

Môi giới BĐS: Khởi đầu tích cực trong Q1/2025

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

- Được hỗ trợ bởi xu hướng dẫn đến sự phục hồi ấn tượng về nhu cầu tại Hà Nội và các tỉnh miền Bắc trong năm 2024, các công ty môi giới BĐS có uy tín như CRE và DXS đã ghi nhận chuyển biến lợi nhuận tích cực.
- HSC tiếp tục dự báo lợi nhuận sẽ cải thiện hơn nữa trong Q1/2025 nhờ đà phục hồi này. Mặc dù lợi nhuận năm 2025-2026 của CRE được điều chỉnh giảm (giữ nguyên đối với DXS), dự báo lần đầu cho năm 2027 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần của 2 công ty tăng trưởng lần lượt 15% và 24%.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với 2 cổ phiếu lựa chọn hàng đầu là DXS (tiềm năng tăng giá 18% lên giá mục tiêu không đổi là 8.500đ) và CRE (tiềm năng tăng giá 9% lên giá mục tiêu mới là 7.500đ). Cả hai có thể sẽ hưởng lợi từ khối lượng giao dịch được kỳ vọng sẽ tăng. Đáng lưu ý, việc DXG mở bán trở lại dự án Gem Riverside và khả năng DXS niêm yết công ty con Regal Group (DXS sở hữu 55% cổ phần) là những động lực tăng trưởng cho Công ty.t.

Những xu hướng được cải thiện nhờ những bước tiến trong năm 2024

Đà phục hồi của thị trường BĐS đã được thể hiện qua KQKD năm 2024 của 2 công ty môi giới trong danh sách khuyến nghị của HSC. Chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi này sẽ tiếp diễn trong Q1/2025 với khoảng 7.000 căn hộ được đưa vào thị trường tại miền Bắc, trong khi thị trường miền Nam thấp hơn với chỉ khoảng 350 căn hộ được mở bán. Nguồn cung căn hộ này tiếp tục đóng vai trò như nguồn cung tiềm năng lớn cho DXS và CRE tham gia vào các hoạt động môi giới, thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.

Triển vọng lợi nhuận tươi sáng hơn kéo sang năm 2027

Tác động tích cực từ tâm lý thị trường của năm 2024 đã thúc đẩy đà phục hồi tại các thành phố chính. HSC kỳ vọng đà phục hồi sẽ lan sang thị trường cấp tỉnh nhằm phản ánh tác động tích cực trên. Do đó, DXS – với mạng lưới trung tâm môi giới trên khắp cả nước và chiếm thị phần chi phối ở mức 30% – sẽ là đơn vị hưởng lợi lớn nhất.

Trong dài hạn hơn, chúng tôi tin rằng DXS và CRE (mặc dù đã giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026) đang đi trước đà phục hồi, nếu có thêm bất kỳ dấu hiệu phục hồi nào nữa cũng sẽ trực tiếp thúc đẩy KQKD của 2 công ty này. Ngoài ra, chúng tôi vẫn tin rằng các công ty môi giới BĐS hàng đầu sẽ hưởng lợi từ sự hợp nhất của ngành do Chính phủ siết chặt các quy định về hoạt động môi giới cá nhân.

DXS là lựa chọn hàng đầu, giảm giá mục tiêu CRE; khuyến nghị Tăng tỷ trọng cả hai cổ phiếu

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với cổ phiếu của 2 công ty môi giới BĐS hàng đầu DXS và CRE. Cả hai công ty đều có vị thế tốt trước xu hướng phục hồi của thị trường và sự hợp nhất của ngành. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu DXS nhờ có thị phần áp đảo trên toàn quốc để có triển vọng lợi nhuận tốt hơn và động lực tăng trưởng trong ngắn hạn từ hoạt động mở bán dự án Gem Riverside của công ty mẹ DXG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 15.800đ) và tiềm năng niêm yết công ty môi giới BĐS trực thuộc Regal Group (DXS sở hữu 55% cổ phần). Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu 8.500đ (tiềm năng tăng giá 18%), trong khi đó giảm 11% giá mục tiêu đối với CRE xuống 7.500đ (tiềm năng tăng giá 9%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 28/3.

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
CRE	6,910	Tăng tỷ trọng	-	7,500	-	8.54	23.9	13.4	0.56	0.54	-	-
DXS	7,200	Tăng tỷ trọng	-	8,500	-	18.1	17.7	11.8	0.66	0.63	6.94	6.94

*Giá cổ phiếu tại ngày 27/3/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Đà phục hồi dự kiến sẽ mạnh hơn; DXS là tâm điểm	3
KQKD năm 2024 của DXS và CRE phản ánh đà phục hồi của thị trường	3
Phân tích lợi nhuận Q1/2025: Kỳ vọng tăng trưởng vững chắc	4
Dự báo mới: Đưa ra dự báo cho năm 2027	5
Định giá và khuyến nghị: DXS là lựa chọn hàng đầu	6
Báo cáo thành phần	
CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (DXS)	8
CTCP Bất động sản Thế Kỷ (CRE)	13

Đà phục hồi dự kiến sẽ mạnh hơn; DXS là tâm điểm

Dựa trên những cải thiện về nguồn cung và tâm lý thị trường trong năm 2024, HSC dự báo đà phục hồi sẽ mạnh hơn trong giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi vẫn tin rằng các công ty môi giới BĐS hàng đầu như DXS và CRE sẽ hưởng lợi từ triển vọng cải thiện của ngành và giữ nguyên giá mục tiêu đối với DXS ở mức 8.500đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng (tiềm năng tăng giá 18%), trong khi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CRE nhưng giảm 11% giá mục tiêu xuống 7.500đ. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu DXS ở mức giá hiện tại do có (1) mạng lưới trung tâm môi giới rộng khắp trên cả nước với thị phần áp đảo 30%, (2) triển vọng lợi nhuận tích cực nhờ DXG mở bán trở lại dự án Gem Riverside và (3) khả năng niêm yết công ty con Regal Group (DXS sở hữu 55% cổ phần) lên sàn chứng khoán.

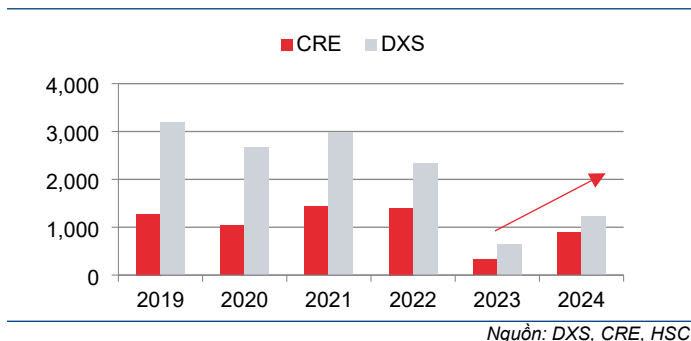
KQKD năm 2024 của DXS và CRE phản ánh đà phục hồi của thị trường

Niềm tin của nhà đầu tư cải thiện đã thúc đẩy khối lượng giao dịch trên thị trường, dẫn đến sự phục hồi doanh thu môi giới của các công ty môi giới BĐS trong danh sách khuyến nghị trong năm 2024. Kết thúc năm 2024, lợi nhuận thuần của DXS đạt 141 tỷ đồng, chuyển biến tích cực từ lỗ thuần 168 tỷ đồng trong năm 2023. CRE cũng ghi nhận lợi nhuận 42 tỷ đồng, tăng mạnh từ mức 2,5 tỷ đồng trong năm 2023.

Nhờ tâm lý thị trường cải thiện trong năm 2024, chúng tôi tái khẳng định quan điểm rằng các công ty môi giới BĐS đang bước vào giai đoạn tăng tốc trong một "chu kỳ tăng trưởng" mới, được hỗ trợ bởi nguồn cung dồi dào (khoảng 30.000 căn mỗi năm trong giai đoạn 2025-2027) cũng như tâm lý thị trường cải thiện sẽ thúc đẩy khối lượng giao dịch.

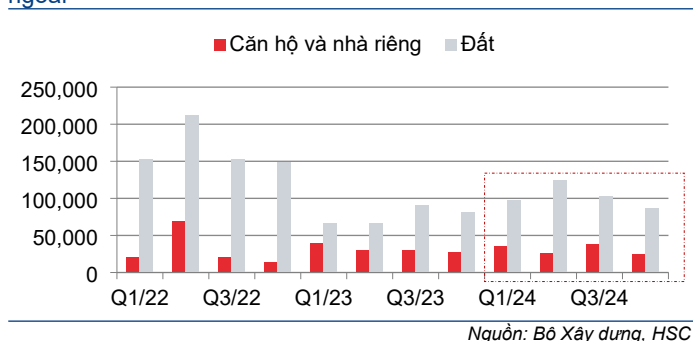
Biểu đồ 1: Doanh thu môi giới, DXS, CRE.

Doanh thu môi giới tăng ~2 lần so với năm ngoái



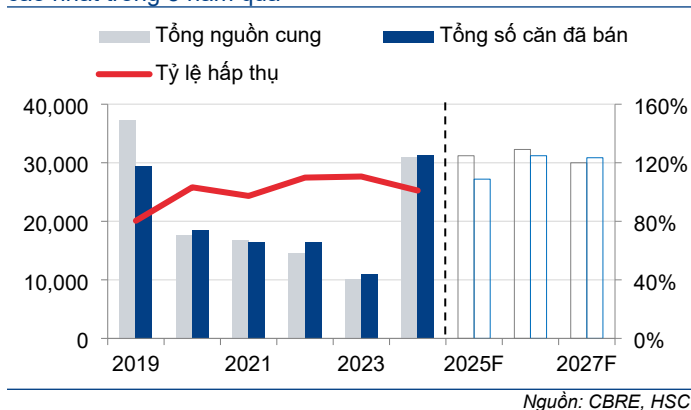
Biểu đồ 2: Tổng số giao dịch trên cả nước

Tổng số giao dịch năm 2024 cả nước tăng 24% so với năm ngoái



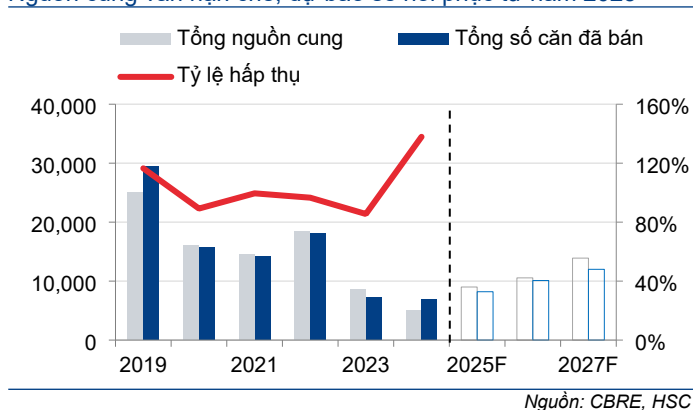
Biểu đồ 3: Tổng nguồn cung và số căn hộ đã bán, Hà Nội

Nguồn cung năm 2024 tăng 3 lần so với năm ngoái, mức cung cao nhất trong 5 năm qua

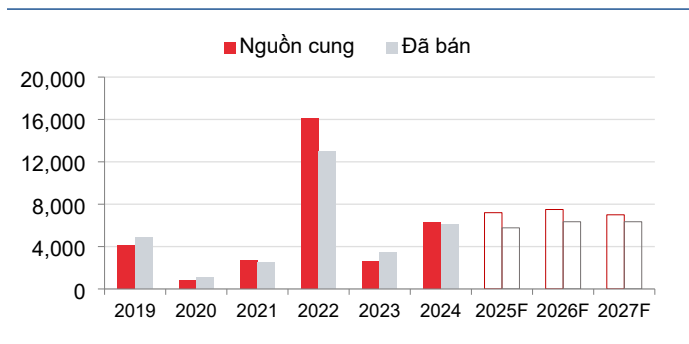


Biểu đồ 4: Tổng nguồn cung và số căn hộ đã bán, TP HCM

Nguồn cung vẫn hạn chế, dự báo sẽ hồi phục từ năm 2025

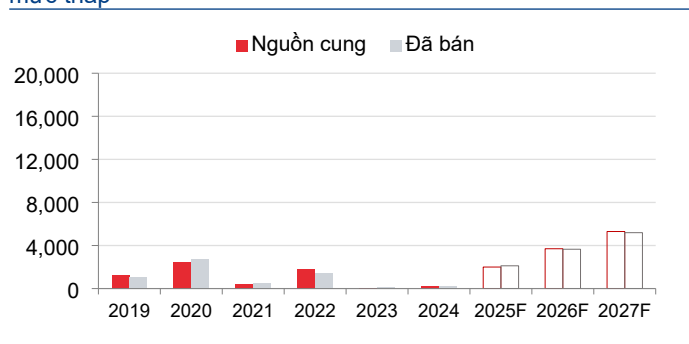


Biểu đồ 5: Nguồn cung quỹ đất và số căn đã bán, Hà Nội
 Nguồn cung lớn với tỷ lệ hấp thụ ổn định



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 6: Nguồn cung quỹ đất và số căn đã bán, TP.HCM
 Nguồn cung tăng mạnh 8 lần so với năm ngoái, nhưng vẫn ở mức thấp



Nguồn: CBRE, HSC

Phân tích lợi nhuận Q1/2025: Kỳ vọng tăng trưởng vững chắc

CRE: Có tiến triển; nhưng ý kiến kiểm toán ngoại trừ được giữ lại

HSC dự báo ý kiến kiểm toán ngoại trừ sẽ được giữ lại trong BCTC năm 2024 mặc dù CRE những bước tiến đáng kể trong việc giải quyết các vấn đề liên quan. Lưu ý, kiểm toán viên của CRE đưa ra ý kiến kiểm toán ngoại trừ liên quan đến các khoản phải thu tại các dự án BĐS Hoa Tiên Paradise và Louis City của Công ty. Kiểm toán viên đã đưa ra cảnh báo về các giao dịch với các đơn vị phát triển của hai dự án này do không có thông tin để đánh giá tác động của các khoản phải thu này đối với bảng CĐKT của CRE.

Trong năm 2024, Công ty đã thanh toán 78,4% tổng số tiền sử dụng đất 1.426 tỷ đồng của dự án Louis City. Kiểm toán viên đã giữ nguyên ý kiến kiểm toán ngoại trừ đối với dự án này. Công ty dự kiến sẽ thanh toán số tiền còn lại trong năm 2025 để bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án này.

Trong khi đó, Công ty đã thanh toán 17 tỷ đồng trong tổng số 70 tỷ đồng thuế hàng hóa & dịch vụ tại dự án Hoa Tiên Paradise. Công ty đang đề nghị loại bỏ các tài sản được hoãn thuế là 51 tỷ đồng, nên số tiền còn lại chưa thanh toán chỉ còn 3 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi loại bỏ chi phí dự phòng dự kiến cho các khoản phải thu tại dự án Hoa Tiên Paradise ra khỏi mô hình dự báo lợi nhuận, vì Công ty được kỳ vọng sẽ hoàn thành nghĩa vụ thuế trong nửa đầu năm 2025.

Trong thời gian tới, chúng tôi dự báo mảng môi giới cốt lõi của CRE vẫn sẽ hưởng lợi khi ngành đang dần hồi phục, mặc dù có phần chậm hơn vì các thị trường phục hồi mạnh nhất như Hà Nội sẽ ghi nhận sự cạnh tranh gay gắt, làm ảnh hưởng đến thị phần của CRE. Lợi nhuận Q1/2025 của CRE dự kiến đạt 17 tỷ đồng, tăng 11,6% so với cùng kỳ (Q1/2024 đạt 8 tỷ đồng) nhờ hoạt động mở bán tích cực tại thị trường miền Bắc (Biểu đồ 4) và việc tiếp tục ghi nhận doanh thu tại dự án Bình Minh Garden và Khe Cát Residential. Chúng tôi dự báo lợi nhuận nửa cuối năm 2025 sẽ tăng mạnh nhờ các vấn đề tại dự án Louis City và Hoa Tiên Paradise được giải quyết, tạo điều kiện cho việc ghi nhận doanh thu.

Bảng 7: Ước tính lợi nhuận thuần Q1/2025, ngành môi giới BĐS

Tỷ đồng	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25F	So với cùng kỳ	So với quý trước
CRE	8	8	14	11	17	119.1%	50.6%
DXS	31	38	35	36	45	44.2%	23.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Những dự án đáng chú ý ra mắt trong quý 1/2025 tại thị trường Hà Nội

Stt	Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Nhà phát triển	Tổng số sản phẩm	Giá (USD/m2)
1	Noble Crystal	Hà Nội	Cao tầng	Wonderland (Sunshine)	955	6,300-10,600
2	Endless Skyline West Lake	Hà Nội	Cao tầng	Nam Hung	150	4,000
3	The Ninety Complex	Hà Nội	Cao tầng	N/A	480	3,500
4	The Nelson Private Residence	Hà Nội	Cao tầng	HDMon and Indochina	175	5,300
5	The Charm An Hưng	Hà Nội	Cao tầng	An Hung Urban Investment	592	2,300
6	The Matrix Premium (The Matrix One Phase 2)	Hà Nội	Cao tầng	MIK	990	3,500-4,700
7	The Ultimate Global Residences	Hà Nội	Cao tầng	MIK	2,155	4,150
8	Masteri Grand Avenue	Hà Nội	Cao tầng	Masteri Homes	1,640	3,700-4,700
Tổng cộng					7,137	

Nguồn: HSC

DXS: Chờ mở bán dự án Gem Riverside

Việc công ty mẹ DXG mở bán dự án Datxanhhomes Riverside và sự hồi phục của thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ thúc đẩy triển vọng lợi nhuận năm 2025.

Công ty dự kiến sẽ mở rộng thị phần (hiện chiếm 20% trên toàn quốc) bằng cách đa dạng hóa sản phẩm từ các nhà phát triển lớn và nhỏ (trái ngược với chiến lược trước đó là tập trung vào các nhà phát triển nhỏ vốn có mức phí hoa hồng cao) do thị trường đang bị các nhà phát triển BĐS lớn như Vinhomes (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 48.200đ), Masterise Homes và CapitaLand chi phối. Điều này sẽ tạo ra tác động tiêu cực lên tỷ suất lợi nhuận nhưng mặt khác giúp giảm rủi ro các khoản phải thu khó đòi. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần của DXS đạt 45 tỷ đồng (tăng 44,2% so với cùng kỳ và tăng 23,6% so với quý trước).

Dự báo mới: Đưa ra dự báo cho năm 2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 đối với **DXS** lần lượt ở mức 233 tỷ đồng (tăng trưởng 66%) và 351 tỷ đồng (tăng trưởng 50,1%). Dự án Thủ Đức City (DXHR) của DXG dự kiến trở thành động lực tăng trưởng cho dịch vụ môi giới trọn gói của DXS. Công ty con của DXS là Đất Xanh Miền Tây (DXS sở hữu 61% cổ phần) đã mở bán 440 căn hộ cao tầng tại dự án Cara River Park tại thành phố Cần Thơ trong năm 2024, với tỷ lệ hấp thụ khoảng 70%. Hoạt động bàn giao và ghi nhận doanh thu dự kiến diễn ra trong năm 2026. Dự án này được dự báo sẽ đóng góp vào lợi nhuận của DXS từ năm 2026. Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận thuần đạt 433 tỷ đồng (tăng trưởng 23,4%). Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3Y ở mức 45,5% trong giai đoạn 2024-2027.

Trong khi đó, chúng tôi giảm lần lượt 30% và 31,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 đối với **CRE** xuống còn 134 tỷ đồng (tăng trưởng 219,1%) và 239 tỷ đồng (tăng trưởng 78,1%) – giảm lần lượt 50%/41% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi – sau khi giảm dự báo doanh thu môi giới do sức cạnh tranh ngày càng gia tăng làm ảnh hưởng đến thị phần của CRE và đóng góp ít hơn từ dịch vụ môi giới có đảm bảo (do có tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp). HSC loại bỏ chi phí dự phòng dự kiến cho các khoản phải thu tại dự án Hoa Tiên Paradise ra khỏi mô hình dự báo lợi nhuận, vì Công ty được kỳ vọng sẽ hoàn thành nghĩa vụ thuế trong nửa đầu năm 2025. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo cho năm 2027, với lợi nhuận thuần đạt 288 tỷ đồng (tăng trưởng 20,7%).

Mặc dù điều chỉnh giảm mạnh dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026, chúng tôi lưu ý rằng đà phục hồi của thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ thúc đẩy khối lượng giao dịch, nhất là trong bối cảnh thị trường BĐS miền Bắc có triển vọng tích cực hơn và việc ghi nhận 2 nghìn tỷ đồng doanh thu từ dự án Louis City. Những yếu tố trên sẽ hỗ trợ triển vọng lợi nhuận năm 2025-2026. Nhìn chung, dự báo cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 90% (so với mức nền rất thấp trong năm 2023).

Bảng 9: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các công ty môi giới BĐS HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2024A	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
CRE	42	134	-30.0%	219.0%	239	-31.6%	78.1%	288	20.7%
DXS	141	233	0.0%	66.0%	351	0.0%	50.3%	433	23.4%
Tổng cộng	183	367	-13.5%	101.2%	590	-15.8%	60.5%	721	22.3%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị: DXS là lựa chọn hàng đầu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giữ nguyên giá mục tiêu 8.500đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DXS, với tiềm năng tăng giá là 18%. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CRE nhưng giảm 10,7% giá mục tiêu xuống 7.500đ (tiềm năng tăng giá 9%) do giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026. Mặc dù cả DXS và CRE đều có tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo, nhất là trong bối cảnh ngành có vẻ đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng mới, chúng tôi chỉ đưa DXS vào danh sách cổ phiếu lựa chọn hàng đầu. HSC nhận thấy DXS có triển vọng lợi nhuận tích cực hơn trong khi CRE dự kiến có KQKD kém hơn và chưa giải quyết được vấn đề chúng tôi lo ngại là ý kiến kiểm toán ngoại trừ.

HSC sử dụng phương pháp DCF để định giá hai công ty trên. Chi tiết như sau:

- Lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4% (không đổi).
- 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.
- HSC áp dụng hệ số beta 1,6 lần (không đổi) đối với DXS và 0,9 lần (không đổi) đối với CRE (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giá định WACC đối với DXS là 16% (không đổi) và 13% (không đổi) đối với CRE.

Bảng 10: Giá định DCF, DXS & CRE

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

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Diễn biến giá cổ phiếu môi giới BĐS trong 1-3-12 tháng

(%)	1 tháng	3 tháng	12 tháng	Từ đầu năm
Giá trị tuyệt đối				
DXS	(1.9)	(0.6)	(3.4)	(0.0)
CRE	(3.4)	(13.1)	(29.5)	(11.4)
Tương quan với chỉ số				
DXS	(3.1)	(2.0)	(9.8)	0.9
CRE	(4.6)	(13.1)	(29.5)	(10.5)

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Phân tích chỉ số P/E và P/B,, DXS và CRE

	2025 P/E	2026 P/E	2025 P/B	P/B trượt dự phóng 1 năm	Độ lệch chuẩn so với P/B
CRE	26.0	14.6	0.61	0.55	-0.7
DXS	20.9	13.9	0.78	0.67	-0.8

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Phân tích chỉ số P/E, DXS và CRE

	Giá cổ phiếu (đồng)	EPS				2025 P/E	CAGR 2 năm (%)	PEG
		2024A	2025F	2026F	2027F			
CRE	6,910	91	289	515	621	23.9	46.6	0.51
DXS	7,200	260	407	611	754	17.7	36.1	0.49

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu của các công ty môi giới BĐS trong danh sách khuyến nghị giảm bình quân 5,7% kể từ đầu năm và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, giá cổ phiếu CRE giảm 11,4% và diễn biến kém tích cực hơn 10,5% so với chỉ số VN Index. Theo quan điểm của chúng tôi, giá cổ phiếu giảm có liên quan đến thông tin tiêu cực từ ý kiến kiểm toán ngoại trừ của CRE. Theo đó, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,55 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1 lần; trong khi DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,67 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,04 lần (Bảng 12).

CRE cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,1 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 51,1 lần trong khi đó P/E trượt dự phóng 1 năm của DXS là 15,6 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 29,7 lần. Cần lưu ý rằng chúng tôi loại bỏ mức định giá cao hơn 100 trong khi tính toán hệ số P/E do ảnh hưởng của bình quân lợi nhuận quá khứ của hai công ty trong năm vừa qua rất thấp.

Ngoài ra, chúng tôi áp dụng tỷ lệ PEG (P/E dự phóng năm 2025 / dự báo EPS CAGR 2 năm) để so sánh hai công ty (Bảng 13). Dựa trên cơ sở này, hệ số PEG của CRE là 0,51 trong khi DXS là 0,49. Mặc dù cả hai cổ phiếu đều được định giá thấp ở thời điểm hiện tại, DXS được định giá thấp hơn CRE do có tăng trưởng EPS cao hơn.

Khuyến nghị

Rõ ràng, chúng tôi thấy có nhiều tin tốt hơn tin xấu trong thời gian tới. 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 trở đi.

Chúng tôi tái khẳng định quan điểm rằng CRE và DXS là bên hưởng lợi từ thị trường BĐS nhà ở nhưng ưa thích cổ phiếu DXS hơn ở mức giá hiện tại do có (1) mạng lưới trung tâm môi giới rộng khắp cả nước với thị phần áp đảo 30%, (2) triển vọng lợi nhuận tích cực trong giai đoạn 2025-2027 được đóng góp từ doanh thu môi giới và doanh thu kinh doanh BĐS từ dự án Cara River Park tại thành phố Cần Thơ và (3) tiềm năng niêm yết công ty con Regal Group (DXS sở hữu 55% cổ phần) lên sàn chứng khoán.

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ8,500 (giữ nguyên)
Tiềm năng tăng/giảm: 18.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/3/2025)	7,200
Mã Bloomberg	DXS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	5,210-8,490
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	7,190
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,134
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	162
Slg CP lưu hành (tr.đv)	574
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	287
Slg CP NN được mua (tr.đv)	172
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	20.0%
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	(1.91)	0.56	(3.36)
So với chỉ số	(3.09)	(1.88)	(9.76)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	407	434	(6.3)
2026F	611	668	(8.6)
2027F	754	928	(18.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

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

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Triển vọng lợi nhuận vẫn tích cực; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DXS và giữ nguyên giá mục tiêu 8.500đ (tiềm năng tăng giá: 18%). Chúng tôi nhận thấy giá trị trong hoạt động môi giới BĐS mạnh mẽ của tập đoàn, vốn dự kiến sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi đang diễn ra tại thị trường BĐS nhà ở.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 lần lượt ở mức 233 tỷ đồng (tăng trưởng 66%) và 351 tỷ đồng (tăng trưởng 50%) và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận thuần đạt 433 tỷ đồng (tăng trưởng 23,5%).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng nhẹ 1% trong 3 tháng qua, DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,6 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 29,7 lần. Cổ phiếu có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,67 lần, vẫn thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi mới niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,04 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD năm 2024

Doanh thu và lợi nhuận thuần năm 2024 đạt lần lượt 2,4 nghìn tỷ đồng và 141 tỷ đồng, hoàn thành 92% và 100% dự báo cho cả năm của chúng tôi, trong khi hoàn thành lần lượt 100% và 84% KHKD cho cả năm của Công ty.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 lần lượt ở mức 234 tỷ đồng (tăng trưởng 66%) và 351 tỷ đồng (tăng trưởng 50,1%). Chúng tôi kỳ vọng bối cảnh thị trường sẽ cải thiện để thúc đẩy khối lượng giao dịch cho mảng môi giới. Hoạt động mở bán gần đây tại dự án Cara River Park của Đất Xanh Miền Tây (DXS sở hữu 61% cổ phần) cũng hỗ trợ tích cực cho triển vọng lợi nhuận của DXS. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận thuần đạt 433 tỷ đồng (tăng trưởng 23,5%).

Nhìn chung, dự báo mới, thấp hơn 6-19% so với bình quân dự báo của thị trường, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR ở mức 45,5%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng nhẹ 1% trong 3 tháng qua, DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,6 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 29,7 lần. Cổ phiếu có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,67 lần, vẫn thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi mới niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,04 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giữ nguyên giá mục tiêu 8.500đ (tiềm năng tăng giá 18%).

Chúng tôi cho rằng DXS là đơn vị hưởng lợi lớn nhất khi thị trường BĐS phục hồi nhờ có mạng lưới trung tâm môi giới rộng khắp cả nước cũng như thị phần chi phối ở mức 30%. Triển vọng lợi nhuận của Công ty cũng được kỳ vọng tiếp tục vững chắc trong giai đoạn 2025-2027 nhờ doanh thu môi giới, đặc biệt là hoạt động mở bán trở lại dự án Datxanhhomes Riverside của công ty mẹ DXG và DSX là đơn vị phân phối độc quyền. Đối với mảng kinh doanh BĐS, Công ty sẽ ghi nhận doanh thu từ dự án Cara River Park tại thành phố Cần Thơ. Tiềm năng niêm yết công ty con Regal Group (tên cũ là Đất Xanh Miền Trung; DXS sở hữu 55% cổ phần) lên sàn chứng khoán là động lực tăng trưởng trong ngắn hạn cho Công ty.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	158	497	625	850	1,021
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(168)	141	233	351	433
EPS ĐC (đồng)	(304)	260	407	611	754
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
BVPS (đồng)	10,218	10,472	10,867	11,459	12,190
EV/EBITDA ĐC (lần)	38.4	11.9	9.20	6.42	4.98
P/E ĐC (lần)	N/a	27.7	17.7	11.8	9.55
Lợi suất cổ tức (%)	0	6.94	6.94	6.94	6.94
P/B (lần)	0.70	0.69	0.66	0.63	0.59
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(139)	185	56.7	50.1	23.5
ROAE (%)	(2.83)	2.37	3.81	5.47	6.38

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

Hưởng lợi nhiều nhất từ sự phục hồi trên diện rộng của thị trường

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DXS và giữ nguyên giá mục tiêu 8.500đ (tiềm năng tăng giá 18%) và giữ nguyên quan điểm rằng DXS sẽ hưởng lợi từ đà phục hồi của thị trường BĐS và sự hợp nhất của ngành trong dài hạn cũng như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và đưa ra dự báo cho năm 2027, với lợi nhuận thuần đạt 433 tỷ đồng (tăng trưởng 24%). Sau khi giá cổ phiếu tăng nhẹ 1% trong 3 tháng qua, DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,6 lần, thấp hơn bình quân 3 năm từ khi niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 29,7 lần. Cổ phiếu có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,67 lần, vẫn thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi mới niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,04 lần.

Dự báo: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, đưa ra dự báo cho năm 2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 lần lượt ở mức 233 tỷ đồng (tăng trưởng 66%) và 351 tỷ đồng (tăng trưởng 50,1%). Dự án Thủ Đức City (DXHR) của DXG dự kiến trở thành động lực tăng trưởng cho dịch vụ môi giới trọn gói của DXS.

Dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 cho thấy tỷ suất lợi nhuận gộp bắt đầu cải thiện từ năm 2025 (bình quân 49,8%) nhờ vào đóng góp của dịch vụ môi giới trọn gói từ dự án Gem Riverside. Lưu ý rằng công ty mẹ DXG (Năm giữ, giá mục tiêu 15.800đ) là đơn vị phát triển dự án Gem Riverside, với 3.175 căn hộ. Chúng tôi dự báo DXG sẽ mở bán dự án này trong năm 2025, hỗ trợ cho doanh thu môi giới của DXS với mức phí hoa hồng 13%, cao hơn nhiều so với hình thức giao dịch truyền thống với phí hoa hồng ở mức 3-5%.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo cho năm 2027, với lợi nhuận thuần đạt 433 tỷ đồng (tăng trưởng 23,4%) nhờ đà phục hồi mạnh của thị trường, phân phối căn hộ cho dự án Gem Riverside và ghi nhận doanh thu từ dự án Cara River Park.

Công ty con của DXS là Đất Xanh Miền Tây (DXS sở hữu 61% cổ phần) đã mở bán 440 căn hộ cao tầng tại dự án Cara River Park tại thành phố Cần Thơ trong năm 2024, với tỷ lệ hấp thụ khoảng 70%. Hoạt động bàn giao và ghi nhận doanh thu dự kiến diễn ra trong năm 2026. Dự án này được dự báo sẽ đóng góp vào lợi nhuận của DXS từ năm 2026.

Các dự án khác đang trong giai đoạn triển khai bao gồm Regal Maison tại tỉnh Phú Yên (đã nhận được phê duyệt pháp lý và giấy phép xây dựng) dự kiến sẽ được mở bán vào Q1/2026 và Regal Legend tại tỉnh Quảng Bình đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng và đang tiến hành bàn giao các căn hộ thấp tầng và sẽ sớm mở bán các căn hộ cao tầng. Những dự án này sẽ đóng góp vào lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 của DXS.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3Y ở mức 45,5% trong giai đoạn 2024-2027. Chi tiết về các thay đổi trong dự báo của chúng tôi được trình bày ở phần bên dưới.

Bảng 14: Dự báo lợi nhuận, DXS

Tỷ đồng	2024A	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	2,376	3,033	27.7%	3,351	10.5%	3,929	17.2%
Lợi nhuận gộp	1,157	1,431	23.7%	1,696	18.5%	2,027	19.5%
LNST	253	388	53.7%	583	50.1%	720	23.5%
Lợi nhuận thuần	141	233	66.0%	351	50.1%	433	23.5%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DXS với giá mục tiêu không đổi ở mức 8.500đ. Chúng tôi nhận thấy giá trị trong hoạt động môi giới BĐS mạnh mẽ của tập đoàn, vốn dự kiến sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi đang diễn ra tại thị trường BĐS nhà ở.

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.
- Dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 được giữ nguyên nhưng chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 (tăng trưởng 23%).
- Giả định WACC của DXS là 16% (không đổi). HSC tiếp tục áp dụng lãi suất phi rủi ro giả định nội bộ 4%, phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh là 9%, sau khi cộng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm vào phần bù rủi ro vốn CSH mới nội bộ 7,5%. Giả định hệ số beta là 1,6 lần (không đổi).
- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Bảng 15: Giả định DCF, DXS

Tỷ đồng	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	2,376	3,033	3,351	3,929
Giá vốn hàng bán	(1,219)	(1,602)	(1,655)	(1,902)
Lợi nhuận gộp	1,157	1,431	1,696	2,027
EBIT*(1-thuế suất)	359	478	654	788
Cộng: khấu hao	49	27	32	36
Trừ: Vốn lưu động ròng	(109)	(207)	(270)	(333)
Trừ: Chi phí vốn đầu tư	(40)	(27)	(35)	(35)
FCFF	259	273	381	456

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Định giá, DXS

Tỷ đồng	Value (at end-25)
Tổng giá trị doanh nghiệp (FCFF)	10,064
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2027F	2,199
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	6,663
Nợ thuần	(5,183)
Tổng giá trị vốn CSH	4,881
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	574.1
Giá mục tiêu (đồng/cp)	8,500

Nguồn: HSC ước tính

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

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	7,900	7,500	7,200	6,900	6,600
	2.5%	9,000	8,500	8,100	7,800	7,400
	3.0%	9,400	8,900	8,500	8,100	7,700
	3.5%	9,800	9,300	8,900	8,500	8,100
	4.0%	10,300	9,800	9,300	8,900	8,400

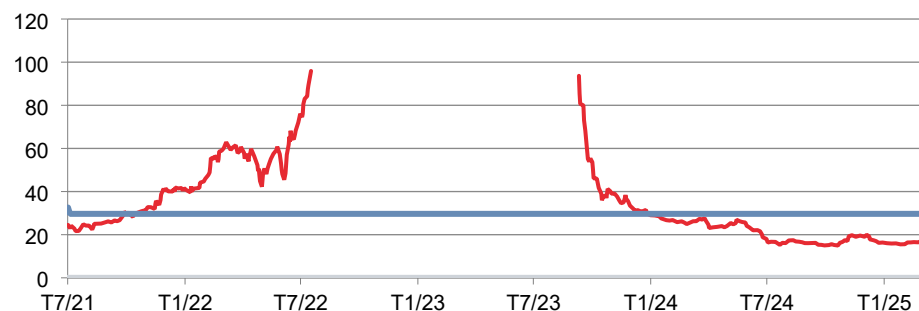
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng nhẹ 1% trong 3 tháng qua, DXS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,6 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 29,7 lần. Cổ phiếu có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,67 lần, vẫn thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi mới niêm yết vào tháng 7/2021 ở mức 1,04 lần.

Biểu đồ 18: P/E trượt dự phóng 1 năm, DXS

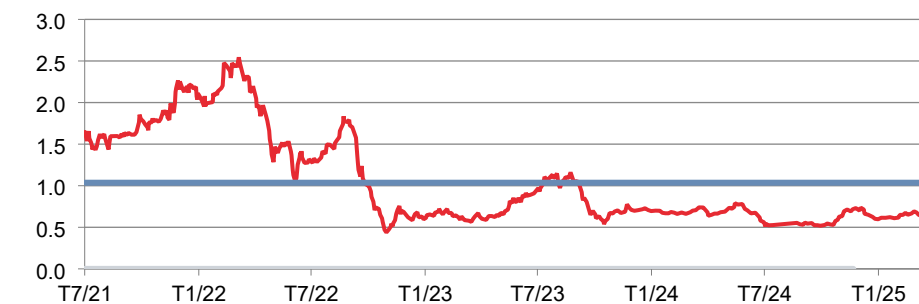
DXS đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 15,6 lần so với bình quân 3 năm ở mức 29,7 lần (từ khi niêm yết T7/2021).



Ghi chú: Chúng tôi loại trừ các giá trị lớn hơn 100 khỏi tính toán P/E vì DXS báo lỗ ròng năm 2023
 Nguồn: HSC ước tính

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

DXS P/B trượt dự phóng 1 năm 0,67 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 1,04 lần (từ khi niêm yết năm 2021)



Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng liên quan đến việc mở bán dự án DXHR chậm hơn dự kiến và thị trường BĐS phục hồi yếu hơn kỳ vọng, 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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	1,978	2,376	3,033	3,351	3,929
Lợi nhuận gộp	691	1,157	1,431	1,696	2,027
Chi phí BH&QL	(585)	(709)	(833)	(878)	(1,042)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	106	449	598	818	985
Lãi vay thuần	(86.6)	(62.1)	(118)	(97.2)	(94.8)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(107)	(38.6)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	7.72	(8.42)	0	0	0
LNTT	(79.6)	339	480	721	890
Chi phí thuế TNDN	(80.7)	(86.9)	(91.9)	(138)	(170)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(7.86)	(112)	(155)	(232)	(287)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(168)	141	233	351	433
Lợi nhuận thuần ĐC	(174)	149	233	351	433
EBITDA ĐC	158	497	625	850	1,021
EPS (đồng)	(293)	245	407	611	754
EPS ĐC (đồng)	(304)	260	407	611	754
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	574	574	574	574	574
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	574	574	574	574	574
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	574	574	574	574	574

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	207	416	224	221	579
Đầu tư ngắn hạn	96.9	77.6	77.6	77.6	77.6
Phải thu khách hàng	9,979	9,278	9,826	9,696	9,546
Hàng tồn kho	4,119	4,425	4,499	4,448	4,692
Các tài sản ngắn hạn khác	168	174	174	174	174
Tổng tài sản ngắn hạn	14,570	14,371	14,801	14,618	15,070
TSCĐ hữu hình	146	138	137	141	142
TSCĐ vô hình	53.8	65.1	65.4	64.6	62.7
Bất động sản đầu tư	36.5	63.0	62.9	62.7	62.6
Đầu tư dài hạn	0	0.50	-	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	69.0	117	27.2	27.2	27.2
Tài sản dài hạn khác	582	410	500	500	500
Tổng tài sản dài hạn	887	793	792	795	795
Tổng cộng tài sản	15,457	15,164	15,593	15,413	15,864
Nợ ngắn hạn	1,606	1,763	1,395	1,099	1,058
Phả trả người bán	283	195	334	301	304
Nợ ngắn hạn khác	4,269	3,595	3,947	3,572	3,166
Tổng nợ ngắn hạn	6,754	6,333	6,380	5,633	5,353
Nợ dài hạn	548	449	450	445	469
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	51.9	60.9	60.9	60.9	60.9
Nợ dài hạn khác	(0.02)	0.21	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	600	510	511	506	530
Tổng nợ phải trả	7,354	6,843	6,891	6,139	5,883
Vốn chủ sở hữu	5,866	6,012	6,239	6,579	6,999
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,237	2,309	2,463	2,696	2,983
Tổng vốn chủ sở hữu	8,103	8,321	8,702	9,275	9,981
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,457	15,164	15,593	15,413	15,864
BVPS (đ)	10,218	10,472	10,867	11,459	12,190
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,948	1,796	1,621	1,322	948

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	106	449	598	818	985
Khấu hao	(51.9)	(48.6)	(27.4)	(31.5)	(36.2)
Lãi vay thuần	(86.6)	(62.1)	(118)	(97.2)	(94.8)
Thuế TNDN đã nộp	(78.5)	(105)	(91.9)	(138)	(170)
Thay đổi vốn lưu động	(154)	(109)	(207)	(270)	(333)
Khác	13.0	33.8	(7.21)	(10.5)	(13.0)
LCT thuần từ HĐKD	(186)	218	180	311	394
Đầu tư TS dài hạn	(24.3)	(39.5)	(26.5)	(34.9)	(35.5)
Góp vốn & đầu tư	(9.64)	(121)	0	0	0
Thanh lý	3.21	9.27	0	0	0
Khác	112	82.7	21.8	22.4	15.6
LCT thuần từ HĐĐT	81.5	(68.8)	(4.72)	(12.5)	(19.9)
Cổ tức trả cho CSH	(70.5)	(3.70)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	53.7	6.45	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(165)	57.4	(367)	(302)	(16.3)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(182)	60.2	(367)	(302)	(16.3)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	493	207	416	224	221
LCT thuần trong kỳ	(286)	210	(192)	(2.77)	358
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	207	416	224	221	579
Dòng tiền tự do	(210)	179	153	276	359

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	34.9	48.7	47.2	50.6	51.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.00	20.9	20.6	25.4	26.0
Tỷ suất LNT (%)	(8.50)	5.92	7.70	10.5	11.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	(101)	25.6	19.1	19.1	19.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	(51.7)	20.1	27.7	10.5	17.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(79.8)	214	25.8	35.8	20.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(158)	185	56.7	50.1	23.5
Tăng trưởng EPS (%)	(136)	184	66.0	50.1	23.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(139)	185	56.7	50.1	23.5
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	204	123	81.9	66.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(2.83)	2.37	3.81	5.47	6.38
ROACE (%)	1.19	5.12	6.63	8.61	9.71
Vòng quay tài sản (lần)	0.12	0.16	0.20	0.22	0.25
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.74)	0.49	0.30	0.38	0.40
Số ngày tồn kho	1,168	1,325	1,025	981	901
Số ngày phải thu	2,830	2,779	2,239	2,139	1,832
Số ngày phải trả	80.2	58.5	76.2	66.4	58.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	39.4	40.0	34.2	27.0	22.0
Nợ/tài sản (%)	16.3	18.6	15.1	13.0	13.4
EBIT/lãi vay (lần)	1.23	7.22	5.07	8.42	10.4
Nợ/EBITDA (lần)	15.9	5.67	3.77	2.35	2.08
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.16	2.27	2.32	2.60	2.82
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.07	2.50	1.90	1.63	1.29
EV/EBITDA ĐC (lần)	38.4	11.9	9.20	6.42	4.98
P/E (lần)	N/a	29.4	17.7	11.8	9.55
P/E ĐC (lần)	N/a	27.7	17.7	11.8	9.55
P/B (lần)	0.70	0.69	0.66	0.63	0.59
Lợi suất cổ tức (%)	0	6.94	6.94	6.94	6.94

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

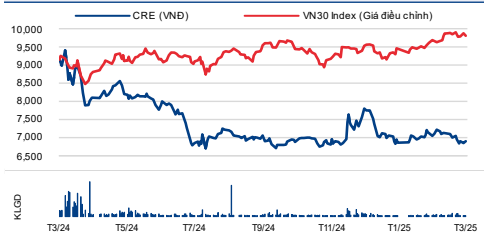
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ7,500 (từ VNĐ8,400)
Tiềm năng tăng/giảm: 8.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/3/2025)	6,910
Mã Bloomberg	CRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	6,710-9,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	6,888
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,204
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	125
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	(3.36)	(10.8)	(24.5)
So với chỉ số	(4.52)	(13.0)	(29.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	289	412	(29.9)
2026F	515	752	(31.6)
2027F	621	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

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

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Giảm giá mục tiêu do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp; tiềm năng tăng giá 9% = Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CRE nhưng giảm 10,7% giá mục tiêu xuống 7.500đ (tiềm năng tăng giá: 8,5%) do giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.
- Chúng tôi giảm lần lượt 30% và 32% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 do điều chỉnh giảm khối lượng giao dịch môi giới và giảm mức đóng góp của dịch vụ môi giới có đảm bảo, vốn có phí hoa hồng cao hơn. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 21% nhờ thị trường cải thiện.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN Index, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1 lần. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,1 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 51,5 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD năm 2024 và triển vọng

HSC cập nhật lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với CRE sau khi KQKD năm 2024 được công bố và phân tích sâu thị trường BĐS. Lợi nhuận thuần và doanh thu năm 2024 đạt lần lượt 42 tỷ đồng và 1,5 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 115,1% và 82,4% dự báo cho cả năm 2024 của HSC. Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản trích lập dự phòng thuần 58 tỷ đồng liên quan đến các khoản phải thu tại dự án Hoa Tiên Paradise mà chúng tôi đã phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận năm 2024, lợi nhuận thuần thấp hơn nhiều (56%) so với dự báo.

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi thấp hơn dự báo là do thị phần mảng môi giới truyền thống của CRE giảm trên cả nước do hoạt động môi giới truyền thống đang cạnh tranh hơn và hoạt động kinh doanh phân mảnh với rào cản gia nhập thị trường thấp, đặc biệt là ở các thị trường đang dẫn đầu đà phục hồi như Hà Nội

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, đưa ra dự báo cho năm 2027

HSC giảm lần lượt 30% và 32% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 sau khi giảm giá định khối lượng giao dịch môi giới và mức đóng góp của dịch vụ môi giới có đảm bảo, thông thường mang lại mức phí hoa hồng cao hơn (4-5% so với mức 2-3% của các giao dịch truyền thống). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 219,1% và 78,1%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận thuần đạt 288 tỷ đồng (tăng trưởng 20,7%). Nhìn chung, dự báo cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 90% (so với mức nền rất thấp trong năm 2024).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN Index, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1 lần. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,1 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 51,5 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 11% giá mục tiêu xuống 7.500đ (tiềm năng tăng giá 9%) sau khi giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026. Do thị trường BĐS tiếp tục cải thiện – và thị trường Hà Nội được dự báo sẽ dẫn dắt đà phục hồi của thị trường – CRE đang ở vị thế tốt để hưởng lợi.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	75.0	185	279 ▼	433 ▼	516
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2.49	42.0	134 ▼	239 ▼	288
EPS ĐC (đồng)	5.36	90.6	289 ▼	515 ▼	621
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	12,020	12,117	12,400	12,899	13,001
EV/EBITDA ĐC (lần)	51.3	22.3	15.7	10.5	8.98
P/E ĐC (lần)	1,289	76.3	23.9	13.4	11.1
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.57	0.57	0.56	0.54	0.53
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(99.2)	1,590	219	78.1	20.7
ROAE (%)	0.04	0.75	2.36	4.07	4.79

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

Giảm 11% giá mục tiêu, nhưng giai đoạn xấu nhất dường như đã qua

Lợi nhuận HĐKD cốt lõi của CRE thấp hơn nhiều so với dự báo cho năm 2024. Dựa trên các xu hướng dẫn đến KQKD này – khối lượng giao dịch thấp hơn và đóng góp thấp hơn từ dịch vụ môi giới có đảm bảo vốn có tỷ suất lợi nhuận cao hơn – chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và giảm 11% giá mục tiêu xuống 7.500đ (tiềm năng tăng giá: 9%). Lợi nhuận thuần năm 2025-2026, sau khi được điều chỉnh giảm, cho thấy mức tăng trưởng 219,1% và 78,1%, trong khi dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy mức tăng trưởng 21%. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng CRE vẫn hưởng lợi từ đà phục hồi trên diện rộng của thị trường BĐS. CRE đang được định giá thấp và đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1 lần. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,1 lần thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 51,5 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Phân tích sâu KQKD năm 2024

Lợi nhuận thuần và doanh thu năm 2024 đạt lần lượt 42 tỷ đồng và 1,5 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 115,1% và 82,4% dự báo cho cả năm 2024 của HSC ở mức 36 tỷ đồng và 1,8 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản trích lập dự phòng thuần 58 tỷ đồng liên quan đến các khoản phải thu tại dự án Hoa Tiên Paradise mà chúng tôi đã phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận cho năm 2024 (CRE không trích lập dự phòng trong giai đoạn này), lợi nhuận thuần thấp hơn nhiều (56%) so với dự báo của chúng tôi.

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi thấp hơn dự báo là do thị phần mảng môi giới truyền thống của CRE giảm trên cả nước do hoạt động môi giới truyền thống đang cạnh tranh hơn và hoạt động kinh doanh phân mảnh với rào cản gia nhập thị trường thấp, đặc biệt là ở các thị trường dẫn đầu đà phục hồi như Hà Nội. Đáng lưu ý tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng nghiệp vụ môi giới giảm xuống 24,9% trong năm 2024 (so với 35,6% trong năm 2023 và dự báo của chúng tôi ở mức 28%). HSC cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp giảm là do đóng góp từ dịch vụ môi giới có đảm bảo giảm (dịch vụ có phí hoa hồng cao 10-13%, so với hoa hồng 3-5% của các giao dịch truyền thống).

Lưu ý, chúng tôi đã phản ánh chi phí dự phòng 193 tỷ đồng (bao gồm 58 tỷ đồng trong năm 2024) liên quan đến dự án Hoa Tiên Paradise vào mô hình dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Khoản trích lập dự phòng này bao gồm tất cả các khoản phải thu tại công ty Hồng Lam Xuân Thành, đơn vị phát triển của dự án Hoa Tiên Paradise. Do CRE không trích lập dự phòng liên quan đến vấn đề này trong năm 2024, chúng tôi loại bỏ giá định này ra khỏi mô hình dự báo lợi nhuận (chúng tôi sẽ thảo luận chi tiết hơn về vấn đề này ở phần bên dưới).

Bảng 20: KQKD năm 2024, CRE

Tỷ đồng	2023	2024	Growth y/y	HSC 2024F	% of HSC
Doanh thu thuần	933	1,539	65.0%	1,868	82.4%
Lợi nhuận gộp	177	297	67.5%	454	65.3%
LNST	3	44	16.3x	37	117.6%
Lợi nhuận thuần	3	42	15.6x	36	115.9%
Khác khoản mục ròng	-	-	-	(58)	-
Lợi nhuận cốt lõi	3	42	15.6x	94	44.4%

Nguồn: HSC ước tính

Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, đưa ra dự báo cho năm 2027

HSC giảm lần lượt 30% và 31,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 đối với CRE xuống còn 134 tỷ đồng (tăng trưởng 219,1%) và 239 tỷ đồng (tăng trưởng 78,1%) sau khi giảm dự báo doanh thu môi giới do sức cạnh tranh ngày càng gia tăng làm ảnh hưởng đến thị phần của CRE và đóng góp ít hơn từ dịch vụ môi giới có đảm bảo (do tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp).

Như đã đề cập, chúng tôi đã loại bỏ phần trích lập dự phòng cho các khoản phải thu liên quan đến dự án Hoa Tiên Paradise ra khỏi mô hình dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 trước đó, do công ty dự kiến sẽ thực hiện nghĩa vụ thuế trong nửa đầu năm 2025 (lưu ý: điều này có thể dẫn đến việc ghi nhận lỗ không thường xuyên, nhưng chúng tôi không dự báo rõ ràng về điều này). Dự báo trước đó phản ánh chi phí dự phòng lần lượt 58 tỷ đồng, 77 tỷ đồng và 58 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2026. Để rõ ràng hơn, chúng tôi giảm lần lượt 50% và 41% dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi cho năm 2025-2026.

Mặc dù điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, đà phục hồi của thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ thúc đẩy khối lượng giao dịch, nhất là trong bối cảnh thị trường BĐS miền Bắc có triển vọng tích cực hơn và việc ghi nhận 2 nghìn tỷ đồng doanh thu từ dự án Louis City. Những yếu tố trên sẽ hỗ trợ triển vọng lợi nhuận năm 2025-2026.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận thuần đạt 288 tỷ đồng (tăng trưởng 20,7%). HSC kỳ vọng thị trường sẽ hồi phục trên diện rộng trong năm 2027 nhằm hỗ trợ doanh thu môi giới cốt lõi của CRE, trong khi Công ty sẽ ghi nhận doanh thu thứ cấp từ các dự án Khu dân cư Khe Cát, Bình Minh, Hoa Tiên Paradise.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 90%. Chi tiết về các thay đổi trong dự báo của chúng tôi được trình bày ở phần bên dưới.

Bảng 21: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, CRE

Tỷ đồng	2024	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2027F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	1,539	2,106	-34.1%	36.8%	2,789	-31.4%	32.5%	3,108	11.4%
Lợi nhuận gộp	296	463	-46.3%	56.1%	642	-43.9%	38.7%	740	15.3%
LNST	43	135	-30.0%	215.4%	241	-31.6%	78.1%	290	20.7%
Lợi nhuận thuần	42	134	-30.0%	219.1%	239	-31.6%	78.1%	288	20.7%
Khác khoản mục ròng	-	-	-100.0%	-	-	-100.0%	-	-	-
Lợi nhuận cốt lõi	42	134	-50.2%	219.1%	239	-41.3%	78.1%	288	20.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 22: Giá định DCF, CRE

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	1,539	2,106	2,789	3,108
Giá vốn hàng bán	(1,243)	(1,643)	(2,147)	(2,367)
Lợi nhuận gộp	296	463	642	740
EBIT*(1-thuế suất)	109	173	296	360
Cộng: khấu hao	48	63	62	66
Trừ: Vốn lưu động ròng	(761)	(374)	(438)	(158)
Trừ: Chi phí vốn đầu tư	(3)	(5)	(6)	(7)
FCFF	(607)	(143)	(85)	262

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 23: Định giá, CRE

Tỷ đồng	Value (at end-25)
Tổng giá trị doanh nghiệp (FCFF)	4,473
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2027F	1,224
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,249
Nợ thuần	(1,005)
Tổng giá trị vốn CSH	3,457
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	463.7
Giá mục tiêu (đồng/cp)	7,500

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với CRE nhưng giảm 11% giá mục tiêu xuống 7.500đ (tiềm năng tăng giá 8,5%). Chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng CRE là đơn vị hưởng lợi trong mảng môi giới BĐS tại Việt Nam trong các 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.
- Như đã đề cập trước đó, chúng tôi giảm lần lượt 50%/41% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi cho năm 2025-2026 và cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 (tăng trưởng 21%).
- Giả định WACC của CRE là 13% (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%). Giả định hệ số beta là 0,9 lần (không đổi).
- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Chi tiết về dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 22-23:

Bảng 24: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu (đồng), CRE

	Lãi suất phi rủi ro					
	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	7,600	7,200	6,900	6,600	6,300
	2.5%	7,900	7,500	7,200	6,900	6,500
	3.0%	8,300	7,900	7,500	7,100	6,800
	3.5%	8,700	8,200	7,800	7,500	7,100
	4.0%	9,100	8,600	8,200	7,800	7,400

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 25: P/B trượt dự phóng 1 năm, CRE

CRE hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,55 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1 lần



Nguồn: HSC ước tính

Figure 26: P/E trượt dự phóng 1 năm, CRE

CRE hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 21,1 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 51,5 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN Index, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1 lần. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,1 lần thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 51,5 lần. (Chúng tôi loại bỏ định giá lớn hơn 100 trong quá trình tính toán hệ số PE do lợi nhuận thuần năm 2023 đạt chỉ 2 tỷ đồng.

Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng đến từ việc thanh toán tiền sử dụng đất tại dự án Louis City chậm hơn dự kiến dẫn đến chậm ghi nhận doanh thu và thị trường BĐS phục hồi kém hơn kỳ vọng làm ảnh hưởng đến doanh thu môi giới cốt lõi của CRE.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	933	1,539	2,106	2,789	3,108
Lợi nhuận gộp	177	296	463	642	740
Chi phí BH&QL	(151)	(159)	(247)	(271)	(290)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	26.0	137	216	370	450
Lãi vay thuần	(22.6)	(42.6)	(46.8)	(69.7)	(87.3)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	1.94	(35.9)	-	-	-
LNNT	5.36	58.3	169	301	363
Chi phí thuế TNDN	(2.84)	(15.4)	(33.8)	(60.1)	(72.6)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.04)	(0.85)	(1.12)	(1.99)	(2.41)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2.49	42.0	134	239	288
Lợi nhuận thuần ĐC	2.49	42.0	134	239	288
EBITDA ĐC	75.0	185	279	433	516
EPS (đồng)	5.36	90.6	289	515	621
EPS ĐC (đồng)	5.36	90.6	289	515	621
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	464	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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	144	31.0	84.4	151	366
Đầu tư ngắn hạn	134	157	157	157	157
Phải thu khách hàng	4,102	3,722	4,038	3,782	3,576
Hàng tồn kho	556	354	484	641	715
Các tài sản ngắn hạn khác	19.9	11.6	60.9	80.7	89.9
Tổng tài sản ngắn hạn	4,957	4,276	4,825	4,812	4,904
TSCĐ hữu hình	122	111	109	106	105
TSCĐ vô hình	87.8	74.1	82.5	72.9	59.9
Bất động sản đầu tư	125	177	182	182	182
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1,817	2,550	2,620	3,343	3,809
Tổng tài sản dài hạn	2,152	2,911	2,993	3,704	4,156
Tổng cộng tài sản	7,108	7,187	7,818	8,516	9,059
Nợ ngắn hạn	786	946	696	646	546
Phả trả người bán	109	134	161	210	231
Nợ ngắn hạn khác	461	335	451	563	636
Tổng nợ ngắn hạn	1,483	1,525	1,470	1,634	1,727
Nợ dài hạn	1.35	0.51	551	851	1,251
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	4.53	0.38	0.38	0.38	0.38
Tổng nợ dài hạn	5.89	0.89	551	851	1,251
Tổng nợ phải trả	1,489	1,526	2,021	2,485	2,978
Vốn chủ sở hữu	5,573	5,618	5,750	5,981	6,028
Lợi ích cổ đông thiểu số	46.2	42.8	48.2	50.2	52.6
Tổng vốn chủ sở hữu	5,619	5,661	5,798	6,031	6,081
Tổng nợ phải trả và VCSH	7,108	7,187	7,818	8,516	9,059
BVPS (đ)	12,020	12,117	12,400	12,899	13,001
Nợ thuần*/(tiền mặt)	643	916	1,162	1,346	1,431

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	26.0	137	216	370	450
Khấu hao	(49.0)	(48.0)	(62.9)	(62.2)	(66.0)
Lãi vay thuần	(22.6)	(42.6)	(46.8)	(69.7)	(87.3)
Thuế TNDN đã nộp	(53.5)	(6.79)	(33.8)	(60.1)	(72.6)
Thay đổi vốn lưu động	131	(761)	(374)	(438)	(158)
Khác	(28.1)	(36.0)	43.9	50.8	64.7
LCT thuần từ HKKD	37.6	(736)	(172)	(135)	199
Đầu tư TS dài hạn	(37.6)	(65.8)	(74.9)	(49.1)	(51.9)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	7.13	0.18	0	0	0
Khác	257	433	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	226	367	(74.9)	(49.1)	(51.9)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	(232)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(221)	256	300	250	300
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(221)	256	300	250	68.2
Tiền & tương đương tiền đầu kì	101	142	31.0	84.4	151
LCT thuần trong kỳ	43.2	(114)	53.5	66.1	215
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	144	28.2	84.4	151	366
Dòng tiền tự do	0.04	(802)	(247)	(184)	147

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	19.0	19.3	22.0	23.0	23.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.05	12.0	13.2	15.5	16.6
Tỷ suất LNT (%)	0.27	2.73	6.36	8.56	9.26
Thuế TNDN hiện hành (%)	52.9	26.5	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(73.3)	65.0	36.8	32.5	11.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(78.0)	146	50.7	55.3	19.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(98.7)	1,590	219	78.1	20.7
Tăng trưởng EPS (%)	(99.2)	1,590	219	78.1	20.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(99.2)	1,590	219	78.1	20.7
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	0.04	0.75	2.36	4.07	4.79
ROACE (%)	0.44	2.42	3.59	5.60	6.33
Vòng quay tài sản (lần)	0.13	0.22	0.28	0.34	0.35
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.45	(5.38)	(0.80)	(0.36)	0.44
Số ngày tồn kho	269	104	108	109	110
Số ngày phải thu	1,981	1,093	897	643	551
Số ngày phải trả	52.7	39.3	35.7	35.7	35.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	11.9	16.5	20.4	22.8	25.3
Nợ/tài sản (%)	11.4	13.3	16.1	17.8	20.9
EBIT/lãi vay (lần)	1.15	3.21	4.61	5.31	5.16
Nợ/EBITDA (lần)	10.8	5.17	4.52	3.50	3.66
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.34	2.80	3.28	2.95	2.84
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.12	2.68	2.07	1.63	1.49
EV/EBITDA ĐC (lần)	51.3	22.3	15.7	10.5	8.98
P/E (lần)	1,289	76.3	23.9	13.4	11.1
P/E ĐC (lần)	1,289	76.3	23.9	13.4	11.1
P/B (lần)	0.57	0.57	0.56	0.54	0.53
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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