

## Môi giới BĐS: KQKD Q3/2024 sát với dự báo; tái khẳng định chu kỳ tăng trưởng mới

**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

- DXS và CRE công bố KQKD Q3/2024 đáng khích lệ, với lợi nhuận của DXS vượt nhẹ dự báo trong khi lợi nhuận của CRE sát với dự báo của HSC, nhờ doanh thu môi giới tăng mạnh. Kết quả trên tái khẳng định quan điểm của chúng tôi rằng chu kỳ tăng trưởng mới của các công ty môi giới BĐS đã bắt đầu, với khối lượng giao dịch tăng mạnh.
- Trong Q3/2024, số lượng dự án mới được cấp phép tăng 53% so với cùng kỳ (tương ứng với số lượng căn hộ mới được cấp phép tăng 285% so với cùng kỳ). Điều này cho thấy sự cải thiện ở nguồn cung và doanh số bán nhà. Đây là những chỉ báo quan trọng chứng tỏ khối lượng giao dịch sẽ tăng mạnh, từ đó có lợi cho các công ty môi giới BĐS.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CRE và nâng khuyến nghị đối đối với DXS lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ). Với quan điểm lạc quan về nhận định thị trường đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng mới của ngành, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng tích cực từ triển vọng lợi nhuận sẽ lớn hơn ảnh hưởng tiêu cực từ rủi ro nợ xấu. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu CRE.

### KQKD Q3/2024 tái khẳng định quan điểm của chúng tôi về một 'bình minh mới' của ngành môi giới BĐS

HSC duy trì quan điểm rằng các công ty môi giới BĐS đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới nhờ đà phục hồi của thị trường BĐS nhà ở tăng tốc, với số căn hộ và dự án được Bộ Xây dựng cấp phép tăng mạnh. Số liệu mới nhất cho thấy số lượng căn hộ được và số dự án được cấp phép tăng lần lượt 285% và 53%. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là tín hiệu quan trọng nhất, cho thấy đà phục hồi của thị trường BĐS đang tăng tốc.

Trên thực tế, HSC nhận thấy mức độ sẵn sàng phê duyệt dự án của các cơ quan có thẩm quyền đối với các dự án BĐS ngày càng tăng, đặc biệt tại TP.HCM, nhằm giải quyết tình trạng hạn chế nguồn cung như dự án Gem Riverside (Quận 2) của DXG đã nhận được giấy phép xây dựng vào tháng 9/2024 sau nhiều năm trì hoãn, và dự án Khu đô thị du lịch lấn biển Cần Giờ, có diện tích 2.870 ha, do một công ty con của Vinhomes làm chủ đầu tư, cũng đã nhận được phê duyệt quy hoạch chi tiết.

### Lợi nhuận Q3: Sát với dự báo nhờ doanh thu môi giới tăng mạnh

Lợi nhuận Q3/2024 của DXS cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi với lợi nhuận thuần đạt 35 tỷ đồng, nhờ doanh thu môi giới cốt lõi cao hơn dự báo mặc dù đã được bù trừ vào mức tăng thấp hơn của doanh thu mảng kinh doanh BĐS. Ngược lại, KQKD của CRE sát với dự báo, với lợi nhuận thuần đạt 14 tỷ đồng nhờ khối lượng giao dịch tăng khi thị trường Hà Nội sôi động trong Q3/2024. Bên cạnh đó, với KQKD tích cực hơn ở phân khúc đầu tư thứ cấp và mức đóng góp cao hơn của phân khúc giáo dục, CRE ghi nhận KQKD khá tốt trong quý. HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận đối với DXS và CRE cho giai đoạn 2024-2026.

### Tích lũy cổ phiếu CRE

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 5% giá mục tiêu đối với CRE, công ty chuyên tập trung khai thác thị trường miền Bắc, lên 8.400đ (tiềm năng tăng giá 20%), trong khi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng đối với DXS (từ Nắm giữ) với giá mục tiêu mới là 6.600đ (tăng 10%, tiềm năng tăng giá 14,4%) do lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa 2025).

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng các công ty môi giới BĐS đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới do thị trường đang có nguồn cung dồi dào và tâm lý thị trường cải thiện, thúc đẩy khối lượng giao dịch. CRE là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi do (1) Công ty có thể sẽ hưởng lợi trực tiếp từ việc 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) có 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 4/11.*

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	-	8,400	-	20.0	89.5	17.0	0.58	0.56	-	-
DXS	5,710	Tăng tỷ trọng	-	6,600	-	15.6	29.4	16.5	0.55	0.53	8.76	8.76

*Giá cổ phiếu tại ngày 4/11/2024.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

## Mục lục

<b>KQKD Q3/2024 cải thiện, nhìn về miền đất hứa</b>	<b>3</b>
---	----------

## Báo cáo thành phần

CTCP Bất động sản Thế Kỳ (CRE)	8
CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS)	12

---

## KQKD Q3/2024 cải thiện, nhìn về miền đất hứa

KQKD Q3/2024 của DXS và CRE đáng khích lệ và số lượng căn hộ và dự án vừa được Bộ Xây dựng cấp phép đã củng cố quan điểm của chúng tôi về thị trường đang phục hồi. Chúng tôi nhận thấy có nhiều thông tin tích cực hơn là thông tin tiêu cực trong thời gian tới, dựa trên việc các chủ đầu tư đang tăng tốc hoạt động mở bán và tâm lý thị trường cải thiện hơn. Chúng tôi tin rằng lợi nhuận của các công ty môi giới BĐS sẽ cải thiện từ cuối năm 2024. Với quan điểm lạc quan rằng thị trường đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới, chúng tôi ưa thích cổ phiếu CRE nhờ triển vọng lợi nhuận cải thiện. Tình huống này liên quan đến các khoản phải thu tại dự án Hoa Tiên Paradise vẫn cần được giám sát chặt chẽ, nhưng định giá thấp làm lu mờ những rủi ro liên quan đến vấn đề này.

### Q3/2024 và 9 tháng đầu năm 2024: Lợi nhuận của CRE sát với dự báo, DXS cao hơn một chút so với dự báo

Doanh thu dịch vụ môi giới của CRE và DXS tích cực đã tái khẳng định quan điểm của chúng tôi rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua và đà phục hồi của thị trường BĐS đang hỗ trợ triển vọng lợi nhuận của các công ty môi giới trong Q4/2024 và năm 2025 trở đi.

#### CRE – Lợi nhuận sát với dự báo nhờ doanh thu môi giới và lợi nhuận mảng giáo dục tăng

CRE công bố KQKD Q3/2024 đáng khích lệ, với lợi nhuận thuần đạt 14 tỷ đồng (tăng 68,8% so với quý trước và từ lợi nhuận thuần rất thấp 81 triệu đồng trong Q3/2023) trên doanh thu thuần 328 tỷ đồng (tăng 98,9% so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ 1,7% so với quý trước). Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần hoàn thành lần lượt 61,8% và 84,7% dự báo cho cả năm 2024 của HSC, trong khi hoàn thành 25,5% và 10,4% mục tiêu BLĐ đặt ra.

- **Doanh thu dịch vụ môi giới Q3/2024** tăng mạnh 4 lần so với quý trước và 8 lần so với cùng kỳ đạt 621 tỷ đồng, sát với dự báo của chúng tôi, nhờ khối lượng giao dịch cao hơn so với cùng kỳ, thời gian hầu như không phát sinh giao dịch. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 16,2% từ mức 15,6% trong Q2/2024, vẫn thấp hơn mức 39,8% ghi nhận trong Q3/2023. Chúng tôi hiểu rằng trong các đợt mở bán gần đây tại thị trường Hà Nội, hầu hết công ty môi giới tham gia đều áp dụng dịch vụ môi giới truyền thống và rất hiếm trường hợp ký hợp đồng cung cấp dịch vụ môi giới độc quyền, kể cả CRE. Điều này dẫn đến tỷ suất lợi nhuận của các công ty môi giới thấp nhưng giúp giảm thiểu rủi ro nợ xấu.
- **Doanh thu mảng đầu tư thứ cấp** đạt 415 tỷ đồng (tăng 7 lần so với cùng kỳ và 3 lần so với quý trước) chủ yếu đến từ các dự án Bình Minh Garden và HUD Mê Linh (Hà Nội). Chúng tôi nhận thấy tâm lý thị trường cải thiện sẽ thúc đẩy hoạt động bàn giao hai dự án đầu tư thứ cấp này của CRE.
- **Doanh thu mảng giáo dục tăng mạnh** 5,5 lần so với quý trước đạt 73 tỷ đồng nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 24,9%, giảm từ mức 44,4% ghi nhận trong Q2/2024.

Chúng tôi kỳ vọng CRE sẽ sớm giải quyết các vấn đề pháp lý tại dự án Louis City (28,2 ha) tại Hà Nội vào cuối năm nay và sẽ có thể ghi nhận lợi nhuận từ dự án này trong năm 2025 và 2026, điều này được kỳ vọng sẽ đẩy lợi nhuận thuần tăng mạnh trong giai đoạn tới. Chúng tôi dự báo Công ty sẽ ghi nhận khoảng 900 tỷ đồng và khoảng 1.100 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2025 và 2026.

**Bảng 1: KQKD Q3/2024, CRE**

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/24	% y/y	9T23	9T24	% y/y
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>147</b>	<b>328</b>	<b>123.7%</b>	<b>602</b>	<b>1,155</b>	<b>91.8%</b>
Lợi nhuận gộp	41	66	62.6%	125	207	66.1%
Chi phí lãi ròng	(6)	(4)	-35.7%	(17)	(12)	-30.8%
Chi phí BH&QL	33	37	10.9%	109	123	12.8%
Lợi nhuận HĐ	1	25	19.5x	(1)	72	(51.6)x
LNST	1	16	27.4x	1	32	23.6x
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>174.9x</b>	<b>2</b>	<b>31</b>	<b>19.4x</b>

Nguồn: CRE, HSC

**DXS – cao hơn nhẹ so với dự báo nhờ doanh thu môi giới tăng mạnh**

Lợi nhuận thuần Q3/2024 của DXS cải thiện mạnh so với quý trước đạt 35 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ nhưng vẫn giảm 8,2% so với quý trước), cao hơn 9,2% so với dự báo của chúng tôi, nhờ doanh thu môi giới tăng mạnh, trong khi lợi nhuận thấp hơn quý trước là do doanh thu mảng kinh doanh BĐS giảm. Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần hoàn thành lần lượt 93,4% và 75,1% dự báo cho cả năm 2024 của HSC, trong khi hoàn thành 62% và 76,6% mục tiêu BLĐ đặt ra.

- **Doanh thu dịch vụ môi giới Q3/2024** tăng 2 lần so với cùng kỳ và 25,5% so với quý trước đạt 363 tỷ đồng, giúp cải thiện niềm tin của người mua nhà/nhà đầu tư và dẫn đến đa phục hồi cao hơn dự báo. Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 62,2% so với 63,3% trong Q2/2024 và thấp hơn đáng kể so với mức 86,9% trong Q3/2023, nhờ vào đóng góp từ khối lượng giao dịch của mảng môi giới truyền thống.
- **Doanh thu mảng kinh doanh BĐS** giảm 51,8% so với cùng kỳ và 56,3% so với quý trước xuống 150 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 21,8%, đi ngang so với cùng kỳ và quý trước.

**Bảng 2: KQKD Q3/2024, DXS**

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/24	% y/y	9T23	9T24	% y/y
Doanh thu thuần	510	582	14.1%	1,501	1,818	21.2%
Lợi nhuận gộp	224	268	19.5%	507	787	55.3%
Chi phí lãi ròng	(26)	(13)	-49.8%	(75)	(57)	-23.6%
Chi phí BH&QL	148	167	13.2%	414	462	11.5%
Lợi nhuận HĐ	42	81	N/m	(5)	243	N/m
LNST	25	53	N/m	(36)	183	-610.7%
Lợi nhuận thuần	3	35	N/m	(54)	104	N/m

Nguồn: DXS, HSC

**Dữ liệu thị trường tái khẳng định quan điểm của chúng tôi về sự phục hồi mạnh hơn trong thời gian tới**

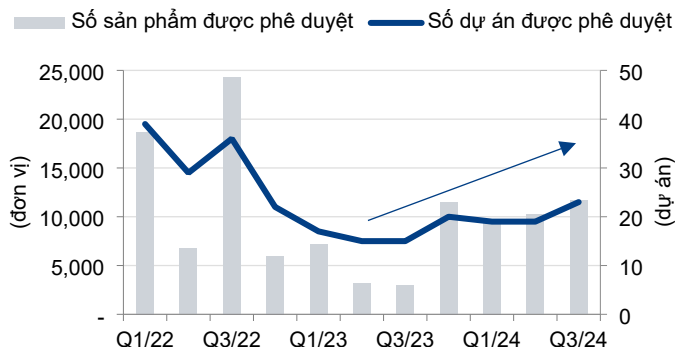
Những dữ liệu mới nhất về số lượng dự án và số lượng căn hộ mới đã nhận được phê duyệt từ Bộ Xây dựng là chỉ số quan trọng cho thấy đà phục hồi của thị trường BĐS nhà ở sẽ tăng mạnh hơn. HSC duy trì quan điểm rằng các công ty môi giới BĐS đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới do thị trường đang có nguồn cung dồi dào và tâm lý thị trường cải thiện, thúc đẩy khối lượng giao dịch.

Số lượng dự án nhận được phê duyệt trong Q3/2024 là 23 dự án, tăng 53,3% so với cùng kỳ và 21,1% so với quý trước, với 11.660 căn hộ đã được phê duyệt, tăng 285,4% so với cùng kỳ và 14,1% so với quý trước (Biểu đồ 3). Do đó, chúng tôi dự báo tình trạng thiếu hụt nguồn cung hiện tại sẽ sớm được giải quyết. HSC bắt đầu nhận thấy mức độ sẵn sàng phê duyệt dự án của các cơ quan có thẩm quyền đối với các dự án BĐS tại TP.HCM ngày càng tăng. Đáng lưu ý, Gem Riverside, dự án bị trì hoãn trong thời gian rất lâu của DXG (quận 2), đã nhận được giấy phép xây dựng vào cuối tháng 9/2024 và Khu đô thị du lịch lấn biển Cần Giờ, khu phức hợp rộng 2.870 ha của Vinhomes, cũng đã nhận được phê duyệt quy hoạch chi tiết.

Về mặt cầu, số lượng giao dịch tăng nhanh trong 9 tháng đầu năm 2024 (tăng 31,3% so với cùng kỳ đạt 141.364 giao dịch) (Biểu đồ 4).

**Biểu đồ 3: Số dự án và sản phẩm được phê duyệt**

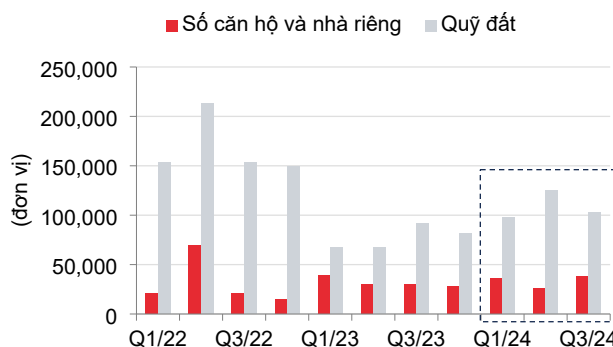
Số sản phẩm được phê duyệt tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ



Nguồn: Bộ Xây dựng, HSC

**Biểu đồ 4: Tổng số giao dịch trên toàn quốc**

9 tháng đầu năm 2024 tổng số giao dịch tăng 32% so với cùng kỳ



Nguồn: Bộ Xây dựng, HSC

### Lợi nhuận: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 đối với DXS và CRE.

**CRE:** HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 ở mức 36 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 2 tỷ đồng trong năm 2023) trên doanh thu 1.868 tỷ đồng (tăng trưởng 100,3%) nhờ khối lượng giao dịch tăng trong bối cảnh triển vọng tại thị trường miền Bắc tích cực hơn. HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 ở mức 191 tỷ đồng (tăng trưởng 427,6%), và 349 tỷ đồng (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.

**DXS:** Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024, 2025, và 2026 lần lượt ở mức 112 tỷ đồng (năm 2023: lỗ thuần 168 tỷ đồng), 199 tỷ đồng (tăng trưởng 78,2%), và 305 tỷ đồng (tăng trưởng 53,5%), nhờ doanh thu môi giới tăng mạnh khi thị trường phục hồi và dự kiến có giao dịch tại dự án Datxanhhomes Riverside (DXHR, dự kiến mở bán trong Q1/2025, thành phố Thủ Đức), mà DXS sẽ là đơn vị phân phối độc quyền cho công ty mẹ DXG (Năm giữ, giá mục tiêu 16.000đ).

**Bảng 5: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, DN môi giới BĐS HSC khuyến nghị**

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

Tỷ đồng	2023A	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng
CRE	2	36	1348.7%	191	430.6%	349	82.7%
DXS	(168)	112	N/m	199	78.2%	305	53.5%
<b>Tổng</b>	<b>(166)</b>	<b>148</b>	<b>N/m</b>	<b>390</b>	<b>164.2%</b>	<b>654</b>	<b>67.8%</b>

Nguồn: HSC ước tính

### Định giá và khuyến nghị: CRE là lựa chọn hàng đầu

#### Kết luận

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CRE trong khi nâng khuyến nghị đối với DXS lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng lần lượt 5% và 10% giá mục tiêu đối với hai cổ phiếu lên 8.400đ (tiềm năng tăng giá 20%) và 6.600đ (tiềm năng tăng giá 14,4%) sau khi chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025.

Với quan điểm ngành môi giới BĐS đang bước vào giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng, chúng tôi nhận thấy các công ty môi giới đang có triển vọng lợi nhuận tốt hơn. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm tốt để tích lũy cổ phiếu CRE và DXS. Cổ phiếu của các công ty môi giới BĐS trong danh sách khuyến nghị đang có định giá rất thấp. Tác động tích cực của những yếu tố này lớn tác động tiêu cực từ rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng do nợ xấu.

### 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 6. Chi tiết như sau:

- Lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4% (không đổi).
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).
- Phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 7,5% (không đổi) và cộng thêm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH cho 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 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% (không đổi) và 13% đối với CRE (không đổi).

**Bảng 6: Giả định DCF, DXS & CRE**

	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH	Chiết khấu bổ sung	Beta	WACC
DXS	4%	7.5%	1.5%	1.6	16.0
CRE	4%	7.5%	1.5%	0.9	13.0

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 7: Diễn biến giá cổ phiếu DN môi giới BĐS 1 tháng, 3 tháng và 12 tháng qua**

(%)	1 tháng	3 tháng	12 tháng	So với đầu năm
<b>Thực tế</b>				
DXS	1.1	2.0	(7.8)	(23.9)
CRE	2.2	(1.1)	(5.2)	(18.6)
<b>Tương quan với index</b>				
DXS	1.9	(1.5)	(24.4)	(33.9)
CRE	3.0	(4.5)	(22.3)	(28.6)

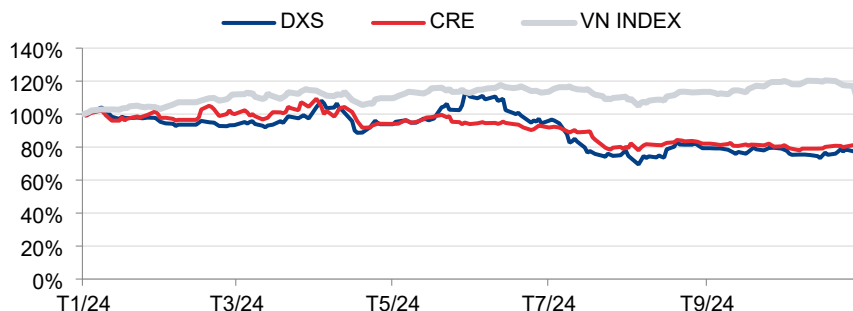
Nguồn: HSC ước tính

### 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 trong danh sách khuyến nghị DXS và CRE giảm lần lượt 23,9% và 18,6%, diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index. Chúng tôi cho rằng đây là kết quả của những thông tin tiêu cực liên quan đến cả hai công ty: vụ kiện liên quan đến DXS và ý kiến kiểm toán ngoại trừ của CRE. Những thách thức trên phản ánh tác động từ tình hình yếu kém của thị trường BĐS trong năm 2022 và 2023, làm cho hai công ty vướng phải những khó khăn về tài chính.

**Biểu đồ 8: Diễn biến giá cổ phiếu DN môi giới BĐS, từ đầu năm**

Giá cổ phiếu DXS và CRE có diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index



Nguồn: HSC

**Bảng 9: Phân tích hệ số P/E và P/B, DXS và CRE**

	P/E 2025	P/B 2025	P/B trượt dự phóng 1 năm	Độ lệch chuẩn so với P/B bình quân
CRE	16.00	0.67	0.56	-0.8
DXS	24.27	0.61	0.53	-1.0

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 10: Phân tích hệ số PEG, DXS và CRE**

	Giá cổ phiếu (đồng)	EPS (tỷ đồng)				2024 P/E	2Y CAGR (%)	PEG
		2023A	2024	2025	2026			
CRE	6,900	5	78	412	752	90	210	0.43
DXS	5,890	(293)	194	346	531	29	65	0.45

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 0,53 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,09 lần (Bảng 9). 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 10). Dựa trên cơ sở này, hệ số PEG của CRE là 0,43 trong khi DXS là 0,45. 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 VRE và DXS là những đơn vị hưởng lợi chính từ thị trường BĐS nhà ở, nhờ có rủi ro giảm thấp nhờ là những đơn vị chiếm ưu thế trên thị trường môi giới truyền thống, vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn nhưng rủi ro nợ xấu thấp.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu CRE nhờ (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.

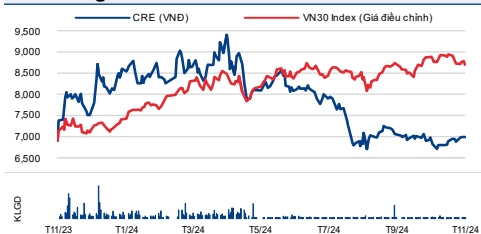
### Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ8,400 (từ VNĐ8,000)  
Tiềm năng tăng/giảm: 20.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (1/11/2024)	6,990
Mã Bloomberg	CRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	6,710-9,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	6,992
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,241
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	0.14	2.34	1.30
So với chỉ số	2.66	(1.80)	(19.6)
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

## Tăng 5% giá mục tiêu nhờ định giá, duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CRE nhưng tăng giá mục tiêu lên 8.400đ (tiềm năng tăng giá 20%) sau khi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, lần lượt ở mức 36 tỷ đồng (tăng từ lợi nhuận thuần 2 tỷ đồng trong năm 2023), 191 tỷ đồng (tăng trưởng 428%), và 349 tỷ đồng (tăng trưởng 82%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 19% trong 1 tháng qua, 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. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 14%.

### Sự kiện: Công bố KQKD Q3/2024 đáng khích lệ

CRE công bố KQKD Q3/2024 đáng khích lệ, với lợi nhuận thuần đạt 14 tỷ đồng (tăng 68,8% so với quý trước và từ lợi nhuận thuần rất thấp 81 triệu đồng trong Q3/2023) trên doanh thu thuần 328 tỷ đồng (tăng 98,9% so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ 1,7% so với quý trước).

Trong 9 tháng đầu năm 2024, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần đạt lần lượt 84,7% và 61,8% dự báo cho cả năm 2024 của HSC, trong khi hoàn thành 10,4% và 25,5% mục tiêu BLĐ đặt ra.

Chúng tôi nhận thấy sự sôi động của thị trường Hà Nội trong Q3/2024 ảnh hưởng rất lớn đến doanh thu môi giới của CRE. Điều này được thể hiện qua KQKD tích cực của Q3/2024. HSC kỳ vọng đà tăng trưởng này sẽ được duy trì sang Q4/2024 và những quý tiếp theo nhờ sự phục hồi mạnh của thị trường thúc đẩy khối lượng giao dịch.

### Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, lần lượt ở mức 36 tỷ đồng (tăng từ lợi nhuận thuần 2 tỷ đồng trong năm 2023), 191 tỷ đồng (tăng trưởng 428%), và 349 tỷ đồng (tăng trưởng 82%). Thị trường BĐS phục hồi rõ nét và doanh thu 2.000 tỷ đồng dự kiến được ghi nhận từ dự án Louis City thúc đẩy khối lượng giao dịch tăng.

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 3Y 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 30% so với VN Index, 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. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CRE và tăng giá mục tiêu lên 8.400đ (tiềm năng tăng giá 20%). Công ty ghi nhận KQKD đáng khích lệ ở tất cả các mảng kinh doanh, đặc biệt là mảng môi giới cốt lõi. Điều này tái khẳng định quan điểm của chúng tôi về tác động tích cực của đà phục hồi của thị trường BĐS lên khối lượng giao dịch của CRE, cũng như hỗ trợ các phân khúc đầu tư thứ cấp của Công ty. Do có định giá thấp, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm tốt để mua vào cổ phiếu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/11.

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	38.3	12.3	7.59
P/E ĐC (lần)	10.8	1,304	89.4	16.9	9.30
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

### 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

## Đà phục hồi của thị trường rõ nét hơn

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VRE nhưng tăng giá mục tiêu lên 8.400đ (tiềm năng tăng giá 20%) sau khi đưa ra các giá định giá mới. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, lần lượt ở mức 36 tỷ đồng (tăng từ lợi nhuận thuần 2 tỷ đồng trong năm 2023), 191 tỷ đồng (tăng trưởng 428%), và 349 tỷ đồng (tăng trưởng 82%). Thị trường BĐS phục hồi rõ nét và doanh thu 2.000 tỷ đồng dự kiến được ghi nhận từ dự án Louis City Khối lượng giao dịch tăng thúc đẩy khối lượng giao dịch tăng. 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 0,56 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,02 lần.

### Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 ở mức 36 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 2 tỷ đồng trong năm 2023) trên doanh thu 1.868 tỷ đồng (tăng trưởng 100,3%) nhờ khối lượng giao dịch tăng trong bối cảnh triển vọng tại thị trường miền Bắc tích cực hơn.

Chúng tôi cũng giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 ở mức 191 tỷ đồng (tăng trưởng 427,6%), và 349 tỷ đồng (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 này. 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.

Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 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 3Y 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 11:

**Bảng 11: Dự báo lợi nhuận**

Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2023-26 CAGR
Tổng doanh thu	933	1,868	100.3%	3,196	71.1%	4,063	27.1%	63.3%
Lợi nhuận gộp	177	454	156.8%	862	89.6%	1,145	32.8%	86.3%
LNST	3	37	13.5	193	427.6%	352	82.3%	418.4%
Lợi nhuận thuần	2	36	13.6x	191	427.6%	349	82.3%	419.6%
<i>Các khoản mục ròng không thường xuyên</i>	-	(58)	-	(77)	32.8%	(58)	-24.7%	
Lnt trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	2	94	46.1 lần	269	185.1%	407	51.7%	488.0%

Nguồn: HSC ước tính

## Định giá và khuyến nghị: Tăng 5% giá mục tiêu nhờ định giá

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CRE nhưng tăng giá mục tiêu lên 8.400đ (tiềm năng tăng giá 20,2%) sau khi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).

Chúng vẫn giữ quan điểm rằng CRE là đơn vị hưởng lợi trong thị trường môi giới BĐS của Việt Nam, với thị phần chiếm ưu thế 38-40% tại miền Bắc (và khoảng 5-6% tại

miền Nam), và đang ở vị thế tốt để trở thành một trong những đơn vị đầu tiên hưởng lợi từ đà phục hồi của thị trường trong những quý tiếp theo.

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 CRE.
- Giả định WACC của CRE là 13% (không đổi). HSC tiếp tục áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10% (sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 7,5%), cũng như giả định hệ số beta là 0.9x lần.

Chi tiết về dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 12-14.

**Bảng 12: Định giá, CRE**

Tỷ đồng	2025
Tổng giá trị DN (FCFF)	4,694
Nợ thuần	766
Tổng giá trị vốn CSH	3,913
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	463.7
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>8,400</b>

Nguồn: HSC ước tính

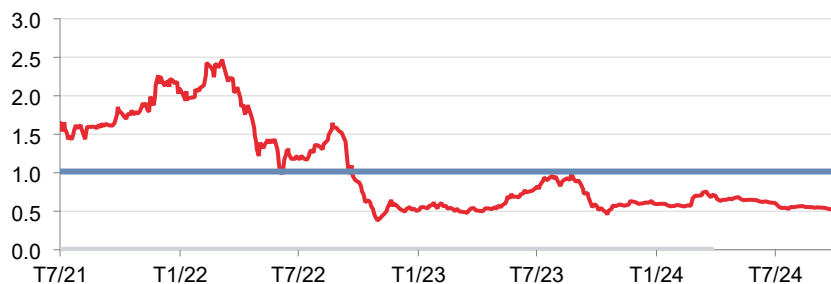
**Bảng 13: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu (đồng), CRE**

	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%	8,600	8,200	7,700	7,300	7,000
	2.5%	9,000	8,600	8,000	7,700	7,300
	3.0%	9,500	9,000	<b>8,400</b>	8,000	7,600
	3.5%	10,000	9,500	8,900	8,400	8,000
	4.0%	10,600	10,000	9,300	8,900	8,400

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 14: P/B trượt dự phóng 1 năm, CRE**

CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 0,56 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 0,56 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	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>288</b>	<b>26.0</b>	<b>58.5</b>	<b>277</b>	<b>481</b>
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	-	-
<b>LNTT</b>	<b>248</b>	<b>5.36</b>	<b>45.7</b>	<b>241</b>	<b>439</b>
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	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>196</b>	<b>2.49</b>	<b>36.2</b>	<b>191</b>	<b>349</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>196</b>	<b>2.49</b>	<b>36.2</b>	<b>191</b>	<b>349</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>341</b>	<b>75.0</b>	<b>108</b>	<b>336</b>	<b>544</b>
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
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5,261</b>	<b>4,957</b>	<b>5,182</b>	<b>4,909</b>	<b>4,646</b>
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
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>2,402</b>	<b>2,152</b>	<b>2,230</b>	<b>2,833</b>	<b>3,714</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>7,663</b>	<b>7,108</b>	<b>7,412</b>	<b>7,742</b>	<b>8,360</b>
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
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1,592</b>	<b>1,483</b>	<b>1,501</b>	<b>1,144</b>	<b>1,221</b>
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
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>451</b>	<b>5.89</b>	<b>256</b>	<b>756</b>	<b>956</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>2,043</b>	<b>1,489</b>	<b>1,757</b>	<b>1,900</b>	<b>2,177</b>
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
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>5,620</b>	<b>5,619</b>	<b>5,655</b>	<b>5,842</b>	<b>6,183</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>7,663</b>	<b>7,108</b>	<b>7,412</b>	<b>7,742</b>	<b>8,360</b>
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
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>(2,348)</b>	<b>37.6</b>	<b>(203)</b>	<b>37.0</b>	<b>63.7</b>
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
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>1,021</b>	<b>226</b>	<b>(44.2)</b>	<b>(47.5)</b>	<b>(50.3)</b>
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	-	-	-	-	-
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>1,306</b>	<b>(221)</b>	<b>250</b>	<b>50.0</b>	<b>0</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	123	101	144	147	187
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(21.2)</b>	<b>43.2</b>	<b>2.56</b>	<b>39.5</b>	<b>13.5</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>101</b>	<b>144</b>	<b>147</b>	<b>187</b>	<b>200</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(2,380)</b>	<b>0.04</b>	<b>(247)</b>	<b>(10.5)</b>	<b>13.5</b>

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
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 (%)	-	-	-	-	-
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
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
<b>Cơ cấu vốn</b>					
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
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	1.19	4.16	2.21	1.30	1.02
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.2	51.8	38.3	12.3	7.59
P/E (lần)	10.8	1,304	89.4	16.9	9.30
P/E ĐC (lần)	10.8	1,304	89.4	16.9	9.30
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

### Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

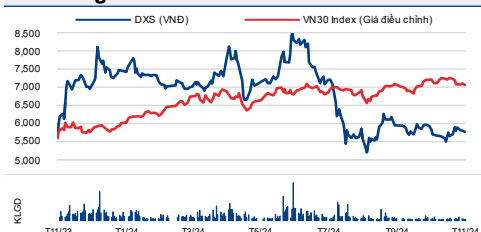
Giá mục tiêu: VNĐ6,600 (từ VNĐ6,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (1/11/2024)	5,770
Mã Bloomberg	DXS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	5,210-8,490
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	5,786
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	(3.03)	3.04	3.04
So với chỉ số	(0.59)	(1.13)	(18.3)
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

## Rủi ro giảm, nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 10% giá mục tiêu lên 6.600đ (tiềm năng tăng giá 15,6%) sau khi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024, 2025, và 2026 đạt lần lượt 112 tỷ đồng (từ mức lỗ 168 tỷ đồng trong năm 2023), 199 tỷ đồng (tăng trưởng 35,4%), và 305 tỷ đồng (tăng trưởng 54%) nhờ việc mở bán trở lại dự án Datxanhhomes Riverside và đã phục hồi của thị trường thúc đẩy khối lượng giao dịch của mảng môi giới cốt lõi.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh 24% 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 0,53 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 giảm, nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

Lợi nhuận thuần Q3/2024 của DXS cải thiện mạnh so với quý trước, đạt 35 tỷ đồng (tăng 10 lần so với cùng kỳ nhưng vẫn giảm 8,2% so với quý trước), cao hơn 9,2% so với dự báo của chúng tôi, nhờ doanh thu môi giới tăng mạnh, trong khi lợi nhuận thấp hơn quý trước là do doanh thu mảng kinh doanh BĐS giảm.

Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần hoàn thành lần lượt 93,4% và 75,1% dự báo cho cả năm 2024 của HSC, trong khi hoàn thành 62% và 76,6% mục tiêu BLĐ đặt ra.

## Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 với 112 tỷ đồng (từ lỗ thuần 168 tỷ trong năm 2023), 199 tỷ đồng (tăng trưởng 78,2%), và 305 tỷ đồng (tăng trưởng 53,5%) do DXS là đơn vị phân phối độc quyền cho dự án DXHR (dự kiến mở bán trong Q1/2025, thành phố Thủ Đức) của công ty mẹ DXG. Dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi thấp hơn 5-20% so với bình quân dự báo thị trường.

## Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% kể từ đầu năm và diễn biến tương đối kém tích cực hơn 35% so với chỉ số VN Index, DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,53 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 Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 10% giá mục tiêu lên 6.600đ (tiềm năng tăng giá 15,6%) sau khi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).

Chúng tôi dự báo HĐKD của dịch vụ môi giới trọn gói của DXS sẽ cải thiện trong năm 2025 vì phần lớn doanh thu dịch vụ môi giới trọn gói của Công ty môi giới này 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 Datxanhhomes Riverside. Cùng với đã phục hồi của thị trường, các công ty môi giới có thương hiệu và thành tích tốt như DXS sẽ hưởng lợi.

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm giá giảm do DXS đang cung cấp dịch vụ môi giới truyền thống cho các nhà phát triển BĐS lớn, vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp nhưng ít rủi ro liên quan đến các khoản phải thu khó đòi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/11.

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 Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 10% giá mục tiêu lên 6.600đ (tiềm năng tăng giá 15,6%) sau khi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025). Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026. Đà phục hồi của thị trường đang diễn ra và việc mở bán trở lại dự án DXHR đang được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tích cực cho triển vọng lợi nhuận của DXS. Với định giá thấp ở thời điểm hiện tại, chúng tôi tin rằng DXS xứng đáng được đưa vào danh sách những cổ phiếu lựa chọn hàng đầu.

### Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 lần lượt ở mức 112 tỷ đồng (năm 2023: lỗ thuần 168 tỷ đồng), 199 tỷ đồng (tăng trưởng 78,2%), và 305 tỷ đồng (tăng trưởng 53,5%), nhờ doanh thu môi giới tăng mạnh khi thị trường phục hồi và dự kiến có giao dịch tại dự án Datxanhhomes Riverside (DXHR, dự kiến mở bán trong Q1/2025, thành phố Thủ Đức), mà DXS sẽ là đơn vị phân phối độc quyền cho công ty mẹ DXG (Nắm giữ, giá mục tiêu 16.000đ).

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 lô chung cư (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. Chi tiết về dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 15-18:

**Bảng 15: Dự báo lợi nhuận, DXS**

Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2023-26 CAGR
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>1,978</b>	<b>2,422</b>	<b>22.4%</b>	<b>2,916</b>	<b>20.4%</b>	<b>3,206</b>	<b>9.9%</b>	<b>17.5%</b>
Lợi nhuận gộp	691	1,019	47.4%	1,378	35.2%	1,637	18.8%	33.3%
LNST	(160)	187	N/m	330	76.7%	507	53.5%	-246.8%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>(168)</b>	<b>112</b>	<b>N/m</b>	<b>199</b>	<b>78.2%</b>	<b>305</b>	<b>53.5%</b>	<b>-221.9%</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 16: 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 suất)	260	430	620	857
Cộng: khấu hao	34	39	45	51
Trừ: Vốn lưu động ròng	(316)	(508)	(34)	(967)
Trừ: Chi phí vốn đầu tư	(12)	(17)	(25)	(25)
<b>FCFF</b>	<b>(34)</b>	<b>(56)</b>	<b>606</b>	<b>(83)</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 17: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu (đồng), DXS**

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
2.0%	6,000	5,700	5,500	5,200	5,000
2.5%	6,900	6,600	6,300	6,000	5,700
3.0%	7,300	6,900	<b>6,600</b>	6,300	6,000
3.5%	7,700	7,300	7,000	6,600	6,300
4.0%	8,100	7,700	7,300	6,900	6,600

Nguồn: HSC

**Bảng 18: Định giá, DXS**

Tỷ đồng	Giữa năm-25
Tổng giá trị DN (FCFF)	8,603
Nợ thuần	2,122
Tổng giá trị vốn CSH	3,802
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	574.1
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>6,600</b>

Nguồn: HSC

## Định giá và khuyến nghị

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với DXS lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 10% giá mục tiêu lên 6.600đ (tiềm năng tăng giá 15,6%) sau khi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).

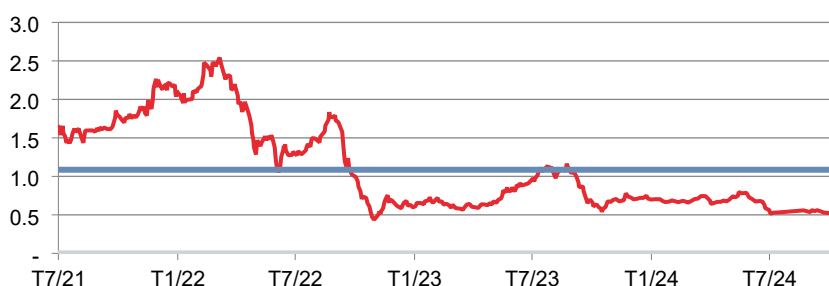
Chúng tôi tin rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua và DXS đang chuẩn bị bước vào chu kỳ mới của thị trường. Chúng tôi nhận thấy rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo do DXS đang cung cấp dịch vụ môi giới truyền thống cho các nhà phát triển BĐS lớn, vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp nhưng ít rủi ro liên quan đến các khoản phải thu khó đòi. Với định giá thấp ở thời điểm hiện tại, chúng tôi tin rằng DXS xứng đáng được đưa vào danh sách theo dõi.

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.
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).
- Giả định WACC của DXS là 16% (không đổi). 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).

**Bảng 19: P/B trượt dự phóng 1 năm, DXS**

DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,53 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

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh 24% 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 0,53 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 kiến, 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	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>729</b>	<b>106</b>	<b>325</b>	<b>538</b>	<b>775</b>
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
<b>LNTT</b>	<b>661</b>	<b>27.5</b>	<b>231</b>	<b>409</b>	<b>627</b>
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	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>319</b>	<b>(61.1)</b>	<b>112</b>	<b>199</b>	<b>305</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>299</b>	<b>(67.2)</b>	<b>112</b>	<b>199</b>	<b>305</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>782</b>	<b>158</b>	<b>359</b>	<b>577</b>	<b>819</b>
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	774
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
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>15,576</b>	<b>14,570</b>	<b>14,875</b>	<b>15,382</b>	<b>15,330</b>
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
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>936</b>	<b>887</b>	<b>864</b>	<b>842</b>	<b>823</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>16,512</b>	<b>15,457</b>	<b>15,740</b>	<b>16,225</b>	<b>16,152</b>
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
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>7,267</b>	<b>6,754</b>	<b>6,916</b>	<b>6,886</b>	<b>5,617</b>
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
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>954</b>	<b>600</b>	<b>537</b>	<b>728</b>	<b>1,426</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>8,222</b>	<b>7,354</b>	<b>7,453</b>	<b>7,614</b>	<b>7,043</b>
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
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>8,290</b>	<b>8,103</b>	<b>8,287</b>	<b>8,611</b>	<b>9,109</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>16,512</b>	<b>15,457</b>	<b>15,740</b>	<b>16,225</b>	<b>16,152</b>
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)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>(2,378)</b>	<b>(186)</b>	<b>(123)</b>	<b>(156)</b>	<b>502</b>
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
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(255)</b>	<b>81.5</b>	<b>12.9</b>	<b>(5.60)</b>	<b>(17.4)</b>
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	-	-	-	-	-
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>1,493</b>	<b>(182)</b>	<b>18.5</b>	<b>143</b>	<b>194</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,632	493	207	115	96.4
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(1,140)</b>	<b>(286)</b>	<b>(91.7)</b>	<b>(18.4)</b>	<b>678</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>493</b>	<b>207</b>	<b>115</b>	<b>96.4</b>	<b>774</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(2,493)</b>	<b>(210)</b>	<b>(135)</b>	<b>(173)</b>	<b>477</b>

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
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
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
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
<b>Cơ cấu vốn</b>					
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
<b>Định giá</b>					
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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)