

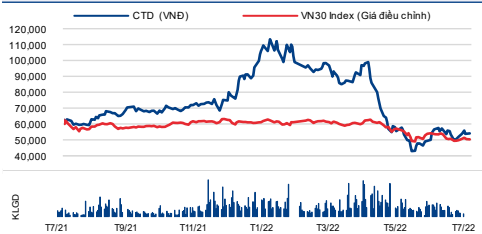
**Năm giữ** (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ57,800 (từ VNĐ98,500)  
Tiềm năng tăng/giảm: 4.7%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (5/7/2022)</b>	<b>55,200</b>
Mã Bloomberg	CTD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,950-113,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	54,367
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,077
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	175
Slg CP lưu hành (tr.đv)	73.9
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	36.2
Slg CP NN được mua (tr.đv)	3.99
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	43.6%
Tỷ lệ freefloat	49.0%
Cổ đông lớn	KUSTOCEM (18.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.17)	(41.9)	(12.1)
So với chỉ số	2.42	(28.0)	10.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2022F	469	1,194	(60.7)
2023F	1,388	4,939	(71.9)
2024F	4,338	-	-

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

CTD là một trong những công ty xây dựng hàng đầu tại Việt Nam với các dự án chính bao gồm dự án dân dụng và công nghiệp.

**Chuyên viên phân tích**

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

**Biên lợi nhuận chịu áp lực giảm; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ**

- HSC giảm 41% giá mục tiêu xuống còn 57.800đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận và hạ khuyến nghị xuống Năm giữ. Quá trình hồi phục của CTD mất nhiều thời gian hơn dự đoán.
- Chúng tôi lần lượt giảm mạnh 91,4%; 78,5% và 54% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022, 2023 và 2024 trước triển vọng khó khăn hơn của ngành trong bối cảnh giá vật liệu tăng và cạnh tranh gay gắt.
- Tại thị giá hiện tại, CTD có P/E trượt sự phóng là 59,7 lần; cao hơn so với bình quân quá khứ là 44,6 lần trong 3 năm qua.

**Sự kiện: Triển vọng ngành không tích cực**

Sau khi phân tích triển vọng ngành BĐS nhà ở - trong báo cáo phát hành gần đây với tiêu đề 'BDS dân cư: Mua vào khi điều chỉnh' – HSC cập nhật dự báo cho CTD – doanh nghiệp trong lĩnh vực xây dựng nhà ở. Nói chung, chúng tôi thấy triển vọng của Công ty đã trở nên khó khăn hơn.

**Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2022, 2023 và 2024**

HSC giảm 91,4% dự báo lợi nhuận năm 2022, chủ yếu vì giảm giá định tỷ suất lợi nhuận gộp. Đồng thời chúng tôi cũng giảm đáng kể dự báo cho năm 2023 và 2024, lần lượt giảm 78,5% và 54% sau khi hạ giá định cả doanh thu và tỷ suất lợi nhuận. HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 đạt rất thấp, chỉ đạt 35 tỷ đồng nhưng dự báo sẽ hồi phục lên mức 103 tỷ đồng vào năm 2023 (tăng trưởng 196%) và 320 tỷ đồng vào năm 2024 (tăng trưởng 212%).

Dự báo của chúng tôi thấp hơn 61-72% so với bình quân dự báo của thị trường mặc dù lợi nhuận 3 năm theo dự báo mới của HSC tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 137% (từ nền thấp năm 2021). Rõ ràng là quá trình phục hồi của CTD mất nhiều thời gian hơn so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi.

**Định giá và khuyến nghị**

HSC giảm giá mục tiêu cho CTD xuống còn 57.800đ (từ 98.500đ) sau khi giảm dự báo lợi nhuận. Đồng thời, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ. Giá mục tiêu của HSC được tính dựa trên phương pháp DCF với chi phí vốn bình quân WACC là 14,5%. Tại thị giá hiện tại, CTD có P/E trượt là 59,7 lần; cao hơn so với bình quân quá khứ là 44,6 lần trong 3 năm qua.

Hiện triển vọng HSKD cốt lõi của CTD đã trở nên khó khăn hơn vì giá hợp đồng nhận thầu kém thuận lợi trong bối cảnh mức độ cạnh tranh trong ngành ở mức cao, chi phí hoạt động gia tăng, chi phí trích lập dự phòng phải thu khó đời cao. Hiện đã hồi phục của thị trường BĐS sau dịch Covid-19 có thể bị ảnh hưởng trước sự tăng cường giám sát của chính phủ đối với tín dụng dành cho lĩnh vực BĐS. Trong khi đó, chiến lược của ban lãnh đạo mới vẫn chưa đem lại hiệu quả.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 6/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	92.7	(346)	(368) ▼	(222) ▼	(124) ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	334	24.0	34.7 ▼	103 ▼	320 ▼
EPS ĐC (đồng)	4,439	325	469 ▼	1,388 ▼	4,338 ▼
DPS (đồng)	3,000	999	0 ▼	0 ▼	1,610 ▼
BVPS (đồng)	110,768	110,923	111,369	112,688 ▼	115,199 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	29.8	(9.24)	(3.55)	(1.78)	6.73
P/E ĐC (lần)	12.4	170	118	39.8	12.7
Lợi suất cổ tức (%)	5.43	1.81	0	0	2.92
P/B (lần)	0.50	0.50	0.50	0.49	0.48
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(52.4)	(92.7)	44.4	196	212
ROAE (%)	3.99	0.29	0.42	1.24	3.81

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

## Quá trình hồi phục chậm lại 1 năm

HSC giảm 41% giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF xuống còn 57.800đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận vì chúng tôi thấy rằng quá trình hồi phục lợi nhuận của CTD sẽ mất nhiều thời gian hơn so với kỳ vọng trước đây. Mặc dù có lượng hợp đồng đã ký lớn và có thể giúp doanh thu tăng trưởng, HSC tin rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của CTD sẽ thu hẹp vì các điều kiện ký kết hợp đồng không được thuận lợi trong khi giá nguyên vật liệu gia tăng. Ngoài ra, triển vọng chung của ngành trở nên khó khăn hơn vì sự hồi phục của thị trường BĐS chịu tác động tiêu cực từ động thái siết tín dụng trong khi mức độ cạnh tranh vẫn gay gắt. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với CTD xuống Năm giữ.

### Triển vọng của ngành trở nên khó khăn hơn

Triển vọng của ngành xây dựng tại Việt Nam trong ngắn và trung hạn trở nên khó khăn hơn so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi, dựa trên các yếu tố sau:

- **Chi phí vật liệu xây dựng tăng mạnh:** Theo Hiệp hội thép Việt Nam (VSA), giá thép xây dựng đã tăng khoảng 11,8-15,2% trong 4 tháng đầu năm 2022 nhưng đã bắt đầu giảm trong tháng 5 và tháng 6. Sự biến động của giá thép (thép là vật liệu đầu vào chính của ngành xây dựng) đã ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. Trong khi đó, truyền thông cũng đưa tin giá các vật liệu xây dựng khác như gạch xây, đã tăng khoảng 10% trong khi gạch ốp lát cũng tăng khoảng 10-15% so với đầu năm... Giá các vật liệu xây dựng tăng là vì nhu cầu tăng sau khi hoạt động xây dựng hồi phục sau Tết nguyên đán và giá năng lượng tăng mạnh vì ảnh hưởng từ xung đột Nga-Ucraina.

Giá vật liệu xây dựng tăng sẽ tác động trực tiếp đến tỷ suất lợi nhuận của các nhà thầu nói chung. Điều này là vì hầu hết các hợp đồng thầu hiện là các hợp đồng trọn gói, trong đó nhà thầu chịu trách nhiệm mua vật liệu xây dựng và từ đó chịu một phần – hoặc toàn bộ - rủi ro tăng giá vật liệu trong ngắn hạn. Sau khoảng 6 - 12 tháng, hợp đồng có thể được điều chỉnh để phản ánh sự thay đổi ở giá vật liệu xây dựng.

- **Mức độ cạnh tranh cao:** Với rào cản gia nhập ngành thấp và thị trường BĐS nhà ở phát triển nhanh chóng tại TP HCM và Hà Nội trong giai đoạn 2014-2019, một số doanh nghiệp xây dựng mới đã được thành lập và cạnh tranh mạnh mẽ để giành hợp đồng thầu.

Sự phân mảnh của thị trường trở nên sâu sắc hơn sau khi các doanh nghiệp đầu ngành gặp khó khăn – CTD phải xử lý sự bất đồng kéo dài trong HĐQT trong khi HBC (Không khuyến nghị) tiếp tục đối mặt với tình trạng vốn lưu động yếu và gánh nặng vay nợ gia tăng.

Theo đó, hiện ngành xây dựng bước vào thời kỳ không có doanh nghiệp lớn chiếm ưu thế mà thay vào đó là nhiều nhà thầu quy mô trung bình cạnh tranh gay gắt với nhau. Điều này gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp của toàn ngành và các nhà thầu phải hạ giá đấu thầu để giành được hợp đồng.

- **Chính phủ quản lý chặt tín dụng vào lĩnh vực BĐS:** Chính phủ gần đây đã cho thấy ý định siết chặt tín dụng vào lĩnh vực BĐS, đặc biệt ở hoạt động phát hành TPDN của các doanh nghiệp BĐS. Định hướng này nằm trong Thông tư 16 và dự thảo Nghị định 153 hạn chế, giám sát hoạt động phát hành TPDN. Để biết thêm thông tin về vấn đề này, vui lòng tham khảo báo cáo gần đây với tiêu đề 'BDS dân cư: Mua vào khi điều chỉnh'.

Chúng tôi cho rằng động thái gần đây của Chính phủ sẽ có tác động tích cực trong trung, dài hạn vì sẽ giúp thị trường BĐS phát triển bền vững. Tuy nhiên, HSC cho rằng nguồn cung trong ngắn hạn trên thị trường sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực vì nhiều doanh nghiệp BĐS sẽ khó huy động vốn phục vụ HĐKD của mình. Điều này nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng đến giá trị hợp đồng ký mới của các doanh nghiệp xây dựng nói chung.

Đáng chú ý là mặc dù vẫn giữ dự báo doanh thu năm 2022 có thể tăng trưởng nhờ lượng hợp đồng đã ký tại thời điểm cuối năm 2021 lớn, HSC lần lượt giảm 6,5% và 13,4% dự báo doanh thu năm 2023 và 2024.

## Giảm mạnh dự báo lợi nhuận

Trước triển vọng khó khăn hơn của ngành, HSC lần lượt giảm 91,4%; 78,5% và 54% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022, 2023 và 2024. Thông tin điều chỉnh lợi nhuận chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây.

**Bảng 1: Điều chỉnh dự báo, CTD**

(tỷ đồng)	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	y/y
<b>2022</b>				
Doanh thu	15,119	15,119	0.0%	66.5%
Lợi nhuận gộp	835	382	-54.2%	38.8%
Chi phí BH&QL	(604)	(604)	0.0%	16.9%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>401</b>	<b>35</b>	<b>-91.4%</b>	<b>44.4%</b>
<b>2023</b>				
Doanh thu	19,860	18,565	-6.5%	22.8%
Lợi nhuận gộp	996	560	-43.7%	46.7%
Chi phí BH&QL	(655)	(671)	2.4%	11.1%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>476</b>	<b>103</b>	<b>-78.5%</b>	<b>195.8%</b>
<b>2024</b>				
Doanh thu	22,310	19,316	-13.4%	4.0%
Lợi nhuận gộp	1,121	681	-39.2%	21.6%
Chi phí BH&QL	(581)	(694)	19.4%	3.5%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>696</b>	<b>320</b>	<b>-54.0%</b>	<b>212.5%</b>

Nguồn: HSC dự báo

Cho năm 2022, chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu tại 15,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 66,5%). Điều này cho thấy đà hồi phục của hoạt động xây dựng sau giãn cách diễn ra vào Q3/2021. Tuy nhiên, HSC giảm đáng kể dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của CTD năm 2022 xuống còn 4,9% từ 3%; chủ yếu vì giá vật liệu xây dựng và chi phí nhân công tăng mạnh hơn dự báo. HSC giữ nguyên giá định chi phí bán hàng & quản lý tại 604 tỷ đồng, tăng 16,9%. Theo đó, chúng tôi giảm 91,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 xuống còn 35 tỷ đồng.

Cho năm 2023 và 2024, chúng tôi lần lượt giảm 6,5% và 13,4% dự báo doanh thu xuống 18,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22,8%) và 19,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4%) sau khi giảm giá định nguồn cung BĐS trước tác động tiêu cực của động thái siết tín dụng vào thị trường BĐS như đề cập trên đây.

HSC giảm giá định tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2023 từ 5% xuống 3% vì chi phí vật liệu xây dựng tăng mạnh và CTD phải giảm giá bỏ thầu trước mức độ cạnh tranh gay gắt trong ngành. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ hồi phục lên mức 3,5% vào năm 2024 (giảm từ 5% trong dự báo trước đây). HSC cũng lần lượt nâng 2,4% và 19,4% giá định chi phí bán hàng & quản lý năm 2023 và 2024 lên 671 tỷ đồng (tăng 11,1%) và 694 tỷ đồng (tăng 3,5%) sau khi nâng dự báo chi phí nhân công và chi phí thuê ngoài.

Theo đó, chúng tôi lần lượt giảm 78,5% và 54% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2023 và 2024 xuống còn 103 tỷ đồng (tăng trưởng 196%) và 317 tỷ đồng (tăng trưởng 213%).

Cho năm 2022, lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD dự báo âm 670 tỷ đồng nhưng sẽ dương trở lại ở mức 701 tỷ đồng trong năm 2023 và 1.072 tỷ đồng trong năm 2024 nhờ hoạt động xây dựng hồi phục sau dịch Covid-19 và Công ty giảm được số ngày phải thu.

Với KQKD kém, HSC dự báo CTD sẽ không chi trả cổ tức trong năm 2023 và chỉ bắt đầu chi trả cổ tức trở lại vào năm 2024 với mức cổ tức là 1.500đ/cp, tương đương lợi suất cổ tức 2,8% và tỷ lệ lợi nhuận dùng để trả cổ tức là 116%.

## Định giá và khuyến nghị

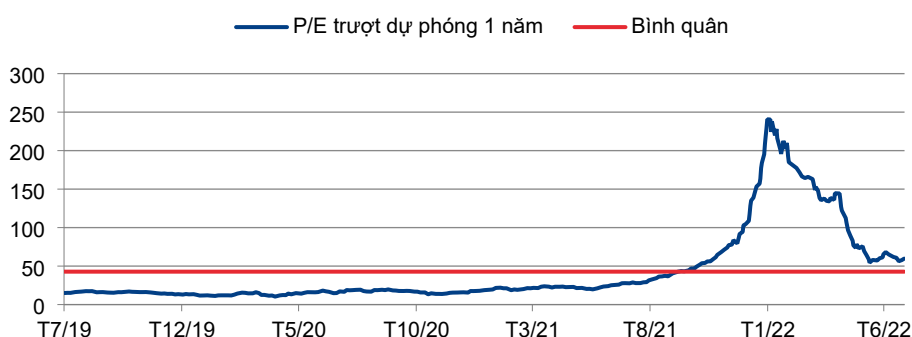
HSC giảm 41,1% giá mục tiêu xuống còn 57.800đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2022-2026. Các giá định của chúng tôi được trình bày dưới đây:

- HSC sử dụng mô hình DCF 2 giai đoạn để định giá CTD. Giai đoạn tăng trưởng là từ năm 2022-2026. Sau đó, chúng tôi sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 1% để tính giá trị dài hạn.
- Trong mô hình DCF, HSC sử dụng chi phí vốn bình quân WACC là 14,5%; lãi suất phi rủi ro là 3,5% (tăng từ 3% trong dự báo trước đây). Chúng tôi sử dụng giả định phần bù rủi ro vốn CSH là 8% nhưng cộng thêm 2% để phản ánh thực tế huy động vốn trong ngành BĐS và ngành có liên quan đến BĐS tại Việt Nam. Theo đó, HSC tính ra chi phí vốn CSH là 15%; chi phí vay nợ là 10%. Trước đây, CTD không sử dụng nhiều vay nợ nhưng chúng tôi cho rằng điều này sẽ thay đổi trong tương lai dưới thời của ban lãnh đạo mới. HSC giả định tỷ lệ nợ/vốn CSH bình quân là 4,7% trong 5 năm tới.

Tại thị giá hiện tại, CTD có P/E trượt là 59,7 lần; cao hơn so với mức bình quân quá khứ là 44,6 lần trong 3 năm qua.

### Bảng 2: P/E trượt dự phóng 1 năm, CTD

CTD hiện có P/E trượt là 59,7 lần; cao hơn so với mức bình quân quá khứ là 44,6 lần trong 3 năm qua



Nguồn: Fiinpro, HSC ước tính

CTD đang phải đối mặt với nhiều thách thức ở HKKD cốt lõi trong ngắn hạn do tác động của dịch Covid-19 và mức độ cạnh tranh cao trong ngành trong trung hạn. Trong khi đó, chiến lược của ban lãnh đạo mới vẫn chưa đem lại hiệu quả. HSC giảm khuyến nghị đối với CTD xuống Nắm giữ.

### Bảng 3: Phân tích độ nhạy, CTD

Tiền thuần của Công ty chiếm 65% định giá, do đó giá mục tiêu không quá nhạy cảm với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0.50%	1%	1.50%	2%
<b>Lãi suất phi rủi ro</b>				
3.0%	58,142	58,155	58,169	58,183
3.5%	58,020	<b>58,031</b>	58,044	58,075
4.0%	57,899	57,910	57,921	57,933

Nguồn: HSC ước tính

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)						Báo cáo LCTT (tỷ đồng)					
	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F		12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Doanh thu	14,558	9,078	15,119	18,565	19,316	EBIT	201	(241)	(222)	(110)	(13.0)
Lợi nhuận gộp	856	275	382	560	681	Khấu hao	108	105	146	111	111
Chi phí BH&QL	(656)	(516)	(604)	(671)	(694)	Lãi vay thuần	228	264	237	211	386
Thu nhập khác	0	0	0	0	0	Thuế TNDN đã nộp	(165)	(102)	(8.66)	(25.6)	(80.1)
Chi phí khác	0	0	0	0	0	Thay đổi vốn lưu động	(1,034)	305	(704)	636	911
<b>EBIT</b>	<b>201</b>	<b>(241)</b>	<b>(222)</b>	<b>(110)</b>	<b>(13.0)</b>	Khác	297	279	115	113	64.3
Lãi vay thuần	228	264	237	211	386	<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>(567)</b>	<b>421</b>	<b>(670)</b>	<b>701</b>	<b>1,071</b>
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(27.0)	(30.3)	0	0	0	Đầu tư TS dài hạn	(5.07)	(47.1)	(103)	(53.7)	(56.0)
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0	Góp vốn & đầu tư	0	0	2,401	0	0
LN không thường xuyên	26.7	45.4	27.5	27.5	27.5	Thanh lý	8.30	0	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>428</b>	<b>38.2</b>	<b>43.3</b>	<b>128</b>	<b>401</b>	Khác	1,388	(633)	262	261	336
Chi phí thuế TNDN	(93.4)	(14.0)	(8.66)	(25.6)	(80.1)	<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>1,392</b>	<b>(681)</b>	<b>2,561</b>	<b>207</b>	<b>280</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.18)	(0.10)	0	0	0	Cổ tức trả cho CSH	(229)	(73.8)	0	0	(119)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0	Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>334</b>	<b>24.0</b>	<b>34.7</b>	<b>103</b>	<b>320</b>	Tăng/giảm nợ	0	0	500	0	0
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>334</b>	<b>24.0</b>	<b>34.7</b>	<b>103</b>	<b>320</b>	Khác	0	(178)	0	0	0
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>92.7</b>	<b>(346)</b>	<b>(368)</b>	<b>(222)</b>	<b>(124)</b>	<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(229)</b>	<b>(252)</b>	<b>500</b>	<b>0</b>	<b>(119)</b>
EPS (đồng)	4,439	325	469	1,388	4,338	Tiền & tương đương tiền đầu kì	801	1,397	885	3,275	4,184
EPS ĐC (đồng)	4,439	325	469	1,388	4,338	<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>596</b>	<b>(512)</b>	<b>2,391</b>	<b>908</b>	<b>1,233</b>
DPS (đồng)	3,000	999	0	0	1,610	Ảnh hưởng của tỷ giá	0.32	0.05	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	75.3	73.9	73.9	73.9	73.9	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>1,397</b>	<b>885</b>	<b>3,275</b>	<b>4,184</b>	<b>5,416</b>
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	75.3	73.9	73.9	73.9	73.9	<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(572)</b>	<b>374</b>	<b>(772)</b>	<b>647</b>	<b>1,015</b>
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	75.3	73.9	73.9	73.9	73.9						
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)						Các chỉ số tài chính					
	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F		12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Tiền & tương đương tiền	1,397	885	3,275	4,184	5,416	<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Đầu tư ngắn hạn	1,981	2,401	0	0	0	Tỷ suất LN gộp (%)	5.88	3.03	2.53	3.02	3.53
Phải thu khách hàng	7,648	7,425	9,883	10,334	9,573	Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	0.64	(3.81)	(2.43)	(1.19)	(0.64)
Hàng tồn kho	1,492	1,692	1,789	1,698	1,759	Tỷ suất LNT (%)	2.30	0.26	0.23	0.55	1.66
Các tài sản ngắn hạn khác	350	349	376	412	452	Thuế TNDN hiện hành (%)	21.8	36.8	20.0	20.0	20.0
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>12,868</b>	<b>12,751</b>	<b>15,322</b>	<b>16,628</b>	<b>17,200</b>	Tăng trưởng doanh thu (%)	(38.7)	(37.6)	66.5	22.8	4.05
TSCĐ hữu hình	604	531	487	432	380	Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(80.7)	(47.3)	(6.37)	39.7	43.9
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-	Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(53.0)	(92.8)	44.4	196	212
Bất động sản đầu tư	46.8	40.7	41.3	38.5	35.7	Tăng trưởng EPS (%)	(52.4)	(92.7)	44.4	196	212
Đầu tư dài hạn	302	302	302	302	302	Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(52.4)	(92.7)	44.4	196	212
Đầu tư vào Cty LD,LK	63.6	33.2	33.2	33.2	33.2	Tăng trưởng DPS (%)	0	(66.7)	(100)	nm	nm
Tài sản dài hạn khác	274	267	267	267	267	Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	67.6	307	0	0	37.1
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1,290</b>	<b>1,174</b>	<b>1,130</b>	<b>1,073</b>	<b>1,017</b>	<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>14,157</b>	<b>13,925</b>	<b>16,453</b>	<b>17,701</b>	<b>18,218</b>	ROAE (%)	3.99	0.29	0.42	1.24	3.81
Nợ ngắn hạn	0	1.72	1.72	1.72	1.72	ROACE (%)	2.37	(2.90)	(2.60)	(1.25)	(0.15)
Phả trả người bán	3,307	3,133	4,438	4,929	5,101	Vòng quay tài sản (lần)	0.96	0.65	1.00	1.09	1.08
Nợ ngắn hạn khác	1,875	2,114	2,616	3,138	3,266	Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(2.83)	(1.75)	3.02	(6.35)	(82.2)
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>5,753</b>	<b>5,675</b>	<b>7,670</b>	<b>8,820</b>	<b>9,152</b>	Số ngày tồn kho	39.7	70.2	44.3	34.4	34.4
Nợ dài hạn	0	0	500	500	500	Số ngày phải thu	204	308	245	209	188
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0	Số ngày phải trả	88.1	130	110	99.9	99.9
Nợ dài hạn khác	5.57	2.54	2.54	2.54	2.54	<b>Cơ cấu vốn</b>					
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>5.57</b>	<b>2.54</b>	<b>503</b>	<b>503</b>	<b>503</b>	Nợ thuần*/VCSH (%)	(10.6)	(5.70)	(26.4)	(35.3)	(48.7)
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>5,759</b>	<b>5,677</b>	<b>8,172</b>	<b>9,323</b>	<b>9,654</b>	Nợ/tài sản (%)	3.60	3.00	6.73	7.03	7.00
Vốn chủ sở hữu	8,344	8,193	8,226	8,323	8,509	EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Lợi ích cổ đông thiểu số	54.2	54.8	54.8	54.8	54.8	Nợ/EBITDA (lần)	5.50	(1.21)	(3.01)	(5.61)	(10.2)
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>8,399</b>	<b>8,248</b>	<b>8,280</b>	<b>8,378</b>	<b>8,563</b>	Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.24	2.25	2.00	1.89	1.88
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>14,157</b>	<b>13,925</b>	<b>16,453</b>	<b>17,701</b>	<b>18,218</b>	<b>Định giá</b>					
BVPS (đ)	110,768	110,923	111,369	112,688	115,199	EV/doanh thu (lần)	0.19	0.35	0.09	0.02	(0.04)
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(1,397)	(883)	(2,774)	(3,682)	(4,915)	EV/EBITDA ĐC (lần)	29.8	(9.24)	(3.55)	(1.78)	6.73
						P/E (lần)	12.4	170	118	39.8	12.7
						P/E ĐC (lần)	12.4	170	118	39.8	12.7
						P/B (lần)	0.50	0.50	0.50	0.49	0.48
						Lợi suất cổ tức (%)	5.43	1.81	0	0	2.92

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



## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)