

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

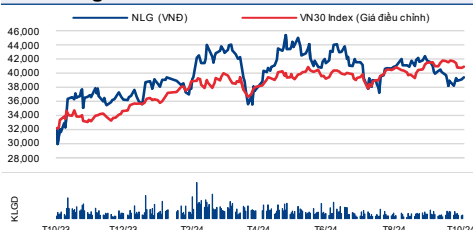
Giá mục tiêu: VNĐ46,700 (từ VNĐ53,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/10/2024)	39,400
Mã Bloomberg	NLG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	29,958-45,381
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,088
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	596
Slg CP lưu hành (tr.đv)	383
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	191
Slg CP NN được mua (tr.đv)	7.28
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	48.1%
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	(5.17)	(5.74)	22.6
So với chỉ số	(3.84)	(8.99)	(3.69)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,305	1,532	(14.8)
2025F	1,397	1,958	(28.6)
2026F	1,434	2,891	(50.4)

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.ph@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

Giá trị lớn nhờ quỹ đất đã trả tiền sử dụng đất nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với NLG xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 12,4% giá mục tiêu xuống 46.700đ (tiềm năng tăng giá 18,5%) chủ yếu do giảm dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận cũng như tăng giá định chiết khấu so với ước tính RNAV (lên mức 15% từ 10%).
- Chúng tôi giảm 5-25% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu do giảm dự báo doanh số bán nhà và quan điểm thận trọng hơn về thời điểm ghi nhận doanh thu đất thương mại. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn dự báo 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 5,4% trong vòng 1 tháng qua, NLG đang giao dịch với chiết khấu 28,1% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 33%.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2024

HSC xem xét lại dự báo và định giá đối với NLG sau khi Công ty công bố KQKD Q3/2024 với doanh số bán nhà khiêm tốn, khả năng trì hoãn việc mở bán dự án Mizuki và quan điểm thận trọng của BLĐ về doanh thu đất thương mại tại dự án Southgate. Theo đó, chúng tôi hạ dự báo lợi nhuận và hạ khuyến nghị đối với NLG xuống Tăng tỷ trọng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhận thấy giá trị đầu tư nhờ quỹ đất dồi dào của NLG.

Tác động: Giảm 5-25% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 5,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 (xuống 533 tỷ đồng, vẫn tăng trưởng 10,2%) do giả định chậm bàn giao. Cho năm 2025, chúng tôi giảm 24,5% dự báo lợi nhuận thuần xuống 571 tỷ đồng, vẫn tăng trưởng 7,2% vì không đưa doanh thu đất thương mại tại dự án Southgate vào mô hình dự báo do việc ký kết biên bản ghi nhớ đã bị trì hoãn và thời gian hoàn thiện có vẻ không chắc chắn. Chúng tôi cũng giảm 12,9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 xuống 586 tỷ đồng, tăng trưởng nhẹ 2,6%, chủ yếu do giảm dự báo doanh số bán nhà năm 2024-2025.

Nhìn chung, dự báo mới của HSC cho giai đoạn 2024-2026 – thấp hơn 15-50% so với bình quân dự báo thị trường – 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%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5,2% trong vòng 1 tháng qua (diễn biến kém tích cực hơn VN Index 2,3%), NLG đang giao dịch với chiết khấu 28,1% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 33% – bị ảnh hưởng bởi sự suy thoái của thị trường.

HSC giảm 12,4% giá mục tiêu xuống 46.700đ (tiềm năng tăng giá 18,5%) chủ yếu do giảm dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận và tăng giá định chiết khấu so với ước tính RNAV (lên mức 15% từ 10%) do triển vọng lợi nhuận giảm xuống. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng mức chiết khấu so với RNAV sẽ thu hẹp lại từ mức bình quân 33% trong ba năm qua do triển vọng của ngành đang cải thiện. Chúng tôi cũng chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025.

Chúng tôi 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. Tuy nhiên, sau khi hạ dự báo doanh số bán nhà, lợi nhuận và định giá, HSC nhận thấy tiềm năng tăng giá đã giảm xuống mức 18,5%. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 31/10.

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)	18.5	28.4	17.0	12.9	14.6
P/E ĐC (lần)	28.9	33.2	30.2	28.2	27.5
Lợi suất cổ tức (%)	2.18	0.51	1.27	1.27	1.27
P/B (lần)	1.68	1.62	1.56	1.50	1.45
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

Doanh số bán nhà khiêm tốn, hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

HSC ưa thích quỹ đất dồi dào của NLG, Công ty đã trả gần hết tiền sử dụng đất trong bối cảnh lo ngại về việc chi phí đất tăng sau khi luật đất đai được ban hành. Tuy nhiên, chúng tôi hiện dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận sẽ thấp hơn so với dự báo cũ do việc hoàn tất các thủ tục pháp lý để mở bán diễn ra chậm hơn dự kiến cũng như nhu cầu đối với các dự án ở những đô thị loại 2 thấp hơn dự kiến. Theo đó, HSC giảm 5-20% dự báo dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026. Tuy nhiên, dự báo mới vẫn 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%. Với tiềm năng tăng giá giảm xuống mức 18,5% (tại giá mục tiêu mới 46.700đ), chúng tôi hạ khuyến nghị đối với NLG xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Giảm dự báo doanh số bán nhà do trì hoãn mở bán

Lưu ý, doanh số bán nhà của NLG đạt 3,5 nghìn tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2024, tăng 99,2% so với cùng kỳ. Doanh số bán nhà chủ yếu đến các dự án Akari City (8ha, TP.HCM), Southgate (165ha, Long An) và Mizuki Park (26ha, TP.HCM).

Mặc dù tăng mạnh so với cùng kỳ từ mức nền thấp trong năm 2023 do tác động của sự suy thoái thị trường, kết quả này vẫn thấp hơn dự báo trước đó của HSC. Đồng thời, chúng tôi thấy rằng việc chuẩn bị mở bán khu CC5 (khoảng 800 căn hộ) tại dự án Mizuki dường như chậm hơn dự kiến, do đó chúng tôi lùi thời điểm mở bán khu vực này sang năm 2025 (so với kỳ vọng trước đó là vào Q4/2024).

Do đó, trong Q4/2024, chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ chính thức ghi nhận doanh số bán các căn nhà thấp tầng (đất nền và nhà phố/biệt thự) tại dự án Cần Thơ (43ha, Cần Thơ, ra mắt lần đầu vào năm 2021) từ giữa tháng 11 và kỳ vọng điều này sẽ đóng góp đáng kể vào doanh số bán nhà và lợi nhuận trong Q4/2024. Vì việc xây dựng CSH đã được chuẩn bị, NLG có thể bàn giao đất nền tại dự án này trong Q4/2024 và ghi nhận doanh thu tương ứng.

Trong khi đó, các dự án Izumi (165ha, Đồng Nai) và Paragon (45ha, Đồng Nai) vẫn đang trong quá trình hoàn tất các thủ tục pháp lý. Chúng tôi vẫn kỳ vọng các dự án này sẽ được mở bán vào năm 2025 nhưng thời điểm chính xác có thể muộn hơn.

Do đó, HSC giảm 19,9% dự báo doanh số bán nhà xuống 5,4 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 37,7% cho năm 2024, giảm 12,0% cho năm 2025 xuống 8,0 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 49,3%, và giảm 16,7% cho năm 2026 xuống 12,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 31,0%. Dự báo doanh số bán nhà cho năm 2025 được đẩy mạnh chủ yếu nhờ các dự án Mizuki, Southgate, Cần Thơ, trong khi dự báo doanh số bán nhà năm 2026 được đẩy mạnh nhờ các dự án trên và đóng góp lớn hơn từ các dự án Izumi, Akari và Paragon. Nhìn chung, dự báo doanh số bán nhà vẫn cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2023-2026 là 39,1%.

Bảng 1: Danh mục dự án, NLG

Dự án Cần Thơ sẽ mở bán căn hộ thấp tầng trong 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%	Bắt đầu bàn giao giai đoạn 2 (1.690 căn) từ Q4/2024
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			670	>40,000			

Nguồn: NLG, HSC

Dự báo mới: Giảm 5-25% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

Cho năm 2024, HSC điều chỉnh giảm 5,2% dự báo lợi nhuận thuần (xuống 533 tỷ đồng, vẫn tăng trưởng 10,2%) do điều chỉnh các giả định về thời điểm bàn giao tại các dự án Southgate và Izumi, chúng tôi thấy rằng việc bàn giao tại các dự án này diễn ra chậm hơn một chút so với kỳ vọng trước đó. Chúng tôi dự báo các khoản mục không thường xuyên trong năm 2024 là 37 tỷ đồng (dựa trên KQKD thực hiện trong 9 tháng đầu năm 2024, chúng tôi không dự báo các khoản mục này trong Q4/2024).

Cho năm 2025, HSC giảm 24,5% dự báo lợi nhuận thuần xuống 571 tỷ đồng, vẫn tăng trưởng 7,2% do chúng tôi không đưa doanh thu tài sản thương mại tiềm năng tại dự án Southgate vào dự báo của mình vì thấy rằng thời gian hoàn thành giao dịch ngày càng không chắc chắn sau khi sự kiện ký kết biên bản ghi nhớ bị trì hoãn và lộ trình không chắc chắn – điều này vẫn có thể tạo ra tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn dự báo của chúng tôi nếu tiến độ giao dịch diễn ra nhanh hơn dự kiến. Trong số các dự án, chúng tôi dự báo Cần Thơ và Akari sẽ là những dự án đóng góp chính vào lợi nhuận trong năm 2024-2025.

Chúng tôi cũng giảm 12,9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 xuống 586 tỷ đồng, tăng trưởng nhẹ 2,6%, chủ yếu do giảm dự báo doanh số bán nhà năm 2024-2025. Nhìn chung, dự báo mới của HSC 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%. Chúng tôi trình bày dự báo lợi nhuận mới đối với NLG trong Bảng 2-3.

Bảng 2: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, NLG

HSC dự báo lợi nhuận thuần/ lợi nhuận “cốt lõi” giai đoạn 2023-2026 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 6,6% - 8,6%

Tỷ đồng	2023	2024F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	3,181	5,050	-12.7%	58.7%	6,019	-5.5%	19.2%	5,350	-16.0%	-11.1%
Lợi nhuận gộp	1,562	2,241	-18.2%	43.5%	2,841	-7.6%	26.8%	2,649	-15.3%	-6.7%
Doanh thu HĐ tài chính	246	331	15.6%	34.4%	102	-30.5%	-69.3%	100	-45.3%	-1.4%
Thu nhập từ cty LD, LK	418	90	109.5%	-78.5%	16	-19.6%	-82.2%	48	-38.9%	200.5%
Lợi nhuận thuần	484	533	-5.2%	10.2%	571	-24.5%	7.2%	586	-12.9%	2.6%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	27	38	N/m	40.7%	-	-	-100%	-	-	-
Lợi nhuận “cốt lõi”	457	495	-11.9%	8.3%	571	-24.5%	15.3%	586	-12.9%	-12.9%

Nguồn: HSC

Giảm 12,4% giá mục tiêu, hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 7,2% ước tính RNAV theo phương pháp SoTP xuống 54.800đ do tác động trái chiều của một số yếu tố sau:

- Chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).
- Giảm giả định WACC (do giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống mức 9% từ 10%) sau khi giảm 100 điểm cơ bản của phần bù rủi ro vốn CSH theo tiêu chuẩn nội bộ.
- Giảm dự báo doanh số bán nhà và lợi nhuận ghi nhận cho giai đoạn 2024-2026
- Để tính ra giá mục tiêu 46.700đ (giảm 12,4%), HSC áp dụng mức chiết khấu 15% đối với RNAV, mở rộng từ mức 10% trước đó do có nhiều lo ngại hơn về doanh số bán nhà thấp. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng chiết khấu so với RNAV sẽ thu hẹp lại từ mức bình quân 33% trong ba năm qua do triển vọng ngành được cải thiện sẽ hỗ trợ doanh thu của các dự án của NLG và giảm rủi ro giảm giá cho luận điểm đầu tư của chúng tôi.

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 hai 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 là 12,2% (giảm từ 13,2% do phần bù rủi ro vốn CSH giảm từ 10% xuống 9%). Cụ thể, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4%, và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9% – bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội so với phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn của HSC là 7,5% (giảm từ 8,5% trước đó).

Chúng tôi trình bày chi tiết về định giá trong Bảng 3. Ngoài ra, chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với những thay đổi trong giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh trong Bảng 4, và trình bày giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 5.

Bảng 3: Định giá (tỷ đồng), NLG

Dự án	Tỷ lệ sở hữu của NLG	2025	Phương pháp
Southgate	65%	1,168	DCF
Waterpoint phase 2	100%	4,169	So sánh
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/Tỷ lệ vốn hóa
VSIP	50%	1,764	DCF
Cần Thơ 1	100%	914	DCF
Dự án khác	100%	858	Giá trị sổ sách
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)		54,847	
Chiết khấu so với RNAV		15%	
Giá mục tiêu (đồng)		46,700	

Nguồn: HSC

Bảng 4: 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%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH					
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
	3.0%	48,900	48,300	47,700	47,200	46,600
	3.5%	48,400	47,800	47,200	46,700	46,100
	4.0%	47,900	47,300	46,700	46,200	45,600
	4.5%	47,400	46,800	46,200	45,700	45,200
	5.0%	46,900	46,300	45,700	45,300	44,700

Nguồn: HSC

Bảng 5: 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%	10.0%	15%	20.0%	25.0%
Giá mục tiêu (đồng)	52,200	49,400	46,700	43,900	41,200
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	32.5%	25.4%	18.5%	11.4%	4.6%

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

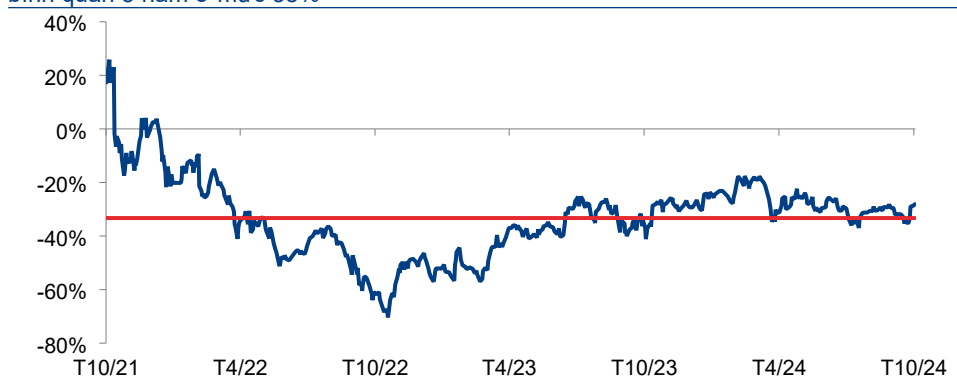
Sau khi giá cổ phiếu giảm 5,2% trong vòng 1 tháng qua (và diễn biến kém tích cực hơn VN Index 2,3%), NLG đang giao dịch với chiết khấu 28,1% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 33% (Bảng 6).

HSC tiếp tục ưa thích NLG vì công ty có (1) danh mục dự án vững chắc với hầu hết các nghĩa vụ về tiền sử dụng đất đã được hoàn thành – điều này giúp NLG nổi bật so với các doanh nghiệp phát triển BĐS khác trong bối cảnh luật đất đai mới sẽ làm tăng chi phí đất cho các dự án chưa hoàn thành nghĩa vụ thanh toán tiền sử dụng đất và (2) bảng CĐKT lành mạnh với tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH là 0,3 lần tại thời điểm cuối Q3/2024.

Tuy nhiên, sau khi hạ dự báo về doanh số bán nhà, lợi nhuận và định giá, HSC nhận thấy tiềm năng tăng giá đã giảm xuống mức 19,4%. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, NLG

NLG đang giao dịch với chiết khấu 28,1% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 33%



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
Phải 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)	3.81	5.89	3.43	3.09	3.67
EV/EBITDA ĐC (lần)	18.5	28.4	17.0	12.9	14.6
P/E (lần)	27.2	31.3	28.5	26.6	25.9
P/E ĐC (lần)	28.9	33.2	30.2	28.2	27.5
P/B (lần)	1.68	1.62	1.56	1.50	1.45
Lợi suất cổ tức (%)	2.18	0.51	1.27	1.27	1.27

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