329	691	1,019	1,378	1,637
Chi phí BH&QL	(1,600)	(585)	(694)	(840)	(862)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	729	106	325	538	775
Lãi vay thuần	(93.3)	(86.6)	(94.0)	(129)	(148)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	25.4	7.72	0	0	0
LNTT	661	27.5	231	409	627
Chi phí thuế TNDN	(127)	(80.7)	(44.3)	(78.2)	(120)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(216)	(7.86)	(75.5)	(132)	(202)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	319	(61.1)	112	199	305
Lợi nhuận thuần ĐC	299	(67.2)	112	199	305
EBITDA ĐC	782	158	359	577	819
EPS (đồng)	821	(106)	194	346	531
EPS ĐC (đồng)	769	(117)	194	346	531
DPS (đồng)	0	0	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	388	574	574	574	574
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	453	574	574	574	574
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	574	574	574	574	574

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	493	207	115	96.4	77.4
Đầu tư ngắn hạn	171	96.9	96.9	96.9	96.9
Phải thu khách hàng	10,666	9,979	10,453	10,193	9,709
Hàng tồn kho	4,164	4,119	4,043	4,828	4,581
Các tài sản ngắn hạn khác	82.5	168	168	168	168
Tổng tài sản ngắn hạn	15,576	14,570	14,875	15,382	15,330
TSCĐ hữu hình	142	146	135	126	121
TSCĐ vô hình	62.5	53.8	42.5	29.5	14.5
Bất động sản đầu tư	45.3	36.5	36.4	36.3	36.2
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	176	69.0	69.0	69.0	69.0
Tài sản dài hạn khác	510	582	582	582	582
Tổng tài sản dài hạn	936	887	864	842	823
Tổng cộng tài sản	16,512	15,457	15,740	16,225	16,152
Nợ ngắn hạn	1,375	1,606	1,687	1,640	1,135
Phả trả người bán	500	283	247	331	311
Nợ ngắn hạn khác	4,727	4,269	4,372	4,202	3,455
Tổng nợ ngắn hạn	7,267	6,754	6,916	6,886	5,617
Nợ dài hạn	942	548	485	676	1,374
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	12.0	51.9	51.9	51.9	51.9
Nợ dài hạn khác	0.30	0.16	0.16	0.16	0.16
Tổng nợ dài hạn	954	600	537	728	1,426
Tổng nợ phải trả	8,222	7,354	7,453	7,614	7,043
Vốn chủ sở hữu	6,024	5,866	5,974	6,167	6,463
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,266	2,237	2,312	2,444	2,646
Tổng vốn chủ sở hữu	8,290	8,103	8,287	8,611	9,109
Tổng nợ phải trả và VCSH	16,512	15,457	15,740	16,225	16,152
BVPS (đ)	13,295	10,218	10,406	10,742	11,257
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,825	1,948	2,058	2,219	1,735

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	729	106	325	538	775
Khấu hao	(52.7)	(51.9)	(33.8)	(38.8)	(44.6)
Lãi vay thuần	(93.3)	(86.6)	(94.0)	(129)	(148)
Thuế TNDN đã nộp	(241)	(78.5)	(44.3)	(78.2)	(120)
Thay đổi vốn lưu động	(2,862)	(162)	(316)	(508)	(33.6)
Khác	112	21.4	(3.17)	(5.96)	(9.15)
LCT thuần từ HKKD	(2,378)	(186)	(123)	(156)	502
Đầu tư TS dài hạn	(115)	(24.3)	(11.5)	(16.8)	(24.8)
Góp vốn & đầu tư	(31.9)	(9.64)	0	0	0
Thanh lý	43.0	3.21	0	0	0
Khác	(152)	112	24.5	11.2	7.38
LCT thuần từ HĐĐT	(255)	81.5	12.9	(5.60)	(17.4)
Cổ tức trả cho CSH	(371)	(70.5)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	347	53.7	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,517	(165)	18.5	143	194
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	1,493	(182)	18.5	143	194
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,632	493	207	115	96.4
LCT thuần trong kỳ	(1,140)	(286)	(91.7)	(18.4)	678
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	493	207	115	96.4	77.4
Dòng tiền tự do	(2,493)	(210)	(135)	(173)	477

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	56.9	34.9	42.1	47.2	51.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	19.1	8.00	14.8	19.8	25.6
Tỷ suất LNT (%)	7.78	(3.09)	4.60	6.81	9.51
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.1	293	19.1	19.1	19.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.37)	(51.7)	22.4	20.4	9.92
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(40.4)	(79.8)	127	60.6	42.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(48.0)	(123)	266	78.2	53.5
Tăng trưởng EPS (%)	(47.5)	(113)	283	78.2	53.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(54.0)	(115)	266	78.2	53.5
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	257	144	94.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.47	(1.03)	1.88	3.27	4.83
ROACE (%)	8.49	1.19	3.71	5.92	7.80
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.12	0.16	0.18	0.20
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(3.26)	(1.74)	(0.38)	(0.29)	0.65
Số ngày tồn kho	860	1,168	1,052	1,145	1,066
Số ngày phải thu	2,203	2,830	2,719	2,418	2,259
Số ngày phải trả	103	80.2	64.1	78.5	72.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	36.9	39.4	40.4	43.0	33.1
Nợ/tài sản (%)	16.4	16.3	16.1	16.9	18.0
EBIT/lãi vay (lần)	7.82	1.23	3.46	4.16	5.25
Nợ/EBITDA (lần)	3.47	15.9	7.04	4.76	3.56
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.14	2.16	2.15	2.23	2.73
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.08	2.66	2.22	1.90	1.57
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.68	33.2	15.0	9.59	6.16
P/E (lần)	7.03	N/a	29.7	16.7	10.9
P/E ĐC (lần)	7.50	N/a	29.7	16.7	10.9
P/B (lần)	0.43	0.56	0.55	0.54	0.51
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	8.67	8.67	8.67

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