

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ9,600 (từ VNĐ10,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 10.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (9/4/2024)	8,660
Mã Bloomberg	CRE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	6,850-10,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	8,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,015
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	161
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	2.00	(1.48)	13.6
So với chỉ số	0.66	(9.78)	(3.22)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	32.4	553	(94.1)
2025F	438	1,050	(58.3)
2026F	774	1,050	(26.3)

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

Lo ngại về các khoản phải thu; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 9% giá mục tiêu xuống 9.600đ/cp do giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 và rủi ro tăng cao liên quan đến các khoản phải thu, đặc biệt là tại dự án Hoa Tiên Paradise.
- Chúng tôi giảm mạnh lần lượt 79%, 27% và 14% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 sau khi đưa vào mô hình dự báo chi phí trích lập dự phòng cho các khoản phải thu khó đòi tại dự án Hoa Tiên Paradise.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,5% trong 3 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,1 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 11%.

Sự kiện: Ý kiến kiểm toán ngoại trừ về BCTC kiểm toán năm 2023

Liên quan đến BCTC năm 2023 của CRE, công ty kiểm toán AASC đã đưa ra ý kiến ngoại trừ liên quan đến 2 dự án bất động sản (mà CRE đã đầu tư vào các tòa căn hộ): Hoa Tiên Paradise và Louis City Hoàng Mai. AASC cho biết Công ty không thể thu thập đầy đủ thông tin về các khoản phải thu của dự án, làm ảnh hưởng đến bảng CĐKT hợp nhất của CRE.

Sau khi thảo luận với BLĐ, chúng tôi tin rằng tình hình tại Hoa Tiên cần được theo dõi chặt chẽ hơn vì CĐT dự án này đang chịu áp lực về dòng tiền. HSC đang giả định CRE sẽ trích lập dự phòng. Dự án Louis City (dự kiến mang về cho CRE 1,5 nghìn tỷ đồng doanh thu trong năm nay), nhưng BLĐ Công ty chia sẻ rằng vấn đề quyền sử dụng đất sẽ được giải quyết trong nửa đầu năm 2024 (do đó chúng tôi cho rằng Công ty sẽ không trích lập dự phòng cho dự án này).

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

HSC giảm lần lượt 79%, 27,4% và 14% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024, 2025, và 2026 xuống 15 tỷ đồng, 203 tỷ đồng và 359 tỷ đồng do đưa vào mô hình dự báo chi phí trích lập dự phòng các khoản phải thu ước tính tổng cộng 193 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2026 liên quan tới dự án Hoa Tiên Paradise. Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu giai đoạn 2024-2026.

Nhìn chung, theo dự báo mới – thấp hơn đáng kể so với dự báo chậm điều chỉnh của thị trường – lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 424,6% (trên cơ sở mức nền rất yếu của năm 2023).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,5% trong 3 tháng qua bất chấp tâm lý NĐT được cải thiện và thị trường dần phục hồi, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,72 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm là 1,1 lần.

Dựa trên giá trị của các khoản phải thu liên quan đến dự án Hoa Tiên Paradise, HSC cho rằng NĐT nên thận trọng hơn đối với CRE. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới là 9.600đ/cp (giảm 9,4%) và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Chúng tôi vẫn cho rằng CRE sẽ hưởng lợi khi thị trường BĐS phục hồi do tâm lý thị trường được cải thiện, thúc đẩy khối lượng giao dịch và quá trình hợp nhất ngành sau khi Luật Kinh doanh BĐS được thực thi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành ngày 10/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	341	75.0	81.0 ▼	357 ▼	537
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	196	2.49	15.0 ▼	203 ▼	359 ▼
EPS ĐC (đồng)	649	5.36	32.4 ▼	438 ▼	774 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	12,054	12,020	12,052	12,488	13,240
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.4	62.1	60.9	13.5	8.44
P/E ĐC (lần)	13.4	1,616	267	19.8	11.2
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	0.72	0.72	0.72	0.69	0.65
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(69.4)	(99.2)	504	1,253	76.6
ROAE (%)	4.37	0.04	0.27	3.57	6.01

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

Trích lập dự phòng ảnh hưởng đến lợi nhuận

HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào và giảm 9,4% giá mục tiêu xuống 9.600đ/cp (tiềm năng tăng giá 11%) do chúng tôi đánh giá rủi ro gia tăng đối với các khoản phải thu liên quan đến dự án Hoa Tiên Paradise sau khi có ý kiến kiểm toán ngoại trừ, nhấn mạnh việc hạn chế trong phạm vi giao dịch. Chúng tôi giảm lần lượt 79,3%, 27,4% và 14% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024, 2025, 2026 do đưa vào vào mô hình dự báo chi phí trích lập dự phòng các khoản phải thu khó đòi tại dự án Hoa Tiên Paradise. Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,5% trong 3 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,72 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 1,1 lần.

Ý kiến kiểm toán ngoại trừ cho BCTC năm 2023

BCTC kiểm toán năm 2023 vừa được công bố cho thấy có ý kiến ngoại trừ, chủ yếu là do các khoản phải thu liên quan đến các dự án BĐS Hoa Tiên Paradise và Louis City Hoàng Mai của CRE. Kiểm toán viên đưa ra cảnh báo về các giao dịch với các đơn vị phát triển hai dự án trên vì đơn vị kiểm toán không có thông tin để đánh giá tác động của các khoản phải thu này trên bảng CĐKT của CRE.

Điều này rất quan trọng đối với CRE, vì CRE hiện không đủ điều kiện để tiếp cận khoản vay ký quỹ và cần phải chờ BCTC kiểm toán nửa đầu năm 2024 với ý kiến chấp nhận toàn phần để được đưa trở lại danh sách ký quỹ.

Chi tiết bổ sung:

- Đơn vị phát triển dự án Louis City – CTCP Đô thị Hoàng Mai, trong đó CRE đầu tư khoảng 800 tỷ đồng cho 218 căn hộ thấp tầng – chưa thanh toán tiền sử dụng đất còn thiếu cho giai đoạn 3 với số tiền 668 tỷ đồng, điều này có thể dẫn đến sự chậm trễ trong việc ghi nhận doanh thu dự án này trên BCTC của CRE.

Kiểm toán viên cho biết không thể thu thập đầy đủ thông tin để đánh giá tác động của vấn đề pháp lý này tới khoản phải thu lên tới 1.167 tỷ đồng (16,4% tổng tài sản CRE) từ dự án này. CRE cho biết đơn vị phát triển này đang nỗ lực thanh toán số tiền trên trước ngày 31/5/2024 và tiếp tục phát triển dự án vào Q3/2024. Như vậy, CRE sẽ không cần phải trích lập dự phòng.

- Trong khi đó, vướng mắc tại CTCP Hồng Lam Xuân Thành – đơn vị phát triển dự án Hoa Tiên Paradise mà CRE đầu tư vào 139 căn – là đơn vị chưa nộp thuế hàng hóa dịch vụ (khoảng 70 tỷ đồng). Vấn đề này khiến các kiểm toán viên phải thận trọng và đánh giá tác động đến CRE trong việc thu hồi các khoản phải thu và nợ liên quan với tổng trị giá 193 tỷ đồng (2,7% tổng tài sản CRE). Hiện tại, HSC đã đưa khoản tiền này vào dự báo một cách rõ ràng (cho giai đoạn 2024-2026, theo hiểu biết của chúng tôi về các chuẩn mực kế toán Việt Nam).

Tài liệu ĐHCĐ: Kế hoạch HĐKD tham vọng

CRE dự kiến tổ chức ĐHCĐ vào ngày 26/4/2024 và đã công bố các tài liệu liên quan. Cho năm 2024, CRE đặt kế hoạch LNTT đạt 220 tỷ đồng (từ mức 5 tỷ đồng năm 2023) trên doanh thu 3.250 tỷ đồng (tăng trưởng 248%).

Mục tiêu doanh thu cao hơn đáng kể 88% so với dự báo của HSC và mục tiêu LNTT cũng cao hơn dự báo (nhưng dựa trên mức nền thấp). Sở dĩ có sự khác biệt trên là do chúng tôi đưa ra giả định khối lượng giao dịch trong mảng môi giới BĐS và doanh thu từ dự án Louis City thấp.

Bảng 1: Kế hoạch năm 2024, CRE

Tỷ đồng	2023	2024 (Kế hoạch)	Tăng trưởng	2024 (HSC dự báo)	Tăng trưởng	Chênh lệch
Doanh thu	934	3,250	248.0%	1,729	85.1%	88.0%
Mảng môi giới	328	1,000	204.9%	773	135.6%	29.4%
Đầu tư thứ cấp	490	2,000	308.2%	833	70.1%	140.0%
Mảng khác	116	250	115.5%	123	6.0%	103.4%
LNTT	5	220	4,300.0%	19	284.2%	1,045.4%

Nguồn: HSC ước tính

Mặc dù nhận thấy một số dấu hiệu phục hồi của thị trường BĐS, nhưng chúng tôi thấy thị trường hồi phục chậm trong năm nay do tác động của tâm lý NĐT cực đại dằng trên toàn quốc. Đây là cơ sở để chúng tôi đưa ra dự báo khá thận trọng đối với doanh thu mảng môi giới, chỉ ở mức 773 tỷ đồng (thấp hơn 22,7% so với mục tiêu của công ty là 1.000 tỷ đồng).

Đối với mảng đầu tư thứ cấp, BLĐ CRE kỳ vọng ghi nhận doanh thu khoảng 1.500 tỷ đồng từ dự án Louis City trong năm nay, sau khi chủ đầu tư dự án nộp đầy đủ các khoản phí sử dụng đất còn nợ vào nửa đầu năm 2024. Tuy nhiên, HSC duy trì quan điểm thận trọng trong việc ghi nhận doanh thu từ dự án này. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng này là 833 tỷ đồng, thấp hơn 58,3% so với mục tiêu 2.000 tỷ đồng của CRE.

Đồng thời, HSC cũng đưa các khoản phải thu khó đòi ở dự án Hoa Tiên Paradise vào mô hình dự báo của mình. Điều này dẫn đến sự khác biệt rõ rệt giữa trong dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi và của CRE.

BLĐ CRE đề xuất không chi trả cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2023. Trong khi đó, Công ty dự kiến phát hành quyền chọn mua tương đương 46,4 triệu cổ phiếu (10% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) – cổ đông nắm giữ 10 cổ phiếu được quyền mua 1 cổ phiếu mới với giá 10.000đ/cp. Kế hoạch phát hành đã được trình lên UBCKNN.

Dự báo mới: Hạ dự báo lợi nhuận năm 2024-2026

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 79%, 27,4% và 14% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024, 2025 và 2026 xuống 15 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần năm 2023 chỉ đạt 2,5 tỷ đồng), 203 tỷ đồng và 359 tỷ đồng, trên cơ sở đưa vào mô hình dự báo chi phí trích lập dự phòng 193 tỷ đồng cho các khoản phải thu tại dự án Hoa Tiên Paradise. Chúng tôi nhận thấy đơn vị phát triển dự án Hoa Tiên Paradise đang chịu áp lực về dòng tiền trong điều kiện thị trường ảm đạm hiện nay. Điều này dẫn đến rủi ro cho các khoản phải thu khó đòi của CRE. Do đó, chúng tôi đưa vào mô hình dự báo chi phí trích lập dự phòng cho giai đoạn 2024-2026.

Khoản trích lập dự phòng 193 tỷ đồng bao gồm các khoản phải thu từ CTCP Hồng Lam Xuân Thành – đơn vị phát triển dự án Hoa Tiên Paradise – mà chúng tôi giả định cho giai đoạn 2024-2026, tuân thủ theo hệ thống chuẩn mực kiểm toán Việt Nam. Chúng tôi không giả định trích lập dự phòng cho các khoản phải thu tại dự án Louis City do đơn vị phát triển dự án này dự kiến nộp đầy đủ trong nửa đầu năm 2024 các khoản phí sử dụng đất còn nợ.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu cho năm 2024, 2025, 2026 lần lượt là 1.729 tỷ đồng (tăng trưởng 85,4%), 3.609 tỷ đồng (tăng trưởng 108,7%) và 4.436 tỷ đồng (tăng trưởng 22,9%) nhờ vào sự tăng trưởng ở mảng môi giới BĐS và đầu tư thứ cấp khi thị trường phục hồi sau khi Luật Kinh doanh BĐS và Luật Đất đai sửa đổi bắt đầu có hiệu lực. Thị trường dự kiến sẽ đi vào hợp nhất khi hoạt động môi giới cá nhân bị cấm từ năm 2025. Điều này sẽ có lợi cho các nhà môi giới BĐS hàng đầu có thành tích tốt như CRE. Ngoài ra, HSC kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ cao hơn sẽ đẩy mạnh các hoạt động đầu tư thứ cấp của CRE.

Theo dự báo mới này – thấp hơn nhiều so với dự báo của thị trường, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 424,6%. Nếu không tính đến các khoản chi phí không thường xuyên, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 492,8% (tuy nhiên, đó là do so mức nền rất thấp của năm 2023).

Chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh trong dự báo ở Bảng 2.

Bảng 2: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, CRE

Tỷ đồng	2023	2024F Mới	Điều chỉnh	Tăng trường	2025F Mới	Điều chỉnh	Tăng trường	2026F Mới	Điều chỉnh	Tăng trường	CAGR 2023- 2026
Tổng doanh thu	933	1,729	-	85.4%	3,609	-	108.7%	4,436	-	22.9%	68.2%
Lợi nhuận gộp	177	411	-	132.1%	939	-	115.2%	1,214	-	29.4%	90.0%
LNST	3	15	-79.3%	500.0%	205	-27.4%	1252%	362	-14.0%	76.6%	423.4%
Lợi nhuận thuần	2	15	-79.3%	504.1%	203	-27.4%	1252%	359	-14.0%	76.6%	424.6%
Chi phí dự phòng thuần	-	(58)	-	-	(77)	-	-	(58)	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ chi phí dự phòng thuần	2	73	0.0%	3548%	280	0.0%	284.2%	417	0.0%	48.6%	492.8%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với CRE xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào và giảm 9,4% giá mục tiêu xuống 9.600đ/cp (tiềm năng tăng giá 11%) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2024 và lo ngại về các khoản phải thu khó đòi tại dự án Hoa Tiên Paradise – chủ đầu tư dự án Hoa Tiên Paradise.

Mặc dù chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng CRE sẽ hưởng lợi khi thị trường BĐS phục hồi, nhưng rủi ro liên quan đến các khoản phải thu khó đòi tại dự án Hoa Tiên Paradise sẽ tác động đến HĐKD của mảng đầu tư thứ cấp.

Giả định định giá của HSC như sau:

- Tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá CRE.
- Giả định WACC đối với CRE là 13,3% (không thay đổi). Chúng tôi vẫn giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10% (sau khi bổ sung 2 điểm phần trăm phần bù phụ trội so với phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn của HSC là 8%), và giả định beta không thay đổi ở mức 0,8 lần. HSC tóm tắt dự báo và giả định định giá mới trong Bảng 3-4.

Bảng 3: Giả định DCF, CRE

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	1,729	3,609	4,436	5,013
COGS	(1,318)	(2,670)	(3,222)	(3,597)
Lợi nhuận gộp	411	939	1,214	1,416
EBIT*(1-thuế suất)	25	238	380	550
Cộng: Khấu hao	49	59	62	66
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(297)	(100)	(86)	(104)
Trừ: Chi phí đầu tư	(4)	(8)	(10)	(11)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(226)	190	347	500

Nguồn: HSC ước tính

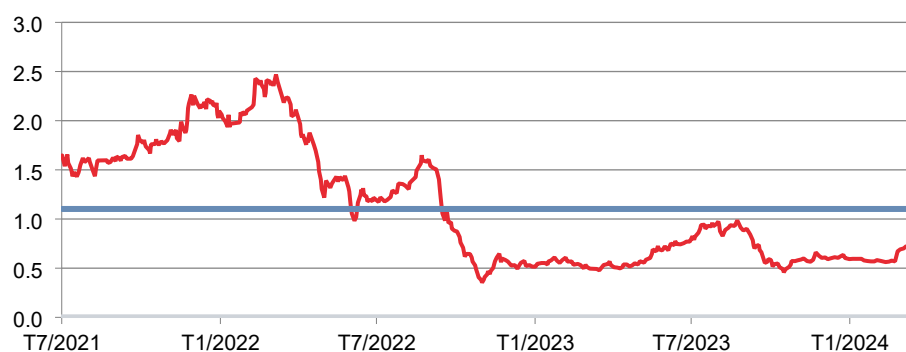
Bảng 4: Định giá, CRE

Tỷ đồng	2024F
Tổng giá trị doanh nghiệp	5,253
Nợ thuần	786
Tổng giá trị vốn CSH	4,467
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	463,678,534
Giá mục tiêu (đồng/cp)	9,600

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 5: P/B trượt dự phóng 1 năm quá khứ, CRE

CRE hiện có P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,72 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 3 năm là 1,1 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1,5% trong 3 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,72 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm là 1,1 lần (Biểu đồ 5).

Phân tích độ nhạy đối với các khoản phải thu khó đòi

Nếu thị trường đi xuống, chúng tôi giả định CRE phải xóa nợ cho các khoản phải thu liên quan đến CTCP Hồng Lam Xuân Thành – chủ đầu tư dự án Hoa Tiên Paradise (do thị trường trầm lắng kéo dài khiến áp lực dòng tiền của công ty này trở nên trầm trọng hơn), dẫn đến phải trích lập đầy đủ 447 tỷ đồng dự phòng (trong đó có 193 tỷ đồng khoản phải thu và 254 tỷ đồng đặt cọc mua căn hộ tại dự án Hoa Tiên Paradise). Trong trường hợp này, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 8.500đ/cp.

Nếu thị trường đi lên, chúng tôi giả định CRE không phải trích lập dự phòng cho các khoản phải thu tại CTCP Hồng Lam Xuân Thành nữa. Trong trường hợp này, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 10.000đ/cp – tương đương với dự báo trước đó.

Bảng 6: Phân tích các kịch bản, CRE

	2023	2024	2025
Kịch bản tiêu cực			
Lợi nhuận thuần	(61)	101	282
Giá mục tiêu			8,600
Kịch bản cơ sở			
Lợi nhuận thuần	15	203	359
Giá mục tiêu			9,600
Kịch bản tích cực			
Lợi nhuận thuần	73	280	417
Giá mục tiêu			10,600

Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi

Rủi ro KQKD thấp hơn dự báo của HSC liên quan đến việc chậm trễ trong việc ghi nhận doanh thu từ dự án Louis City nếu CTCP Đô thị Hoàng Mai không thanh toán phí sử dụng đất 668 tỷ đồng còn nợ.

Ngoài ra, chúng tôi lưu ý đến khả năng xuất hiện khoản phải thu khó đòi liên quan đến dự án Hoa Tiên Paradise. Nếu tình hình thị trường BĐS tiếp tục xấu đi và tâm lý thị trường suy yếu kéo dài, HĐKD của chủ đầu tư CTCP Hồng Lam Xuân Thành sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực, dẫn đến khoản phải thu khó đòi trong các khoản phải thu mà CRE nắm giữ.

Tiềm năng KQKD vượt dự báo của HSC liên quan đến sự phục hồi mạnh mẽ hơn dự kiến của thị trường BĐS, dẫn đến doanh thu mảng môi giới và doanh thu mảng đầu tư thứ cấp cao hơn. Ngoài ra, nếu các vướng mắc pháp lý tại dự án Louis City

được tháo gỡ sớm hơn dự kiến thì doanh thu ghi nhận từ dự án này trong năm nay có khả năng sẽ cao hơn.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	3,491	933	1,729	3,609	4,436
Lợi nhuận gộp	896	177	411	939	1,214
Chi phí BH&QL	(608)	(151)	(379)	(641)	(739)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	288	26.0	31.8	298	475
Lãi vay thuần	(36.0)	(22.6)	(12.8)	(41.8)	(22.8)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(4.61)	1.94	0	-	-
LNTT	248	5.36	18.9	256	452
Chi phí thuế TNDN	(49.2)	(2.84)	(3.78)	(51.2)	(90.4)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.97)	(0.04)	(0.13)	(1.70)	(3.00)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	196	2.49	15.0	203	359
Lợi nhuận thuần ĐC	196	2.49	15.0	203	359
EBITDA ĐC	341	75.0	81.0	357	537
EPS (đồng)	649	5.36	32.4	438	774
EPS ĐC (đồng)	649	5.36	32.4	438	774
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	303	464	464	464	464
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	464	464	464	464	464
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	464	464	464	464	464

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	101	144	117	284	571
Đầu tư ngắn hạn	284	134	134	134	134
Phải thu khách hàng	4,417	4,102	4,134	3,946	3,746
Hàng tồn kho	427	556	657	1,011	1,065
Các tài sản ngắn hạn khác	31.5	19.9	25.9	72.2	88.7
Tổng tài sản ngắn hạn	5,261	4,957	5,068	5,446	5,605
TSCĐ hữu hình	138	122	115	111	109
TSCĐ vô hình	76.2	87.8	89.3	82.5	72.9
Bất động sản đầu tư	130	125	125	125	125
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	2,058	1,817	1,953	2,041	2,500
Tổng tài sản dài hạn	2,402	2,152	2,283	2,359	2,807
Tổng cộng tài sản	7,663	7,108	7,351	7,805	8,411
Nợ ngắn hạn	553	786	786	336	136
Phải trả người bán	156	109	90.3	102	106
Nợ ngắn hạn khác	603	461	438	538	735
Tổng nợ ngắn hạn	1,592	1,483	1,461	1,211	1,266
Nợ dài hạn	452	1.35	251	751	951
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	(1.01)	4.53	4.53	4.53	4.53
Tổng nợ dài hạn	451	5.89	256	756	956
Tổng nợ phải trả	2,043	1,489	1,717	1,967	2,221
Vốn chủ sở hữu	5,589	5,573	5,588	5,790	6,139
Lợi ích cổ đông thiểu số	30.5	46.2	46.4	48.1	51.1
Tổng vốn chủ sở hữu	5,620	5,619	5,634	5,839	6,190
Tổng nợ phải trả và VCSH	7,663	7,108	7,351	7,805	8,411
BVPS (đ)	12,054	12,020	12,052	12,488	13,240
Nợ thuần/(tiền mặt)	904	643	920	804	516

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	288	26.0	31.8	298	475
Khấu hao	(52.9)	(49.0)	(49.3)	(59.0)	(62.3)
Lãi vay thuần	(36.0)	(22.6)	(12.8)	(41.8)	(22.8)
Thuế TNDN đã nộp	(98.5)	(53.5)	(3.78)	(51.2)	(90.4)
Thay đổi vốn lưu động	(2,420)	131	(297)	(99.9)	(85.6)
Khác	(4.20)	(28.1)	55.4	50.1	83.1
LCT thuần từ HKKD	(2,348)	37.6	(233)	164	338
Đầu tư TS dài hạn	(31.8)	(37.6)	(44.1)	(47.8)	(50.7)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	1.76	7.13	0	0	0
Khác	1,051	257	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	1,021	226	(44.1)	(47.8)	(50.7)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	2,016	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(710)	(221)	250	50.0	0
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	1,306	(221)	250	50.0	0
Tiền & tương đương tiền đầu kì	123	101	144	117	284
LCT thuần trong kỳ	(21.2)	43.2	(27.0)	166	288
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	101	144	117	284	571
Dòng tiền tự do	(2,380)	0.04	(277)	116	288

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	25.7	19.0	23.8	26.0	27.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	9.77	8.05	4.69	9.89	12.1
Tỷ suất LNT (%)	5.63	0.27	0.87	5.63	8.08
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.9	52.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(37.6)	(73.3)	85.4	109	22.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(50.7)	(78.0)	7.98	340	50.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(57.1)	(98.7)	504	1,253	76.6
Tăng trưởng EPS (%)	(76.5)	(99.2)	504	1,253	76.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(69.4)	(99.2)	504	1,253	76.6
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.37	0.04	0.27	3.57	6.01
ROACE (%)	5.51	0.44	0.55	4.77	6.91
Vòng quay tài sản (lần)	0.50	0.13	0.24	0.48	0.55
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(8.15)	1.45	(7.33)	0.55	0.71
Số ngày tồn kho	60.0	269	182	138	121
Số ngày phải thu	621	1,981	1,144	539	424
Số ngày phải trả	22.0	52.7	25.0	14.0	12.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	18.4	11.9	17.5	16.1	10.9
Nợ/tài sản (%)	14.7	11.4	14.9	15.5	14.8
EBIT/lãi vay (lần)	8.01	1.15	2.47	7.12	20.8
Nợ/EBITDA (lần)	3.31	10.8	13.5	3.40	2.31
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.31	3.34	3.47	4.50	4.43
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.41	4.99	2.85	1.34	1.02
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.4	62.1	60.9	13.5	8.44
P/E (lần)	13.4	1,616	267	19.8	11.2
P/E ĐC (lần)	13.4	1,616	267	19.8	11.2
P/B (lần)	0.72	0.72	0.72	0.69	0.65
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