

Năm bán lẻ 2024 là tiền đề cho triển vọng 2025

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

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

- Kết thúc năm 2024, giá nhà tăng 36% so với cùng kỳ tại Hà Nội và 24% tại TP.HCM, cho thấy thị trường BĐS đang trên đà phục hồi.
- HSC dự báo đà phục hồi của ngành sẽ mạnh mẽ hơn, với lợi thế nghiêng về các công ty lớn, trong khi các công ty nhỏ sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức hơn trong môi trường pháp lý mới.
- Sau khi giá nhà tăng mạnh tại thị trường Hà Nội, triển vọng tại TP.HCM cải thiện đã thúc đẩy dòng vốn quay trở lại thị trường miền Nam. Do đó, chúng tôi khuyến nghị ưu tiên các nhà phát triển BĐS có nguồn cung lớn tại miền Nam và có năng lực triển khai dự án tốt. NLG, KDH, và PDR là những cổ phiếu ưa thích của chúng tôi.

Đánh giá năm 2024: Năm nền tảng

Thị trường BĐS kết thúc năm 2024 với sự phục hồi về nhu cầu khá ấn tượng tại các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM. Bất chấp nguồn cung dồi dào, tỷ lệ hấp thụ vẫn ở mức lành mạnh 100% tại 2 thành phố lớn, dẫn đến mức độ hàng tồn kho giảm.

Đà phục hồi đã bắt đầu tăng tốc, thể hiện qua việc nhu cầu mạnh và mở bán các dự án thuộc phân khúc cao cấp dẫn đến giá nhà tăng mạnh. Đáng lưu ý, tốc độ tăng của giá nhà có sự khác biệt giữa hai miền, với giá nhà tại miền Bắc tăng (36%) mạnh hơn miền Nam (24%). Ngoài ra, thị trường đang chứng kiến sự cạnh tranh ngày càng tăng từ các nhà đầu tư, xem căn hộ là loại hình tài sản mới có lợi nhuận cao. Điều này đã thúc đẩy nhu cầu đầu cơ và tiếp tục làm giá bất động sản tăng cao. Giá BĐS tăng làm yếu đi nhu cầu mua ở thật và cản trở những nhà đầu tư muốn mua nhà để ở với mức giá hợp lý.

Năm 2025: Cuộc chơi thuộc về kẻ mạnh

Với cơ chế pháp lý mới, HSC tin rằng lợi thế cạnh tranh thuộc về các nhà phát triển có thương hiệu đã được khẳng định với khả năng vượt trội trong việc phát triển quỹ đất và tiếp cận nguồn vốn. Các nhà phát triển BĐS nhỏ hơn và kém lợi thế hơn có thể sẽ gặp nhiều khó khăn. Hơn nữa, việc cạnh tranh với các công ty lớn khi mở bán dự án mới cũng sẽ gặp nhiều thách thức do khách hàng ưu tiên những dự án có chất lượng và uy tín của chủ đầu tư, sau khi hàng loạt dự án vấp phải tranh cãi liên quan đến pháp lý.

Chúng tôi cũng nhận thấy dòng vốn đã quay trở lại miền Nam do giá nhà đã tăng cao tại Hà Nội trong khi chính quyền tại TP.HCM sẵn sàng phê duyệt dự án. Điều này, cùng với Nghị quyết số 171 của Quốc hội nhằm giải quyết các rào cản pháp lý đối với các chủ đầu tư trong việc mua đất để phát triển các dự án nhà ở thương mại, được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nguồn cung trong tương lai.

Chúng tôi kỳ vọng hàng loạt dự án đang trong giai đoạn triển khai sẽ duy trì nguồn cung tại Hà Nội ở mức khoảng 30.000 căn mỗi năm cho đến năm 2027, trong khi nguồn cung tại TP.HCM sẽ tăng lên khoảng 10.000 căn mỗi năm. Giá bán bình quân được kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng tăng (bình quân 9% tại TP.HCM và 7% tại Hà Nội) nhờ nhu cầu tăng mạnh và vị thế áp đảo của hoạt động mở bán các dự án thuộc phân khúc cao cấp.

Lựa chọn đầu tư của HSC

HSC cho rằng NLG, KDH và PDR sẽ hưởng lợi từ các xu hướng mới này. Trong đó, KDH, với 100% quỹ đất tại TP.HCM, sẽ hưởng lợi nhiều nhất, trong khi NLG và PDR với các dự án đang triển khai tại các tỉnh lân cận như Bình Dương, Long An và Đồng Nai cũng đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng này. Ngoài ra, chúng tôi còn ưa thích các cổ phiếu này nhờ có nền tảng vững chắc.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/1.

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
DXG	14,900	Nắm giữ	-	15,831	-	6.25	96.0	52.0	1.11	1.08	-	-
KDH	34,400	Mua vào	-	42,000	-	22.1	46.5	33.4	2.02	1.91	0	1.45
NLG	32,850	Mua vào	-	41,200	-	25.4	23.7	22.2	1.30	1.25	1.52	1.52
PDR	18,400	Mua vào	-	25,200	-	37.0	26.2	25.2	1.41	1.34	0	0
VHM	40,000	Tăng tỷ trọng	-	44,600	-	11.5	5.72	5.39	0.83	0.72	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 21/1/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Chuẩn bị cho sự thay đổi trong chu kỳ phục hồi mới	3
Năm 2024 kết thúc với tâm lý thị trường được cải thiện và nguồn cung phục hồi	3
Các nhà phát triển BĐS: Một năm phân hóa	6
Lựa chọn đầu tư của HSC	8
Báo cáo thành phần	
CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)	9
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt (PDR)	15

Chuẩn bị cho sự thay đổi trong chu kỳ phục hồi mới

Năm 2024 đã tạo nền tảng cho ngành BĐS, với những luật quan trọng chính thức có hiệu lực giúp cải thiện tâm lý thị trường và mang lại cho các nhà phát triển BĐS các chỉ dẫn rõ ràng hơn để có thể đạt được tăng trưởng bền vững. Trong tương lai, HSC dự báo ngành sẽ phục hồi mạnh hơn, cùng với sự phân hóa giữa các nhà phát triển ngày càng tăng, trong đó các nhà phát triển BĐS nhỏ hơn và ít lợi thế hơn có khả năng phải đối mặt với nhiều thách thức hơn. Chúng tôi cũng lưu ý rằng làn sóng mua BĐS để đầu cơ đang quay trở lại miền Nam, nhờ triển vọng cải thiện và giá nhà tại Hà Nội đã ở mức cao. HSC ưa thích KDH, NLG và PDR nhờ có vị thế nguồn vượt trội tại miền Nam và yếu tố nền tảng vững chắc.

Năm 2024 kết thúc với tâm lý thị trường được cải thiện và nguồn cung phục hồi

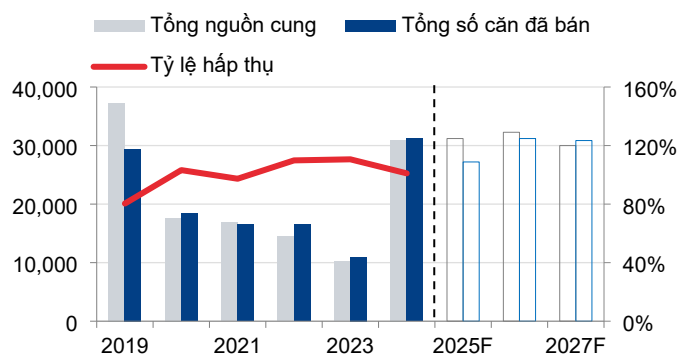
Nguồn cung tăng mạnh 3 lần so với cùng kỳ tại Hà Nội, TP.HCM còn hạn chế, giảm 42%

Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội trong năm 2024 đạt tổng cộng 30.960 căn (tăng 203,6% so với cùng kỳ), mức cao nhất trong vòng 5 năm qua (Biểu đồ 1).

Các dự án mở bán mới chủ yếu tập trung tại khu vực phía tây Hà Nội và tập trung mạnh vào phân khúc cao cấp (Biểu đồ 3). Đáng lưu ý, có đến 82% sản phẩm được mở bán được tích hợp trong các dự án khu đô thị, bao gồm các siêu dự án của Vinhomes. Trong đó, có 11.469 căn hộ thuộc dự án Vinhomes Smart City tại Quận Nam Từ Liêm và 9.798 căn hộ thuộc dự án Vinhomes Ocean Park tại Quận Gia Lâm (đóng góp đáng kể vào tổng nguồn cung năm 2024 (68,7%).

Biểu đồ 1: Tổng nguồn cung và số căn hộ đã bán, Hà Nội

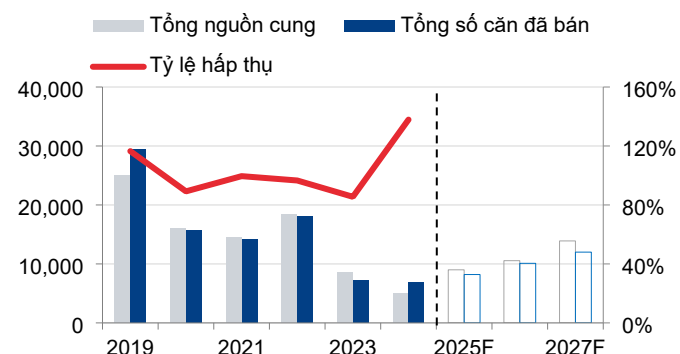
Nguồn cung năm 2024 tăng 3 lần so với năm 2023, cao nhất trong 5 năm trở lại đây



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 2: Tổng nguồn cung và số căn hộ đã bán, TP.HCM

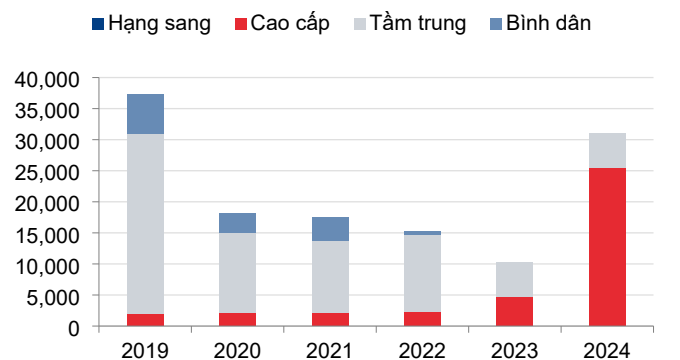
Nguồn cung vẫn hạn chế, giảm 42% so với năm 2023



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 3: Nguồn cung mới theo phân khúc sản phẩm, Hà Nội

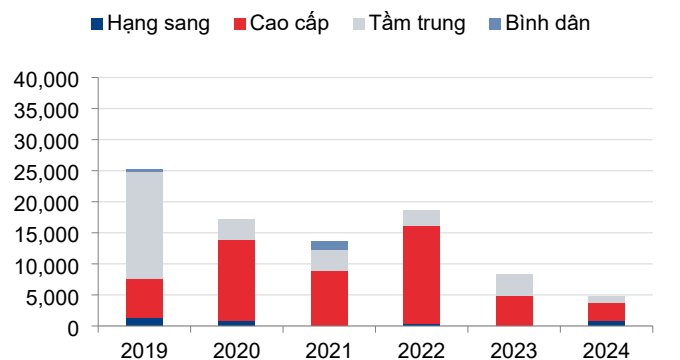
Phân khúc cao cấp chiếm ưu thế



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 4: Nguồn cung mới theo phân khúc sản phẩm, TP.HCM

Các sản phẩm mới chủ yếu thuộc phân khúc cao cấp & hạng sang



Nguồn: CBRE, HSC

Trong khi đó, nguồn cung tại TP.HCM đạt mức thấp nhất kể từ năm 2013 với 5.050 căn hộ (giảm 41,5% so với cùng kỳ). Các dự án mới mở bán chủ yếu thuộc phân khúc cao cấp và hạng sang. Mặc dù nguồn cung còn hạn chế, chúng tôi nhận thấy những dấu hiệu ban đầu cho thấy chính quyền đã sẵn sàng phê duyệt các dự án tại TP.HCM trong năm 2024. Các dự án bị trì hoãn trong thời gian dài Gem Sky World của DXG, Khu đô thị du lịch lấn biển Cần Giờ.

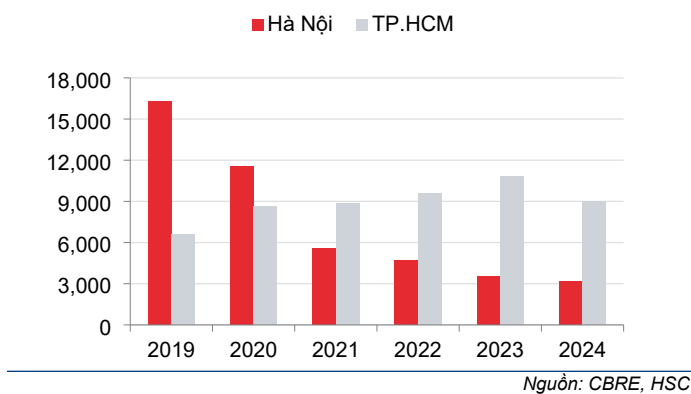
Thị trường căn hộ thấp tầng cũng chứng kiến sự phục hồi tương tự. Trong năm 2024, nguồn cung tăng mạnh 2,4 lần lên 6.300 căn hộ và tăng 8 lần so với cùng kỳ tại TP.HCM lên 230 căn.

Nhu cầu căn hộ tăng mạnh, số căn hộ bán ra lớn hơn nguồn cung mới

Nhu cầu nhà ở năm 2024 phục hồi mạnh tại thị trường Hà Nội và TP.HCM. Bất chấp nguồn cung dồi dào, tỷ lệ hấp thụ vẫn ở mức lành mạnh trên 100% tại Hà Nội. Trong khi đó, do thiếu hụt nguồn cung, tỷ lệ hấp thụ tại TP.HCM đạt khoảng 140%. Nhu cầu tăng mạnh nhờ nhu cầu đầu tư tăng trong môi trường lãi suất thấp và tâm lý thị trường cải thiện. Đáng lưu ý, tổng số căn hộ bán ra cao hơn nguồn cung mới tại Hà Nội và TP.HCM, dẫn đến mức độ hàng tồn kho tại 2 thành phố này giảm.

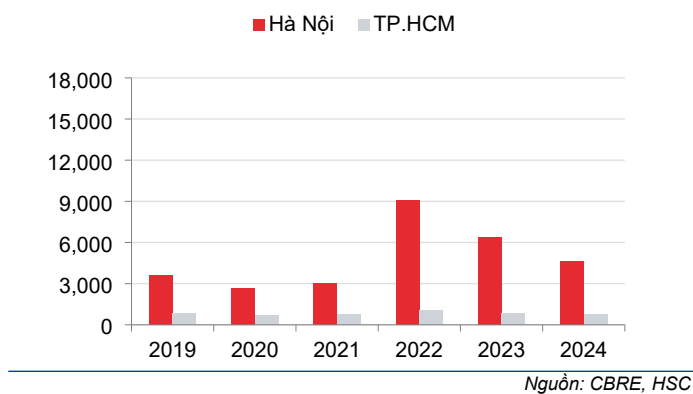
Biểu đồ 5: Số căn hộ tồn kho tại Hà Nội và TP.HCM

Nhu cầu tăng mạnh góp phần làm giảm lượng căn hộ tồn kho



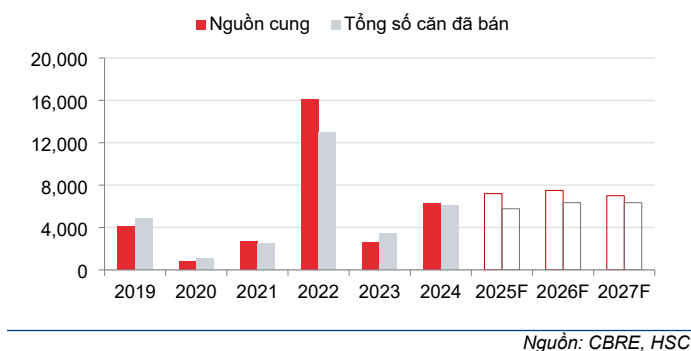
Biểu đồ 6: Quỹ đất tồn kho tại Hà Nội và TP.HCM

Nhu cầu tăng mạnh góp phần làm giảm lượng căn hộ tồn kho



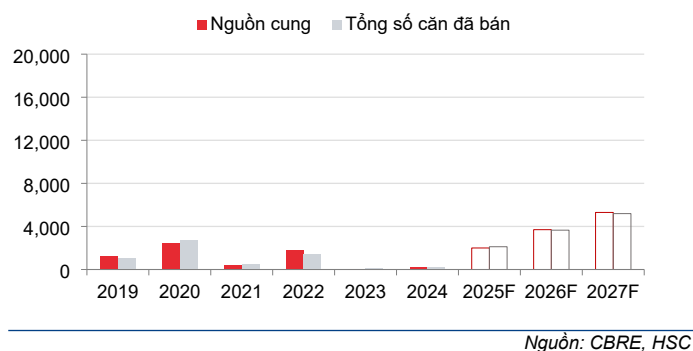
Biểu đồ 7: Nguồn cung quỹ đất và số lượng đã bán, Hà Nội

Nguồn cung duy trì ở mức cao với tỷ lệ hấp thụ ổn định



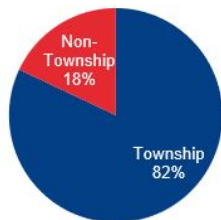
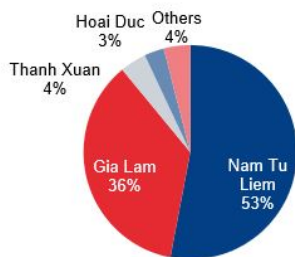
Biểu đồ 8: Nguồn cung quỹ đất và số lượng đã bán, Hà Nội

Nguồn cung tăng 8 lần so với cùng kỳ, nhưng vẫn ở mức thấp



BIỂU ĐỒ 9: Nguồn cung theo khu vực và loại hình dự án, Hà Nội

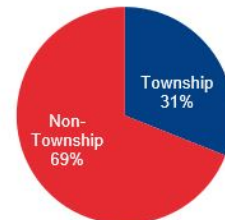
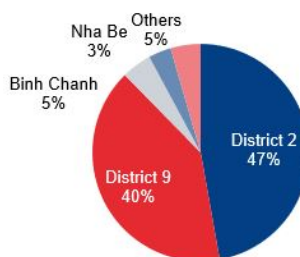
Nguồn cung chủ yếu từ các dự án khu đô thị



Nguồn: Knight Frank, HSC

BIỂU ĐỒ 10: Nguồn cung theo khu vực và loại hình dự án, TP.HCM

Nguồn cung chủ yếu đến từ các dự án không phải khu đô thị



Nguồn: Knight Frank, HSC

Đối với phân khúc căn hộ thấp tầng, chúng tôi lưu ý rằng tâm lý thị trường bắt đầu cải thiện trong Q2/2024, tạo nên mức tăng trưởng đáng kể về tổng số căn hộ được bán so với cùng kỳ ở mức gấp 2 lần tại Hà Nội và TP.HCM (Biểu đồ 5-6). Loại hình BĐS này có tỷ lệ hấp thụ cao là nhờ (1) giá căn hộ cao tầng tăng mạnh làm nhà đầu tư chuyển hướng sang đất nền tại các khu vực ven đô, (2) tình trạng thiếu hụt nguồn cung đất nền tại các quận trung tâm, và (3) việc kiểm soát chặt chẽ hơn hoạt động phân lô bán nền theo Luật Kinh doanh BĐS.

Giá sơ cấp tăng mạnh, lo ngại đối với nhu cầu đầu cơ

Nhu cầu tăng mạnh và vị thế áp đảo của sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp (đóng góp 81% nguồn cung mới) là nguyên nhân dẫn đến giá bán sơ cấp tăng mạnh. Tại Hà Nội, giá tăng 36% lên khoảng 2.880 USD, cao hơn mức tăng giá ở TP.HCM là 24%, lên khoảng 3.040 USD.

Mặc dù nguồn cung dồi dào, chúng tôi vẫn lo ngại về việc giá căn hộ tăng mạnh tại Hà Nội trong năm 2024: Người mua nhà hiện xem căn hộ là loại hình tài sản mới có lợi nhuận cao. Điều này đã thúc đẩy nhu cầu đầu cơ và tiếp tục làm giá bất động sản tăng. Giá BĐS tăng làm xói mòn nhu cầu mua ở thật và cản trở những nhà đầu tư muốn mua nhà để ở với mức giá hợp lý.

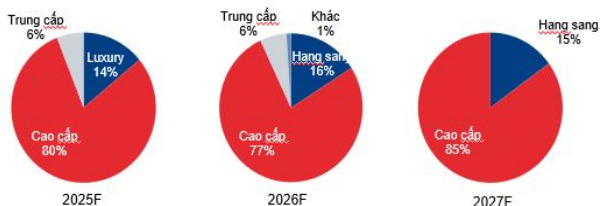
Thị trường BĐS năm 2025: Hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường

Tâm lý thị trường đang cải thiện, nhờ lãi suất cho vay mua nhà thấp và nhu cầu ở thực tăng mạnh ở phân khúc trung cấp. Nhằm hưởng ứng xu hướng này, nhiều nhà phát triển BĐS đẩy mạnh hoạt động mở bán dự án mới. Nguồn cung tại hai thành phố dự kiến sẽ cải thiện, với Hà Nội có thêm khoảng 30.000 căn mỗi năm đến năm 2027, trong khi nguồn cung tại TP.HCM dự kiến ở mức khiêm tốn hơn, với 10.000 mỗi năm. Phân khúc cao cấp được dự báo sẽ tiếp tục chiếm ưu thế trên thị trường (Biểu đồ 11-12), trong khi đó phân khúc bình dân vẫn khan hiếm nguồn cung.

Do các dự án thuộc phân khúc cao cấp có mức giá cao khi mở bán, giá nhà dự kiến sẽ tiếp tục tăng tại hai thành phố lớn, ở mức bình quân 7% tại Hà Nội và 9% tại TP.HCM (Biểu đồ 13-14). Tuy nhiên, sự chênh lệch giữa cung và cầu hiện tại cũng như giá BĐS tăng làm chúng tôi lo ngại về tính ổn định và phát triển lành mạnh của thị trường trong dài hạn.

Biểu đồ 11: Nguồn cung số căn hộ cao tầng theo phân khúc sản phẩm, Hà Nội, 2025-2027

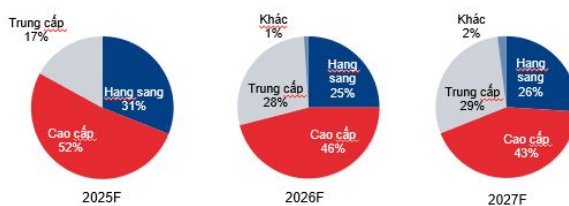
Nguồn cung căn hộ cao cấp được dự báo sẽ chiếm tỷ trọng lớn nhất



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 12: Nguồn cung số căn hộ cao tầng theo phân khúc sản phẩm, TP.HCM, 2025-2027

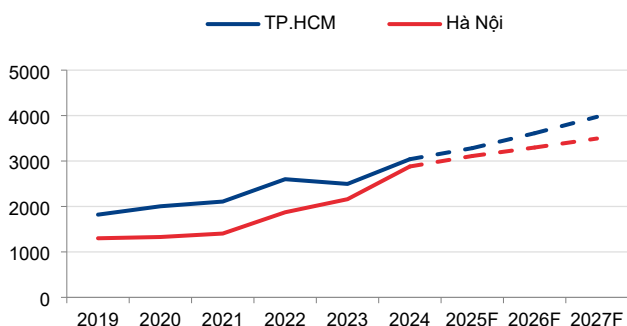
Nguồn cung căn hộ cao cấp được dự báo sẽ chiếm tỷ trọng lớn nhất



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 13: Giá căn hộ cao tầng trên thị trường sơ cấp, Hà Nội và TP.HCM

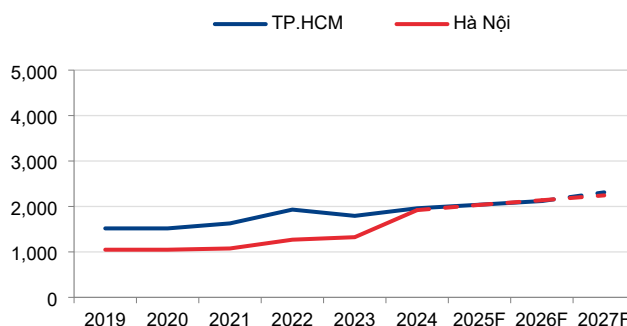
Giá tại TP.HCM được dự báo cao hơn tại Hà Nội do mở bán các sản phẩm cao cấp và hạng sang



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 14: Giá căn hộ cao tầng trên thị trường thứ cấp, Hà Nội & TP.HCM

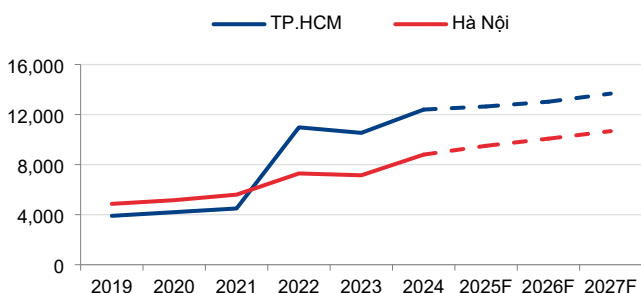
Giá trên thị trường thứ cấp tại Hà Nội được dự báo sẽ bắt kịp giá tại TP.HCM



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 15: Giá căn hộ thấp tầng trên thị trường sơ cấp, Hà Nội và TP.HCM

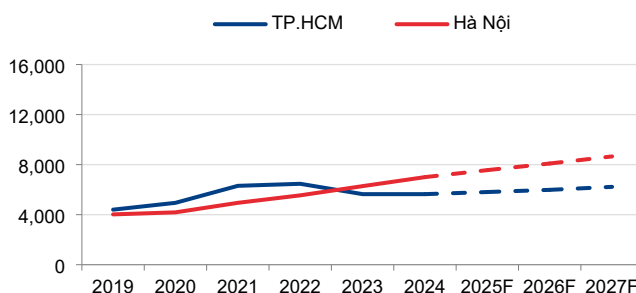
Thị trường Hà Nội được dự báo sẽ có tốc độ tăng giá cao hơn, với mức tăng bình quân là 6,6%...



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 16: Giá căn hộ thấp tầng trên thị trường thứ cấp, Hà Nội & TP.HCM

...và 7,3% trên thị trường thứ cấp



Nguồn: CBRE, HSC

Các nhà phát triển BĐS: Một năm phân hóa

Thế hệ lãnh đạo mới và việc ban hành một số luật quan trọng trong lĩnh vực BĐS đã bắt đầu tạo ra sự phân hóa giữa các nhà phát triển BĐS trong năm 2025.

Lợi thế cạnh tranh, bao gồm năng lực phát triển quỹ đất và tiếp cận nguồn vốn, sẽ giúp các công ty có uy tín và thương hiệu đã được khẳng định hưởng lợi. Các nhà phát triển BĐS nhỏ hơn và kém lợi thế hơn có thể sẽ gặp nhiều khó khăn. Việc cạnh tranh với các công ty lớn khi mở bán dự án mới cũng sẽ gặp nhiều thách thức do khách hàng ưu tiên những dự án có chất lượng và uy tín của chủ đầu tư, sau khi hàng loạt dự án vấp phải tranh cãi liên quan đến pháp lý.

Đáng lưu ý, những tín hiệu ban đầu trong việc phê duyệt dự án tại TP.HCM trong năm 2024 được kỳ vọng sẽ giúp cải thiện nguồn cung và thúc đẩy tâm lý thị trường tại miền Nam (TP.HCM và các tỉnh lân cận bao gồm Bình Dương, Long An, Đồng Nai) từ năm 2025. Điều này cùng với việc giá nhà tăng mạnh tại Hà Nội đã thúc đẩy dòng vốn quay trở lại miền Nam, hơn là chỉ tập trung tại miền Bắc.

Trong các công ty trong danh sách khuyến nghị, KDH (với 100% quỹ đất tại TP.HCM) sẽ hưởng lợi nhiều nhất, trong khi NLG và PDR cũng đang có vị thế tốt hưởng lợi từ sự thay đổi này, vì HSC tin rằng đã tăng trưởng sẽ lan rộng sang các tỉnh lân cận như Bình Dương, Long An và Đồng Nai. Chúng tôi lưu ý rằng phần lớn quỹ đất của NLG hiện nằm ở Long An và Đồng Nai (430ha – tổng quỹ đất đang được phát triển), trong khi PDR cũng có kế hoạch tập trung vào thị trường Bình Dương trong tương lai gần.

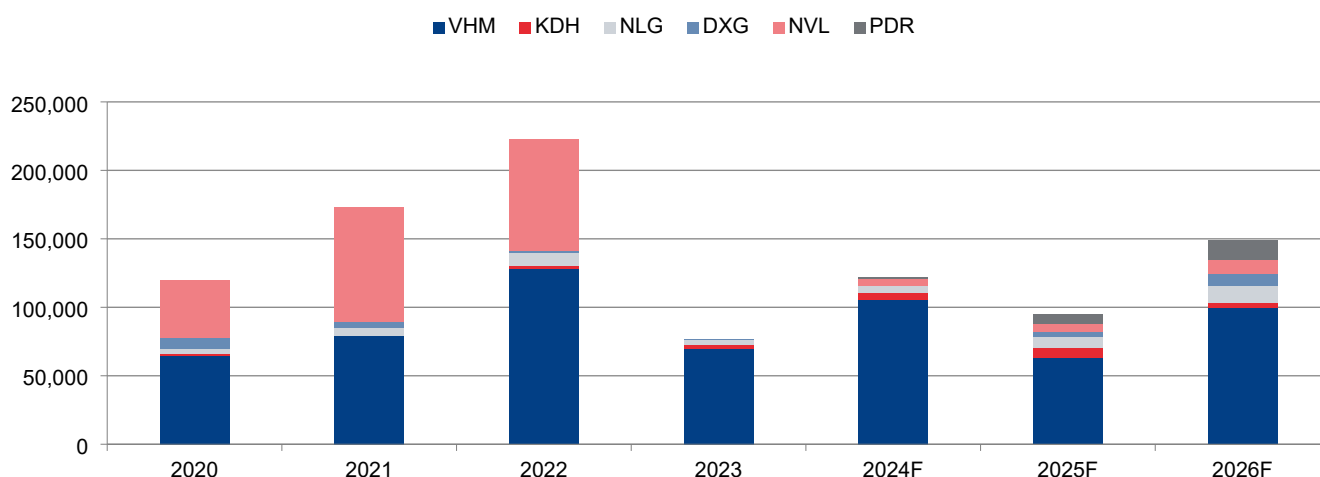
Trong khi đó, DXG có dự án lớn tại Đồng Nai (92 ha) có tên là Gem Sky World, nhưng dự án này đã và đang phải đối mặt với nhiều tranh chấp nghiêm trọng với khách mua nhà do sai phạm trong khâu mở bán. Ngoài ra, dự án Đất Xanh Home Riverside tại Quận 2 đang trong quá trình trả cọc cho những khách mua sớm và chỉ được mở bán vào năm 2025. Do không biết chắc về kết quả của những tranh chấp này, chúng tôi vẫn lo ngại về DXG.

Trong khi đó, VHM sở hữu quỹ đất khá lớn tại TP.HCM với hai dự án lớn đáng chú ý là Cần Giờ (2.870 ha) và Củ Chi (923,8 ha). Trong khi quá trình lập kế hoạch và xin phê duyệt cho dự án Củ Chi vẫn còn phức tạp, HSC nhận thấy một số tiến triển tại Cần Giờ và lưu ý rằng Công ty có thể khởi công dự án này sớm hơn dự báo của chúng tôi là vào năm 2025. Điều này có thể sẽ dẫn đến rủi ro doanh số bán nhà của Vinhomes cao hơn dự báo của chúng tôi.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo doanh số bán nhà của 5 công ty phát triển BĐS tăng 92,7% so với cùng kỳ (ngoại trừ VHM) lên 31,4 nghìn tỷ đồng). Đối với VHM, chúng tôi dự báo doanh số bán nhà giảm 40% so với cùng kỳ sau khi loại trừ doanh số bán nhà tại dự án Vinhomes Cổ Loa và Vinhomes Wonder Park (do điều chỉnh hợp đồng hợp tác kinh doanh giữa Vinhomes và Vingroup, dẫn đến giảm quyền lợi của VHM tại những dự án này). Cho năm 2026, HSC dự báo tổng doanh số bán nhà của 5 nhà phát triển BĐS sẽ tăng 56% so với năm 2025.

Biểu đồ 17: Doanh số mở bán dự án thực tế và dự báo (đồng), các công ty BĐS HSC khuyến nghị

Chúng tôi dự báo doanh số tổng thể của 5 công ty BĐS HSC khuyến nghị sẽ tăng trưởng 93% và 56% trong năm 2025-2026 (ngoại trừ VHM)



Lưu ý: VIC gần đây đã công bố việc sửa đổi hợp đồng BCC với VHM, dẫn đến giảm tỷ lệ sở hữu của VHM tại một số dự án; do đó, chúng tôi loại trừ doanh số của các dự án đó khỏi dự báo của VHM. Nguồn: HSC

Bảng 18: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các công ty BĐS HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
VHM	38,825	28,831	33,371	30,307	30,470	27,838
KDH	1,202	1,102	716	748	1,053	1,358
NLG	1,071	556	484	533	571	586
DXG	1,157	215	172	121	224	310
PDR	1,865	1,137	684	518	637	685
Tổng cộng	44,120	31,841	35,427	32,227	32,955	30,777
Tăng trưởng						
VHM						
KDH	4.2%	-8.3%	-35.0%	4.5%	40.8%	29.0%
NLG	28.3%	-48.1%	-12.9%	10.1%	7.1%	2.6%
DXG	-333.3%	-81.4%	-20.0%	-29.7%	85.1%	38.4%
PDR	52.9%	-39.0%	-39.8%	-24.3%	23.0%	7.5%
Tổng cộng	47%	-28%	11%	-9%	2%	-7%

Nguồn: HSC

Với doanh số bán nhà bắt đầu phục hồi trong năm 2024 và dự kiến tăng mạnh hơn trong năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận của hầu hết các nhà phát triển BĐS sẽ vượt qua giai đoạn khó khăn nhất và bước vào giai đoạn phục hồi. Ngoại trừ VHM (chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ đi ngang), tất cả các công ty khác đều được dự báo đạt mức tăng trưởng 7-85% so với cùng kỳ trong năm 2025 và 3-38% trong năm 2026 như được thể hiện trong bảng bên trên.

Lựa chọn đầu tư của HSC

HSC tiếp tục ưa thích KDH (Mua vào, giá mục tiêu 42.000đ), PDR (Tăng tỷ trọng, 25.200đ) và NLG (Tăng tỷ trọng, 46.700đ) do (1) có quỹ đất lớn tại miền Nam, (2) rủi ro quản trị doanh nghiệp hạn chế giúp đảm bảo triển vọng bền vững và (3) nền tảng cơ bản vững chắc để hưởng lợi từ các quy định chặt chẽ hơn.

Về mặt định giá, PDR và NLG đang giao dịch ở mức chiết khấu 40% và 39,7% so với RNAV/cp, mức định giá chúng tôi đánh giá là rẻ khi so sánh với mức bình quân 29,7% và 35,1% trong ba năm qua. Mặc dù KDH đang giao dịch ở mức cao hơn một chút so với bình quân ba năm, nhưng mức cao này có khả năng sẽ duy trì nhờ triển vọng doanh số bán nhà được cải thiện trong năm 2025-2026 cũng như tiềm năng mở khóa dự án lớn Tân Tạo trong năm sau.

Bảng 19: Định giá cổ phiếu công ty BĐS HSC khuyến nghị

	Mã CK	Khuyến nghị	Giá cổ phiếu (tại ngày 21/1)	RNAV	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	Chiết khấu của thị giá so với RNAV	Chiết khấu bình quân 3 năm
1	DXG	Nắm giữ	14,900	26,385	15,831	6.2%	56.5%	-42.7%
2	KDH	Mua vào	34,400	46,625	42,000	22.1%	73.8%	-34.4%
3	NLG	Tăng tỷ trọng	32,850	54,847	46,700	42.2%	59.9%	-35.1%
4	PDR	Tăng tỷ trọng	18,400	31,400	25,200	37.0%	58.6%	-29.7%
5	VHM	Tăng tỷ trọng	40,000	89,100	44,600	11.5%	44.9%	-50.6%
	Bình quân						58.7%	-38.5%

Nguồn: HSC ước tính

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ41,200 (từ VNĐ46,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/1/2025)	32,850
Mã Bloomberg	NLG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	32,150-45,381
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,580
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	498
Slg CP lưu hành (tr.đv)	383
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	191
Slg CP NN được mua (tr.đv)	25.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	43.3%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	hủ tịch, ng liên quan (17.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(9.63)	(14.0)	(14.8)
So với chỉ số	(9.43)	(11.2)	(23.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,305	1,251	4.3
2025F	1,397	1,458	(4.1)
2026F	1,434	1,998	(28.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

NLG là công ty tiên phong trong việc phát triển nhà ở bình dân tại Việt Nam, tập trung vào TP.HCM và các vùng phụ cận.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung
Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@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

Nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh

- HSC nâng khuyến nghị đối với NLG lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) nhưng giảm 12% giá mục tiêu xuống 41.200đ (tiềm năng tăng giá 25,4%), chủ yếu do tăng giá định chiết khấu so với ước tính RNAV (lên 25% từ 15%).
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 571 tỷ đồng (tăng trưởng 7,2%) và 586 tỷ đồng (tăng trưởng 2,6%). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 đạt 6,6%/8,6%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9,5% trong vòng 1 tháng qua và giảm 17,4% kể từ khi chúng tôi phát hành báo cáo gần nhất vào tháng 10/2024 (hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào), NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 40% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 33%.

Sự kiện: Xem xét lại dự báo lợi nhuận sau khi giá cổ phiếu giảm

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với NLG sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh (giảm 17% kể từ khi báo cáo gần nhất được phát hành – hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào) cũng như cập nhật của chúng tôi về doanh số bán nhà và hoạt động bàn giao nhà. Mặc dù số lượng căn hộ bàn giao sát với dự báo, doanh số bán nhà có rủi ro thấp hơn tốc độ phục hồi về nhu cầu ở các tỉnh loại 2, nơi tập trung các dự án của NLG.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 đạt lần lượt 571 tỷ đồng và 586 tỷ đồng, tăng trưởng 7,2% và 2,6%. Dự án Cần Thơ (43 ha, Cần Thơ), Akari City (9 ha, TP.HCM) và Southgate (165 ha, Long An) dự kiến là những dự án chính đóng góp vào lợi nhuận. Chúng tôi chờ BCTC chính thức từ Công ty để có thêm thông tin về doanh số bán nhà và lợi nhuận.

Nhìn chung, dự báo lợi nhuận của chúng tôi cao hơn 4% so với bình quân dự báo thị trường trong năm 2024 nhưng thấp hơn 4-28% bình quân dự báo thị trường năm 2025-2026 – cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 ở mức 6,6%/8,6%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9,5% trong vòng 1 tháng qua và giảm 17,4% kể từ khi chúng tôi phát hành báo cáo gần nhất vào tháng 10/2024 (hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào), NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 40% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 33%.

Chúng tôi giảm 12% giá mục tiêu xuống 41.200đ (tiềm năng tăng giá 25,4%), do tăng giá định chiết khấu so với ước tính RNAV (lên 25% từ 15%) để phù hợp với mức chiết khấu so với ước tính RNAV trong quá khứ (33%) cũng như phản ánh rủi ro liên quan đến nhu cầu tại các tỉnh lân cận như Long An và Cần Thơ thấp hơn kỳ vọng, từ đó ảnh hưởng đến doanh số bán nhà và dòng tiền. Tuy nhiên, HSC nhận thấy giá trị ở quỹ đất dồi dào (đã trả gần hết tiền sử dụng đất) đã giúp NLG nổi bật so với các doanh nghiệp phát triển BĐS khác trong bối cảnh luật đất đai mới làm tăng chi phí đất cho các dự án.

Nhờ giá cổ phiếu giảm mạnh, chúng tôi nhận thấy NLG đang giao dịch với mức giá thấp. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với NLG lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá là 25,2%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	894	659	1,017	1,438	1,340
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	556	484	533	571	586
EPS ĐC (đồng)	1,364	1,186	1,305	1,397	1,434
DPS (đồng)	859	200	500	500	500
BVPS (đồng)	23,407	24,386	25,247	26,229	27,249
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.7	24.6	14.6	11.2	12.8
P/E ĐC (lần)	24.1	27.7	25.2	23.5	22.9
Lợi suất cổ tức (%)	2.61	0.61	1.52	1.52	1.52
P/B (lần)	1.40	1.35	1.30	1.25	1.21
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(56.0)	(13.1)	10.1	7.09	2.61
ROAE (%)	6.21	5.27	5.58	5.76	5.69

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

Lợi nhuận Q4/2024 dự kiến tích cực nhờ dự án Akari, Cần Thơ

Giá cổ phiếu NLG giảm 9,5% trong 1 tháng qua và giảm 17,4% kể từ khi chúng tôi phát hành báo cáo gần nhất vào tháng 10/2024 (hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào), chủ yếu do tâm lý thị trường kém tích cực do hoạt động bán ròng của khối ngoại và kế hoạch phát hành cổ phiếu mới cho cổ đông hiện hữu của Công ty. Về mặt yếu tố nền tảng, HSC nhận thấy hoạt động bàn giao đang được triển khai đúng tiến độ trong Q4/2024 (một khoản lợi nhuận lớn sẽ được ghi nhận trong Q4/2024, đóng góp 97% lợi nhuận của cả năm 2024) trong khi doanh số bán nhà giảm nhẹ và có thể chịu rủi ro từ nhu cầu phục hồi chậm hơn dự kiến tại các tỉnh lân cận (Long An, Cần Thơ, Đồng Nai). Do đó, chúng tôi tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV (lên 25% từ 15%) và giảm 12% giá mục tiêu xuống 41.200đ. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đang rẻ và nâng khuyến nghị lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá là 25,2%.

Cập nhật doanh số bán nhà và hoạt động bàn giao

Có nhiều thông tin mới liên quan đến doanh số bán nhà và hoạt động bàn giao được đẩy mạnh từ khi chúng tôi phát hành [báo cáo](#) gần nhất vào tháng 11/2024. Doanh số bán nhà của NLG đạt 4,6 nghìn tỷ đồng trong 11 tháng đầu năm 2024, tăng 50,1% so với cùng kỳ. Doanh số bán nhà chủ yếu đến từ dự án Akari (8 ha, TP.HCM), Southgate (165 ha, Long An), Cần Thơ (43 ha, Cần Thơ) và Mizuki Park (26 ha, TP.HCM), hoàn thành 85% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2024 của chúng tôi. HSC nhận thấy nhu cầu tại các tỉnh lân cận vẫn còn kém. Điều này được phản ánh qua doanh số bán nhà tại dự án Cần Thơ (doanh số bán nhà đạt 528 tỷ đồng, tỷ lệ lấp đầy là 50-60%), được mở bán trong tháng 11/2024 và dự án Southgate (doanh số bán nhà 11 tháng đầu năm 2024 đạt 1,4 nghìn tỷ đồng, so với mức 2,2-2,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2021-2022).

Trong khi đó, hoạt động bàn giao đã diễn ra đúng tiến độ trong Q4/2024, chủ yếu tại các dự án Akari City (TP.HCM), the Cần Thơ (Cần Thơ) và Southgate (Long An). Trong đó, NLG cho biết trong tháng 10-11, Công ty đã bàn giao 1.400 căn hộ cho khách hàng, sớm hơn dự kiến.

Chúng tôi chờ BCTC chính thức từ Công ty để có thêm thông tin về doanh số bán nhà và lợi nhuận.

Bảng 20: Cập nhật tiến độ các dự án, NLG

Dự án Cần Thơ mở bán căn hộ thấp tầng từ Q4/2024 trong khi thời gian mở bán CC5 (Mizuki) bị trì hoãn đến 2025

STT	Dự án	Địa điểm	Diện tích (ha)	Tổng số SP	Số SP đã bán	Tỷ lệ sở hữu của NLG	Tiến độ
1	Mizuki Park (JV)	TP.HCM	26.2	4,327	65.1%	50%	Đang xây dựng và mở bán, dự kiến mở bán khu CC5 vào 6 tháng đầu năm 2025
2	Akari City	TP.HCM	8.8	5,096	71.5%	50%	Đang xây dựng và mở bán, dự kiến mở bán khu CC5 vào 6 tháng đầu năm 2025
3	Southgate (Waterpoint P.1)	Long An	165	>7,607	40.9%	65%	Đang xây dựng và mở bán, đang điều chỉnh số lượng căn hộ Flora
4	Izumi City (Waterfront)	Đồng Nai	170	10,618	2.6%	65%	Đã bàn giao 181/275 căn hộ trong giai đoạn 1, xin cấp phép quy hoạch 1/500 mới
5	Paragon (JV)	Đồng Nai	45	566	0.0%	50%	Dự kiến ra mắt vào nửa cuối năm 2025
6	The Cần Thơ	Cần Thơ	43	2,471	21.7%	100%	Ehomes đang xây dựng, mở bán lại các căn hộ thấp tầng từ Q4/2024
7	VSIP Hải Phòng	Hải Phòng	22	2,898	0.0%	50%	Đang giai đoạn thủ tục pháp lý
8	Waterpoint giai đoạn 2	Long An	190	Đã được điều chỉnh	0.0%	100%	Quỹ đất sạch
Tổng cộng			670	>40,000			

Nguồn: NLG, HSC

Bảng 21: Dự báo lợi nhuận Q4/2024/2024, NLG

Lợi nhuận trong Q4/2024 đến từ 2 dự án Akari và Cần Thơ

Tỷ đồng	9T23	Q4/23	9T24	Q4/2024	So với cùng kỳ	Dự báo 2024 của HSC	Tăng trưởng
Doanh thu	1545	1,636	827	4,223	158.1%	5,050	58.8%
Lợi nhuận thuần	194	290	15	518	78.6%	533	10.1%

Nguồn: HSC

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 533 tỷ đồng, tăng trưởng 10,2%. Đa phần lợi nhuận năm 2024 dự kiến được ghi nhận trong Q4/2024 (Bảng 21) do NLG đẩy mạnh hoạt động bàn giao tại các dự án Akari City và Cần Thơ.

Lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 được dự báo đạt 571 tỷ đồng (tăng trưởng 7,2%) và 586 tỷ đồng (tăng trưởng 2,6%). Dự án Cần Thơ (43 ha, Cần Thơ), Akari City (9 ha, TP.HCM) và Southgate (165 ha, Long An) dự kiến là những dự án chính đóng góp vào lợi nhuận năm 2025-2026.

Nhìn chung, HSC dự báo lợi nhuận thuần/lợi nhuận HDKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 đạt 6,6%/8,6%. Chúng tôi trình bày dự báo lợi nhuận mới đối với NLG trong Bảng 22.

HSC nhận thấy rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo do đà phục hồi về nhu cầu mua BĐS chậm hơn dự kiến tại các tỉnh loại 2 (Đồng Nai, Cần Thơ, Long An), ảnh hưởng đến doanh số bán nhà.

Bảng 22: Lợi nhuận theo dự báo mới, NLG

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần/lợi nhuận HDKD cốt lõi giai đoạn 2023-2026 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 6,6% và 6,8%

Tỷ đồng	2023	2024	Tăng trưởng	2025	Tăng trưởng	2026	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	3,181	5,050	58.7%	6,019	19.2%	5,350	-11.1%
Lợi nhuận gộp	1,562	2,241	43.5%	2,841	26.8%	2,649	-6.7%
Thu nhập tài chính	246	331	34.4%	102	-69.3%	100	-1.4%
Thu nhập từ LDLK	418	90	-78.5%	16	-82.2%	48	200.5%
Lợi nhuận thuần	484	533	10.2%	571	7.2%	586	2.6%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	27	38	40.7%	-	-100%	-	-
Lợi nhuận thuần cốt lõi	457	495	8.3%	571	15.3%	586	-12.9%

Nguồn: HSC

Giảm 12% giá mục tiêu; nâng khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 41.200đ (tiềm năng tăng giá 25,4%), do tăng giá định chiết khấu so với ước tính RNAV (lên 25% từ 15%) để phù hợp với mức chiết khấu so với ước tính RNAV trong quá khứ (33%) cũng như phản ánh rủi ro liên quan đến nhu cầu tại các tỉnh lân cận như Long An và Cần Thơ thấp hơn kỳ vọng, từ đó ảnh hưởng đến doanh số bán nhà và dòng tiền.

Các giả định chính như sau:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá các dự án đang triển khai, bao gồm Southgate (Waterpoint 165ha), Akari City, Mizuki Park, Cần Thơ 1, VSIP, Paragon và Izumi (Waterfront).
- Đối với quỹ đất còn lại – Vàm Cỏ Đông hoặc Waterpoint giai đoạn 2 – chúng tôi áp dụng phương pháp định giá so sánh do chưa nhận được kế hoạch phát triển chi tiết của 2 dự án này. Chúng tôi cũng áp dụng giá chào bán bình quân đối với đất nông nghiệp ở Long An với mức chiết khấu thanh khoản thấp là 20% do diện tích đất lớn (190ha).

- Đối với các tài sản và quỹ đất khác, chúng tôi định giá theo giá trị sổ sách do có rất ít thông tin về các khoản này.
- Giả định WACC của VHM là 12,2% (không đổi). Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 9%, 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%.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 23: Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh trong Bảng 24 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 25.

Bảng 23: Định giá (tỷ đồng), NLG

Dự án	Tỷ lệ sở hữu của NLG	Cuối năm 2025	Phương pháp
Southgate	65%	1,168	DCF
Waterpoint phase 2	100%	4,169	Comparable
Akari City	50%	883	DCF
Paragon	50%	2,350	DCF
Mizuki Park	50%	560	DCF
Izumi	65%	10,378	DCF
Capital Tower	100%	268	NOI/Cap rate
VSIP	50%	1,764	DCF
Cần Thơ 1	100%	914	DCF
Dự án khác	100%	858	Book value
Tổng giá trị tài sản		23,311	
(-) Tiền mặt/(nợ) thuần		(2,245)	
RNAV		21,066	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		384.1	
RNAV/cổ phiếu (đồng)		54,800	
Chiết khấu so với RNAV		25%	
Giá mục tiêu (đồng)		41,200	

Nguồn: HSC

Bảng 24: Phân tích độ nhạy, NLG (đồng/cp)

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 9%

		Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 9%				
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	43,100	42,600	42,100	41,600	41,100
	3.5%	42,700	42,100	41,600	41,200	40,700
	4.0%	42,200	41,700	41,200	40,800	40,300
	4.5%	41,800	41,300	40,800	40,300	39,900
	5.0%	41,400	40,800	40,300	39,900	39,500

Nguồn: HSC

Bảng 25: Phân tích độ nhạy đối với các giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	5.0%	15.0%	25%	35.0%	45.0%
Giá mục tiêu (đồng)	52,200	49,400	41,200	43,900	41,200
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	58.7%	50.2%	25.4%	33.4%	25.2%

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9,5% trong vòng 1 tháng qua và giảm 17,4% kể từ khi chúng tôi phát hành báo cáo gần nhất vào tháng 10/2024 (hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào), NLG đang giao dịch với mức chiết khấu 40% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 33%.

HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 41.200đ (tiềm năng tăng giá 25,4%), do tăng giả định chiết khấu so với ước tính RNAV (lên 25% từ 15%) để phù hợp với mức chiết khấu so với ước tính RNAV trong quá khứ (33%) cũng như phản ánh rủi ro liên quan

đến nhu cầu tại các tỉnh lân cận như Long An và Cần Thơ thấp hơn kỳ vọng, từ đó ảnh hưởng đến doanh số bán nhà và dòng tiền.

Tuy nhiên, HSC nhận thấy giá trị ở quỹ đất dồi dào (đã trả gần hết tiền sử dụng đất) đã giúp NLG nổi bật so với các doanh nghiệp phát triển BĐS khác trong bối cảnh luật đất đai mới làm tăng chi phí đất cho các dự án. Nhờ giá cổ phiếu giảm mạnh, chúng tôi nhận thấy NLG đang giao dịch với mức giá thấp. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với NLG lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá là 25,4%.

Biểu đồ 26: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, NLG

NLG đang giao dịch với chiết khấu 40% so với RNAV, so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 33%



Ghi chú: đường màu đỏ là chiết khấu của thị giá so với RNAV bình quân 3 năm gần nhất
 Nguồn: HSC

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	4,339	3,181	5,050	6,019	5,350
Lợi nhuận gộp	1,984	1,562	2,241	2,841	2,649
Chi phí BH&QL	(1,155)	(980)	(1,302)	(1,443)	(1,350)
Thu nhập khác	28.8	26.6	37.6	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	858	608	977	1,398	1,300
Lãi vay thuần	187	(58.5)	68.2	(171)	(171)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	24.5	418	90.1	16.1	48.3
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,070	968	1,135	1,243	1,177
Chi phí thuế TNDN	(204)	(168)	(209)	(245)	(223)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(309)	(317)	(393)	(426)	(368)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	556	484	533	571	586
Lợi nhuận thuần ĐC	524	456	503	539	553
EBITDA ĐC	894	659	1,017	1,438	1,340
EPS (đồng)	1,448	1,257	1,384	1,482	1,521
EPS ĐC (đồng)	1,364	1,186	1,305	1,397	1,434
DPS (đồng)	859	200	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	384	385	385	385	385
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	384	385	385	385	385
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	384	385	385	385	385

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	3,773	2,540	3,421	2,601	2,124
Đầu tư ngắn hạn	987	1,050	1,050	1,050	1,050
Phải thu khách hàng	3,570	3,634	4,545	4,818	4,493
Hàng tồn kho	14,828	17,348	16,892	16,688	17,908
Các tài sản ngắn hạn khác	330	736	883	928	974
Tổng tài sản ngắn hạn	23,489	25,309	26,791	26,085	26,549
TSCĐ hữu hình	66.6	63.8	61.0	58.2	55.4
TSCĐ vô hình	87.1	82.4	77.7	73.0	68.2
Bất động sản đầu tư	236	299	288	277	266
Đầu tư dài hạn	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,034	2,217	2,464	2,663	3,448
Tài sản dài hạn khác	1,173	628	843	1,066	1,368
Tổng tài sản dài hạn	3,599	3,293	3,736	4,139	5,208
Tổng cộng tài sản	27,088	28,602	30,526	30,224	31,757
Nợ ngắn hạn	1,804	2,402	2,459	2,569	2,796
Phả trả người bán	981	1,175	1,019	1,153	980
Nợ ngắn hạn khác	2,468	2,246	2,212	2,318	2,434
Tổng nợ ngắn hạn	8,851	9,887	11,664	10,273	10,771
Nợ dài hạn	3,375	3,705	3,114	3,426	3,758
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,050	1,049	1,049	1,049	1,049
Nợ dài hạn khác	476	380	380	353	294
Tổng nợ dài hạn	4,902	5,135	4,544	4,828	5,102
Tổng nợ phải trả	13,773	15,074	16,260	15,153	15,925
Vốn chủ sở hữu	8,990	9,383	9,729	10,107	10,500
Lợi ích cổ đông thiểu số	4,325	4,145	4,538	4,964	5,332
Tổng vốn chủ sở hữu	13,315	13,528	14,267	15,071	15,833
Tổng nợ phải trả và VCSH	27,088	28,602	30,526	30,224	31,757
BVPS (đ)	23,407	24,386	25,247	26,229	27,249
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,406	3,567	2,153	3,394	4,430

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	858	608	977	1,398	1,300
Khấu hao	(35.6)	(51.0)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
Lãi vay thuần	187	(58.5)	68.2	(171)	(171)
Thuế TNDN đã nộp	(211)	(333)	(209)	(245)	(223)
Thay đổi vốn lưu động	(1,519)	(2,116)	1,118	(1,615)	(671)
Khác	(77.5)	99.2	0	(27.6)	(58.3)
LCT thuần từ HKKD	(1,031)	(2,186)	1,663	(723)	117
Đầu tư TS dài hạn	(73.0)	(26.9)	(236)	(245)	(324)
Góp vốn & đầu tư	(810)	(880)	(157)	(183)	(736)
Thanh lý	1,181	233	230	0	14.8
Khác	154	896	101	102	85.3
LCT thuần từ HĐĐT	452	222	(62.3)	(326)	(960)
Cổ tức trả cho CSH	(521)	(187)	(192)	(193)	(193)
Thu từ phát hành CP	187	0	5.72	0	0
Tăng/giảm nợ	1,574	918	(534)	421	560
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	1,241	731	(721)	229	367
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,112	3,773	2,540	3,421	2,601
LCT thuần trong kỳ	662	(1,233)	880	(820)	(476)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,773	2,540	3,421	2,601	2,124
Dòng tiền tự do	(1,104)	(2,213)	1,427	(967)	(207)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	45.7	49.1	44.4	47.2	49.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	20.6	20.7	20.1	23.9	25.0
Tỷ suất LNT (%)	12.8	15.2	10.6	9.49	11.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.1	17.3	18.4	19.7	18.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	(16.6)	(26.7)	58.7	19.2	(11.1)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(28.3)	(26.2)	54.2	41.4	(6.82)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(48.5)	(12.9)	10.2	7.17	2.61
Tăng trưởng EPS (%)	(55.6)	(13.2)	10.1	7.09	2.61
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(56.0)	(13.1)	10.1	7.09	2.61
Tăng trưởng DPS (%)	38.8	(76.7)	150	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	59.3	15.9	36.1	33.7	32.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.21	5.27	5.58	5.76	5.69
ROACE (%)	4.81	3.29	5.20	7.20	6.35
Vòng quay tài sản (lần)	0.17	0.11	0.17	0.20	0.17
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.20)	(3.59)	1.70	(0.52)	0.09
Số ngày tồn kho	2,298	3,910	2,195	1,917	2,420
Số ngày phải thu	553	819	591	553	607
Số ngày phải trả	152	265	132	132	132
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	52.0	78.7	81.0	73.0	83.3
Nợ/tài sản (%)	31.2	34.7	37.0	33.0	34.2
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	10.4	N/a	8.17	7.59
Nợ/EBITDA (lần)	9.45	15.0	11.1	6.94	8.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.65	2.56	2.30	2.54	2.46
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.23	5.09	2.93	2.67	3.19
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.7	24.6	14.6	11.2	12.8
P/E (lần)	22.7	26.1	23.7	22.2	21.6
P/E ĐC (lần)	24.1	27.7	25.2	23.5	22.9
P/B (lần)	1.40	1.35	1.30	1.25	1.21
Lợi suất cổ tức (%)	2.61	0.61	1.52	1.52	1.52

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

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

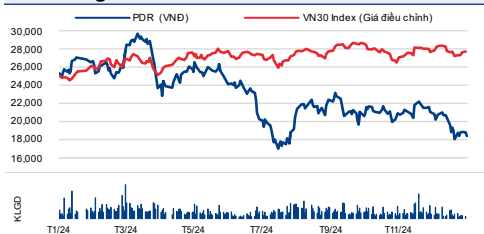
Giá mục tiêu: VND25,200 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 37.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/1/2025)	18,400
Mã Bloomberg	PDR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,000-29,770
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,683
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	16,066
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	636
Slg CP lưu hành (tr.đv)	873
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	428
Slg CP NN được mua (tr.đv)	403
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.83%
Tỷ lệ freefloat	44.3%
Cổ đông lớn	Nguyễn Văn Đạt (43.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(12.4)	(10.7)	(26.2)
So với chỉ số	(12.2)	(7.74)	(33.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	660	677	(2.5)
2025F	689	711	(3.1)
2026F	741	1,425	(48.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PDR là nhà phát triển bất động sản dân dụng và nghỉ dưỡng tập trung vào các dự án thuộc phân khúc cao cấp và trung cấp trải dài từ miền Trung đến miền Nam

Nam

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản

trang.bt@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

Nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ định giá

- Giá cổ phiếu PDR giảm 10% trong 3 tháng qua và giảm 12% kể từ khi HSC phát hành Báo cáo doanh nghiệp vào đầu tháng 11/2024. Với tiềm năng tăng giá 34% tại giá mục tiêu VND25,200 (SoTP), chúng tôi nâng khuyến nghị đối với PDR lên Mua vào.
- Chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2024-2026, với lợi nhuận thuần lần lượt giảm 24% xuống 518 tỷ trong năm 2024, tăng 23% lên 637 tỷ trong năm 2025 và tăng 8% lên 685 tỷ trong năm 2026. Doanh số bán nhà dự kiến sẽ đến từ 2 dự án chính: Bắc Hà Thanh và Bình Dương Tower (Q1/2025).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 1 tháng qua và đang có mức giá thấp, PDR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,9 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 39,5 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch ở mức chiết khấu 40,8% so với RNAV dự phóng (mức chiết khấu bình quân từ khi mới khuyến nghị lần đầu là 30,4%).

Sự kiện: Mở bán thành công dự án Bắc Hà Thanh (giai đoạn 1)

Phí sử dụng đất cho toàn dự án Bắc Hà Thanh (43,1 ha) đã được xác định. PDR đã thanh toán tiền sử dụng đất cho Giai đoạn 1 (92 căn shophouse và 535 lô đất nền) và đã nhận được giấy phép mở bán.

Sau đó, Công ty mở bán 181 lô đất nền và 92 căn shophouse với tỷ lệ hấp thụ 100% vào ngày 3/12/2024. Công ty dự kiến ghi nhận doanh thu khoảng 1 nghìn tỷ đồng trong Q4/2024. Số lô đất nền còn lại của Giai đoạn 1 và Giai đoạn 2 (khoảng 1.150 lô) sẽ được mở bán và ghi nhận doanh thu trong năm 2025.

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

HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2024, với lợi nhuận thuần đạt 518 tỷ đồng (giảm 28,9% so với cùng kỳ). Ngoại trừ các khoản lợi nhuận không thường xuyên 315 tỷ đồng (liên quan đến hoạt động bán cổ phần công ty liên kết), chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2024 của Công ty đạt 203 tỷ đồng, chuyển biến tích cực từ lỗ HĐKD cốt lõi 70 tỷ đồng trong năm 2023. Dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 được giữ nguyên ở mức 637 tỷ đồng (tăng trưởng 23%) và 685 tỷ đồng (tăng trưởng 8%).

Dự báo EPS của chúng tôi thấp hơn 3% so với bình quân thị trường cho năm 2024-2025, trong khi thấp hơn 48% bình quân thị trường cho năm 2026.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu PDR giảm 11% trong 3 tháng qua và giảm 16% kể từ khi HSC phát hành Báo cáo doanh nghiệp vào tháng 11/2024, khi thị trường điều chỉnh và thành viên BLĐ bán ra cổ phiếu. Tuy nhiên, trong buổi trao đổi với Công ty, chúng tôi được biết, đó là những cổ phiếu ESOP hết thời hạn chế giao dịch và được bán để phục vụ cho nhu cầu tài chính cá nhân. Hoạt động này không đại diện cho quan điểm của BLĐ Công ty. Chúng tôi cho rằng thị trường đã phản ứng thái quá trước thông tin này.

PDR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,9 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 39,5 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch ở mức chiết khấu 40,8% so với RNAV dự phóng (mức chiết khấu bình quân từ khi mới khuyến nghị lần đầu là 30,4%). Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 25.200đ. Với tiềm năng tăng giá 34%, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	885	373	468	1,094	1,113
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,137	684	518	637	685
EPS ĐC (đồng)	1,363	854	660	689	741
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,135	12,887	13,037	13,767	14,551
EV/EBITDA ĐC (lần)	18.7	43.5	40.1	17.8	16.3
P/E ĐC (lần)	13.5	21.5	27.9	26.7	24.8
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.52	1.43	1.41	1.34	1.26
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(55.4)	(37.3)	(22.7)	4.38	7.60
ROAE (%)	15.0	7.74	4.96	5.44	5.54

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

Mở bán dự án đúng tiến độ, định giá thấp

HSC giữ nguyên giá mục tiêu 25.200đ, nhưng nâng khuyến nghị đối với PDR lên Mua vào do giá cổ phiếu giảm một cách bất hợp lý trong thời gian gần đây và mang lại tiềm năng tăng giá 34%. Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2024-2026, với lợi nhuận thuần lần lượt giảm 24% xuống 518 tỷ đồng trong năm 2024, tăng 23% lên 637 tỷ đồng trong năm 2025 và tăng 8% lên 685 tỷ đồng trong năm 2026. Doanh số bán nhà dự kiến sẽ đến từ 2 dự án chính: Bắc Hà Thanh và Bình Dương Tower (Q1/2025). Chúng tôi tin rằng các yếu tố nền tảng còn nguyên vẹn, rủi ro quản trị doanh nghiệp thấp của PDR, cũng như kế hoạch mở bán hai dự án lớn trong năm 2025 sẽ cải thiện dòng tiền.

Tiếp tục mở bán dự án Bắc Hà Thanh

Bắc Hà Thanh: PDR đã mở bán thành công Giai đoạn 1 của dự án Bắc Hà Thanh vào ngày 3/12/2024, với tỷ lệ hấp thụ 100% và 181 căn hộ được bán ra. Tính đến ngày 16/12/2024, Công ty đã ký hợp đồng mua bán cho 92 căn shophouse. BLĐ Công ty kỳ vọng sẽ ghi nhận khoảng 1 nghìn tỷ đồng doanh thu trong Q4/2024. Số lô đất nền còn lại của Giai đoạn 1 và Giai đoạn 2 (khoảng 1.150 lô) sẽ được mở bán và ghi nhận doanh thu trong năm 2025.

Dự án Bình Dương Tower: Tiến độ xây dựng đang được đẩy mạnh (Hình 27-28). Công ty đang làm việc với cơ quan chức năng để xác định tiền sử dụng đất. Chúng tôi kỳ vọng sẽ có kết quả trong Q1/2025 và mở bán sau đó.

Hình 27: Dự án Bình Dương Tower



Nguồn: PDR, HSC Research

Hình 28: Dự án Bình Dương Tower



Nguồn: PDR, HSC Research

Bảng 29: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận 2024-2026, PDR

Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2023-26 CAGR
Tổng doanh thu	618	1,334	116.0%	2,327	74.5%	2,444	5.0%	58.2%
Lợi nhuận gộp	544	685	26.1%	1,376	100.7%	1,444	5.0%	38.5%
LNST	682	542	-20.6%	663	22.3%	713	7.6%	1.5%
Lợi nhuận thuần	684	518	-24.2%	637	22.9%	685	7.5%	0.0%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	754	315	-	-	-58.2%	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục rỗng không thường xuyên	(70)	203	N/m	637	213.6%	685	7.5%	N/m

Nguồn: HSC ước tính

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận

HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2024, với lợi nhuận thuần đạt 518 tỷ đồng (giảm 28,9% so với cùng kỳ). Ngoại trừ các khoản lợi nhuận không thường xuyên 315 tỷ đồng (liên quan đến hoạt động bán cổ phần công ty liên kết), chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2024 của Công ty đạt 203 tỷ đồng, chuyển biến tích cực từ lỗ HĐKD cốt lõi 70 tỷ đồng trong năm 2023. Dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 được giữ nguyên ở mức 637 tỷ đồng (tăng trưởng 23%) và 685 tỷ đồng (tăng trưởng 8%).

Dự báo cho giai đoạn 2024-2026 cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 1,5%.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giữ nguyên giá mục tiêu 25.200đ theo phương pháp SOTP nhưng nâng khuyến nghị đối với PDR lên Mua vào do giá cổ phiếu giảm một cách bất hợp lý trong thời gian gần đây (theo quan điểm của chúng tôi) và mang lại tiềm năng tăng giá 34%.

Tiến triển trong quá trình tái cấu trúc của PDR được minh chứng bằng việc mở bán thành công dự án Bắc Hà Thanh Giai đoạn 1 và đẩy nhanh việc hoàn tất thủ tục pháp lý và công tác xây dựng tại dự án Bình Dương Tower. Chúng tôi tin rằng các yếu tố cơ bản của PDR vẫn không đổi cũng như bất cứ tiến triển nào trong quá trình tái cấu trúc sẽ giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

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

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để tính toán giá trị của các dự án BĐS nhà ở đang trong giai đoạn phát triển và LN thuần HĐKD/tỷ suất chiết khấu LN thuần của các dự án BĐS nghỉ dưỡng.
- Giả định WACC của PDR là 10,5% (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%, 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%. Hệ số beta là 0,8 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 10,5%.

HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 20% so với ước tính RNAV dự phóng để xác định giá mục tiêu mới. Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá trong Bảng 31.

Bảng 30: Định giá, PDR

Dự án	% tỷ lệ sở hữu của PDR	Định giá (năm 2025)	Phương pháp
Cadia Quy Nhơn	94%	966	DCF
Bắc Hà Thanh	100%	1,046	DCF
Bình Dương Tower	100%	7,846	DCF
Paulo Condo	100%	3,471	DCF
Trần Phú	100%	606	NOI/Cap rate
Các dự án khác	100%	14,638	Book value
Tổng giá trị tài sản		30,747	
(-) Nợ thuần		(3,366)	
Tiền mặt		839	
Nợ		(4,205)	
RNAV		27,381	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		873.1	
RNAV/cổ phiếu		31,400	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV		20%	
Giá mục tiêu		25,200	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 31: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

Giả định tỷ lệ chiết khấu	0%	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	31,400	28,300	25,200	22,000	18,900	15,700
Tiềm năng tăng/giảm giá	47.1%	32.6%	18.0%	3.0%	-11.5%	-26.5%

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu PDR giảm 11% trong 3 tháng qua và giảm 16% kể từ khi HSC phát hành Báo cáo doanh nghiệp vào tháng 11/2024, khi thị trường điều chỉnh và thành viên BLĐ bán ra cổ phiếu. Cụ thể, ông Bùi Quang Anh Vũ, thành viên HĐQT kiêm Tổng giám đốc PDR, đã hoàn tất việc bán toàn bộ 1,4 triệu cổ phiếu PDR đang nắm giữ từ ngày

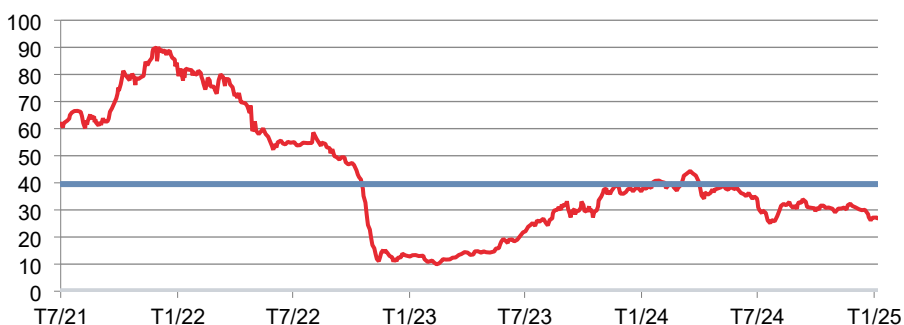
15/1/2025 đến ngày 20/1/2025, thu về 27 tỷ đồng. Sau giao dịch, ông Vũ không còn nắm giữ cổ phiếu PDR nào.

Trao đổi với Công ty, chúng tôi được biết, đó là những cổ phiếu ESOP hết thời gian hạn chế giao dịch và được bán để phục vụ cho nhu cầu tài chính cá nhân trước dịp Tết Nguyên Đán. Hoạt động này không đại diện cho quan điểm của BLĐ Công ty. Chúng tôi cho rằng thị trường đã phản ứng thái quá trước thông tin này.

PDR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,9 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 39,5 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch ở mức chiết khấu 40,8% so với RNAV dự phóng. RNAV dự phóng (mức chiết khấu bình quân từ khi mới đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 là: 30,4%). Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây.

Biểu đồ 32: P/E trượt dự phóng 1 năm, PDR

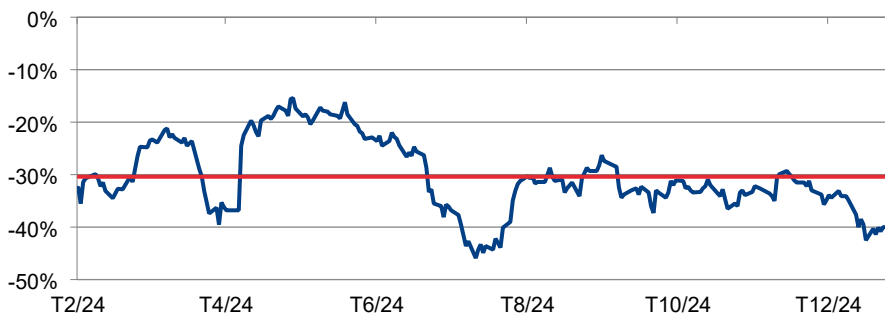
PDR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,9 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 39,5 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 33: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

PDR hiện giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 40,8% (giá trị bình quân từ T2/2024 là 30,4%)



Nguồn: HSC ước tính

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	1,505	618	1,334	2,327	2,444
Lợi nhuận gộp	1,277	544	685	1,376	1,444
Chi phí BH&QL	(301)	(214)	(229)	(299)	(350)
Thu nhập khác	(106)	30.0	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	871	360	457	1,077	1,094
Lãi vay thuần	612	553	249	(213)	(165)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(0.06)	(23.2)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,482	889	706	864	929
Chi phí thuế TNDN	(322)	(207)	(164)	(201)	(216)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(23.4)	1.56	(23.4)	(25.7)	(28.3)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,137	684	518	637	685
Lợi nhuận thuần ĐC	1,082	684	488	601	647
EBITDA ĐC	885	373	468	1,094	1,113
EPS (đồng)	1,693	1,009	702	729	784
EPS ĐC (đồng)	1,363	854	660	689	741
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	672	678	739	873	873
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	672	739	873	873	873
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	794	873	873	873	873

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	262	505	845	824	574
Đầu tư ngắn hạn	9.37	15.4	15.4	15.4	15.4
Phải thu khách hàng	5,650	4,115	5,888	7,804	10,956
Hàng tồn kho	12,181	12,200	13,063	15,281	19,445
Các tài sản ngắn hạn khác	114	81.5	85.6	89.9	94.4
Tổng tài sản ngắn hạn	18,217	16,916	19,897	24,014	31,085
TSCĐ hữu hình	30.4	23.2	349	382	417
TSCĐ vô hình	7.75	3.87	398	422	447
Bất động sản đầu tư	66.3	64.8	64.8	64.1	63.4
Đầu tư dài hạn	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,773	1,199	1,199	1,199	1,199
Tài sản dài hạn khác	2,746	2,858	2,364	2,530	2,672
Tổng tài sản dài hạn	4,627	4,151	4,378	4,600	4,802
Tổng cộng tài sản	22,843	21,068	24,275	28,615	35,886
Nợ ngắn hạn	2,668	815	582	1,036	425
Phả trả người bán	457	243	2,135	3,134	3,291
Nợ ngắn hạn khác	6,324	7,917	6,903	6,298	5,749
Tổng nợ ngắn hạn	11,029	9,177	9,821	13,297	20,765
Nợ dài hạn	1,772	2,290	2,968	3,169	2,260
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	782	21.0	21.0	21.0	21.0
Tổng nợ dài hạn	2,554	2,311	2,989	3,190	2,281
Tổng nợ phải trả	13,583	11,488	12,810	16,487	23,046
Vốn chủ sở hữu	8,151	9,521	11,383	12,020	12,705
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,110	58.2	81.5	107	136
Tổng vốn chủ sở hữu	9,261	9,579	11,465	12,128	12,840
Tổng nợ phải trả và VCSH	22,843	21,068	24,275	28,615	35,886
BVPS (đ)	12,135	12,887	13,037	13,767	14,551
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,178	2,600	2,705	3,381	2,111

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	871	360	457	1,077	1,094
Khấu hao	(14.0)	(12.7)	(11.8)	(17.3)	(18.2)
Lãi vay thuần	612	553	249	(213)	(165)
Thuế TNDN đã nộp	(261)	(321)	(164)	(201)	(216)
Thay đổi vốn lưu động	(3,979)	791	(1,764)	(1,117)	759
Khác	80.4	(0.38)	15.2	(35.9)	(37.7)
LCT thuần từ HKKD	(3,779)	425	(1,640)	(502)	1,423
Đầu tư TS dài hạn	(80.9)	(105)	(253)	(204)	(182)
Góp vốn & đầu tư	(1,818)	(3.84)	0	0	0
Thanh lý	4,475	600	394	0	0
Khác	8.53	(1.78)	50.5	29.6	28.8
LCT thuần từ HĐĐT	2,585	490	192	(175)	(153)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	2.59	682	1,343	0	0
Tăng/giảm nợ	959	(1,354)	444	656	(1,520)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	962	(672)	1,788	656	(1,520)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	494	262	505	845	824
LCT thuần trong kỳ	(232)	243	340	(21.1)	(250)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	262	505	845	824	574
Dòng tiền tự do	(3,860)	320	(1,892)	(706)	1,242

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	84.9	88.0	51.4	59.1	59.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	58.8	60.3	35.1	47.0	45.5
Tỷ suất LNT (%)	75.6	111	38.9	27.4	28.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.7	23.3	23.3	23.3	23.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(58.4)	(59.0)	116	74.5	5.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(64.8)	(57.9)	25.8	134	1.70
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(39.2)	(36.8)	(28.7)	23.4	7.60
Tăng trưởng EPS (%)	(47.1)	(40.4)	(30.5)	3.99	7.48
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(55.4)	(37.3)	(22.7)	4.38	7.60
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.0	7.74	4.96	5.44	5.54
ROACE (%)	7.37	3.04	3.47	7.23	7.19
Vòng quay tài sản (lần)	0.07	0.03	0.06	0.09	0.08
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(4.34)	1.18	(3.59)	(0.47)	1.30
Số ngày tồn kho	19,560	60,238	7,354	5,860	7,101
Số ngày phải thu	9,072	20,318	3,315	2,993	4,001
Số ngày phải trả	733	1,202	1,202	1,202	1,202
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	66.5	27.3	23.8	28.1	16.6
Nợ/tài sản (%)	24.9	14.8	14.6	14.7	7.48
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	5.05	6.62
Nợ/EBITDA (lần)	6.42	8.35	7.58	3.84	2.41
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.65	1.84	2.03	1.81	1.50
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	11.0	26.2	14.1	8.36	7.44
EV/EBITDA ĐC (lần)	18.7	43.5	40.1	17.8	16.3
P/E (lần)	10.9	18.2	26.2	25.2	23.5
P/E ĐC (lần)	13.5	21.5	27.9	26.7	24.8
P/B (lần)	1.52	1.43	1.41	1.34	1.26
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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