

Vài nét về doanh nghiệp

CTCP Tập đoàn C.E.O là một trong những nhà phát triển bất động sản nghỉ dưỡng – du lịch lớn với quỹ đất tập trung tại Vân Đồn và Phú Quốc với thương hiệu Sonasea.

Khuyến nghị **TRUNG LẬP**

| | |
|--------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND) | 17.425 |
| Tiềm năng tăng giá | -5,3% |

Thông tin cổ phiếu

| | |
|-------------------------|-----------------------|
| Phân ngành | Bất động sản, Du lịch |
| Thị giá (10/05/2024) | 18.400 |
| Biến động 1 năm | 15.300 – 28.400 |
| KLGD bình quân 52T (cp) | 11.237.864 |
| Vốn hóa (Tỷ đồng) | 9.522 |
| P/E | 42,3x |
| P/B | 1,52x |
| %NN sở hữu | 5,55% |

Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Quân

phquan@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

VỊ THẾ TÀI CHÍNH TỐT TRONG CHU KÌ ĐẦU TƯ MỚI

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Trong chu kỳ đầu tư dự án mới, chúng tôi đánh giá cao vị thế tài chính và hiệu quả dòng tiền của CEO nhờ: (1) Nguồn tiền mặt dồi dào và tỷ lệ đòn bẩy nợ vay ở mức an toàn, (2) Dự án trọng điểm Sonasea Vân Đồn đã hoàn thành đầu tư các hạ tầng quan trọng và bắt đầu kinh doanh các phân khu tiếp theo.

Tuy vậy, trong 1-2 năm tiếp theo việc bán hàng mới vẫn gặp những khó khăn nhất định, và sẽ cần thêm thời gian để EPS hồi phục về mặt bằng cũ sau đợt phát hành cổ phiếu pha loãng trong năm 2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu CEO với mức định giá hợp lý là **17.425 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Dự án Sonasea Vân Đồn Harbor City tiếp tục là nguồn đóng góp lợi nhuận chính

Trong năm 2024, CEO đã chính thức vận hành khách sạn Wyndham Garden Sonasea, đồng thời bắt đầu nhận đặt cọc và đẩy mạnh triển khai hạ tầng tại các phân khu mới. VCBS đánh giá dự án Sonasea Vân Đồn sẽ tiếp tục đóng góp gần 10.000 tỷ đồng doanh thu cho doanh nghiệp trong các năm tới.

Vị thế tài chính tốt để triển khai dự án trong chu kỳ đầu tư mới

Đối với chu kỳ phát triển dự án mới, VCBS đánh giá vị thế tài chính của CEO đã được cải thiện tích cực nhờ: (1) Nguồn tiền mặt dồi dào từ đợt phát hành cổ phiếu trong năm 2023, (2) Dự án trọng điểm Sonasea Vân Đồn Harbor City đã qua giai đoạn đầu tư lớn và bắt đầu tạo dòng tiền tích cực.

Cần thêm thời gian để đưa vào kinh doanh các dự án gối đầu

Các dự án KĐT gối đầu (Hana Garden City, Sonasea Residences) có thể sẽ cần thêm thời gian để được đưa vào kinh doanh và đóng góp dòng tiền cho CEO. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng lợi nhuận từ các dự án trên xét đến vị trí khá hấp dẫn và phần lớn quỹ đất đã được CEO thực hiện đền bù từ lâu.

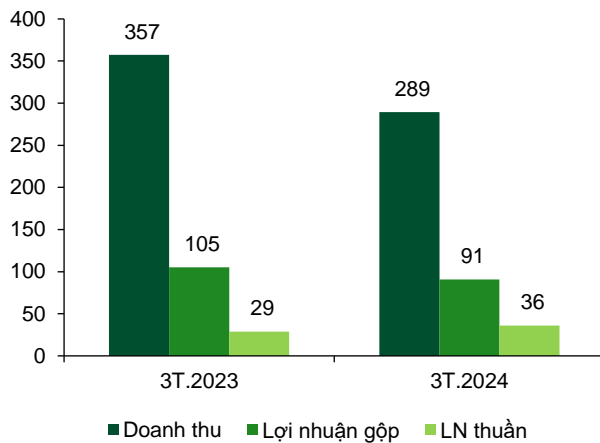
| Chỉ tiêu tài chính | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|--------------------|---------|---------|--------|--------|
| DTT (tỷ đồng) | 2.549 | 1.393 | 2.271 | 2.386 |
| +/- yoy (%) | 182,66% | -45,33% | 62,98% | 5,07% |
| LN thuần (tỷ đồng) | 279 | 151 | 193 | 289 |
| +/- yoy (%) | 199,42% | -45,95% | 27,71% | 50,10% |
| TS LN gộp (%) | 35,79% | 31,08% | 33,07% | 38,89% |
| TS LN ròng (%) | 10,94% | 10,82% | 8,48% | 12,11% |
| EPS - TTM (VND) | 1.084 | 293 | 374 | 562 |

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1.2024

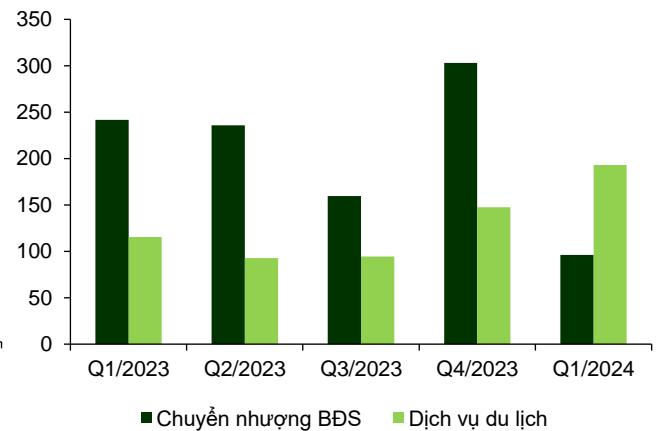
Doanh thu Q1.2024 đạt 289 tỷ đồng (-19,0% yoy). Doanh thu chuyển nhượng bất động sản ghi nhận sự sụt giảm mạnh (đạt 96 tỷ đồng, so với 242 tỷ đồng tại Q1.2023) do tiến độ bàn giao tại dự án Sonasea Vân Đồn Harbor City chậm lại và doanh nghiệp chưa thực hiện bàn giao các sản phẩm thuộc phân khu mới. Trong khi đó, doanh thu mảng dịch vụ du lịch tăng trưởng 67,1% so với cùng kỳ nhờ hiệu quả khai thác các hạ tầng du lịch tiếp tục xu hướng hồi phục sau dịch bệnh.

LN thuần đạt 36 tỷ đồng, tăng trưởng 25,7% so với cùng kỳ. Mặc dù lợi nhuận gộp sụt giảm, chi phí tài chính được tiết giảm đáng kể do CEO đã thu về nguồn tiền mặt lớn từ phát hành thêm cổ phiếu trong Q3.2023 và trả bớt dư nợ vay tài chính. Do đó, CEO ghi nhận mức lợi nhuận thuần tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ.

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của CEO (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Doanh thu các mảng kinh doanh của CEO (đv: tỷ đồng)



Nguồn: CEO, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Dự án Sonasea Vân Đồn Harbor City tiếp tục là nguồn đóng góp lợi nhuận chính

Dự án Sonasea Vân Đồn Harbor City (Vân Đồn) là dự án trọng điểm phát triển của CEO từ năm 2019. Trong đó, một số phân khu đầu tiên (Singapore Shoptel, Wyndham Garden, Silk Path) lần lượt được đưa vào kinh doanh trong giai đoạn 2020-2021 và đã gây được tiếng vang lớn tại thời điểm ra mắt.

Bảng 1: Các phân khu tại dự án Sonasea Vân Đồn (giai đoạn 1)

| Phân khu | Diện tích (m ²) | Sản phẩm | Tiến độ |
|------------------------|-----------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|
| Singapore Shoptel | 32.000 | 192 căn shophouse | Bàn giao trong giai đoạn 2021 - 2022 |
| Wyndham Garden Sonasea | 86.000 | 182 căn villas & Khách sạn 5 sao | Bắt đầu bàn giao từ cuối năm 2022. |
| Sonasea Silk Path | 86.000 | 340 căn shophouse | Bắt đầu bàn giao từ cuối năm 2022 |

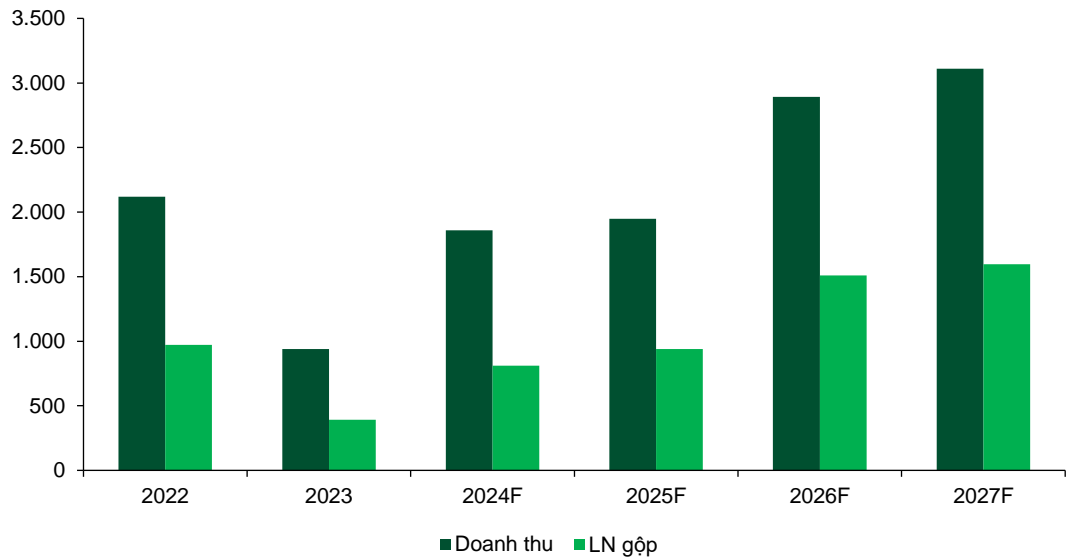
| | | | |
|---|---------|----------------|-------------------------|
| Premier Wyndham Garden Sonasea | 64.000 | 120 căn villas | Bắt đầu nhận đặt cọc |
| Emirates Bay, Paradise Island & Grand Oceania | 192.000 | | Đang triển khai hạ tầng |

Nguồn: CEO, VCBS tổng hợp

Trong tháng 04.2024, CEO đã chính thức vận hành khách sạn Wyndham Garden Sonasea (khách sạn 5 sao đầu tiên tại Vân Đồn) và bước đầu ghi nhận tỷ lệ lấp đầy khá tích cực tại dịp Lễ. Ngoài ra, CEO bắt đầu nhận đặt cọc và đẩy mạnh triển khai hạ tầng tại các phân khu mới. VCBS đánh giá dự án Sonasea Vân Đồn sẽ tiếp tục đóng góp gần 10.000 tỷ đồng doanh thu cho doanh nghiệp trong các năm tới và hưởng lợi đáng kể nhờ:

- Vân Đồn còn nhiều dư địa thu hút khách du lịch xét đến: (1) Là một trong số ít địa điểm du lịch tại khu vực phía Bắc sở hữu bãi biển đẹp, (2) Có khả năng kết nối tốt với Hà Nội, các tỉnh thành phía Bắc và miền đông Trung Quốc thông qua hệ thống cao tốc. Điều này đặc biệt thể hiện tại cuối năm 2023 – đầu năm 2024 khi mặt bằng vé máy bay cao đã thúc đẩy mạnh xu hướng người dân miền Bắc lựa chọn du lịch tại các địa điểm gần, có thể di chuyển bằng đường bộ như Vân Đồn.
- Việc đưa vào vận hành khách sạn Wyndham và khu vực bãi cát nhân tạo giúp cải thiện đáng kể cảnh quan và hệ thống tiện ích du lịch trong quần thể Sonasea.

Hình 3: KQKD ghi nhận từ dự án Sonasea Vân Đồn Harbor City (đv: tỷ đồng)



Nguồn: CEO, VCBS

Tuy vậy trong 1-2 năm tiếp theo, chúng tôi cho rằng tốc độ bán hàng và khả năng thiết lập mặt bằng giá mới tại Sonasea Vân Đồn sẽ vẫn gặp khó khăn nhất định xét đến:

- Việc chấm dứt thí điểm Ban quản lý Khu kinh tế Vân Đồn và thị trường BĐS đảo chiều đã khiến nhiều chủ đầu tư trên địa bàn tạm dừng tiến độ triển khai dự án. Điều này gây: (1) Ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý thị trường, (2) Nhiều hạ tầng, tiện ích du lịch trên địa bàn không được triển khai như kế hoạch.
- Những kì vọng thành lập đặc khu kinh tế và đợt sốt đất 2020 – 2021 đã đẩy mặt bằng giá tại Vân Đồn lên tương đối cao so với mức độ phát triển và khả năng khai thác cho thuê thực tế.

Ngoài ra, phân khúc BĐS nghỉ dưỡng – du lịch thường có tốc độ hồi phục chậm hơn thị trường chung do giá trị cao và chủ yếu phục vụ nhu cầu đầu tư.

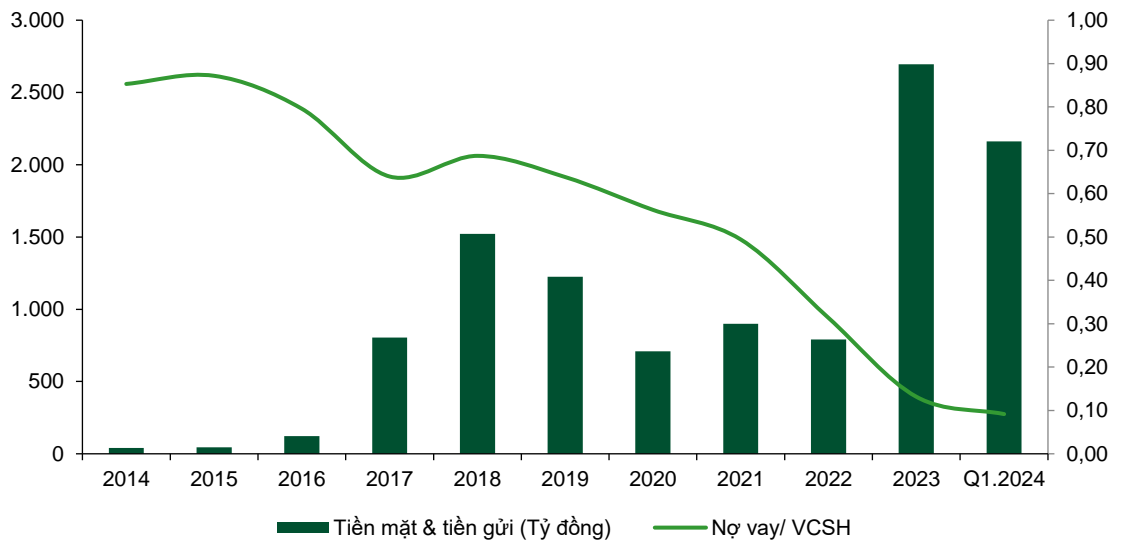
Vị thế tài chính tốt để triển khai dự án trong chu kỳ đầu tư mới

Trong quá khứ, CEO từng chịu áp lực tài chính đáng kể khi triển khai chuỗi dự án Sonasea Phú Quốc (từ năm 2014) do: (1) Quy mô đầu tư dự án lớn so với nguồn lực doanh nghiệp, (2) Đặc thù dự án du lịch, nghỉ dưỡng yêu cầu mức độ đầu tư đáng kể về hạ tầng, cảnh quan trước khi đưa vào kinh doanh. Điều này mang đến áp lực liên tục phát hành cổ phiếu pha loãng và gia tăng nợ vay trong các năm tiếp theo, đồng thời ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả lợi nhuận dự án.

Đối với chu kỳ phát triển dự án mới, VCBS đánh giá vị thế tài chính của CEO đã được cải thiện tích cực nhờ:

- Việc phát hành cổ phiếu thành công trong năm 2023 đã giúp CEO sở hữu nguồn tiền mặt dồi dào và hoàn thành thanh toán một phần đáng kể dư nợ vay tài chính.
- Dự án trọng điểm Sonasea Vân Đồn Harbor City đã qua giai đoạn thâm hụt dòng tiền lớn nhất (triển khai hạ tầng, cảnh quan, bãi cát nhân tạo và khối khách sạn). Do đó, dòng tiền từ dự án kỳ vọng tương đối dồi dào trong các năm tới nhờ việc vận hành khách sạn Wyndham Sonasea và đưa vào kinh doanh các phân khu villas, shophouse tiếp theo.

Hình 4: Số dư tiền mặt, tiền gửi và tỷ lệ Nợ vay/ VCSH của CEO



Nguồn: CEO, VCBS tổng hợp

Cần thêm thời gian để đưa vào kinh doanh các dự án gối đầu

Tiếp nối Sonasea Vân Đồn Harbor City, trong giai đoạn 2024 – 2028 CEO có kế hoạch đẩy mạnh phát triển các dự án BĐS đô thị. Cụ thể:

- **KĐT Hana Garden City (Mê Linh, Hà Nội):** Với diện tích hơn 20 ha và vị trí nằm sát tuyến đường vành đai 4 TP.Hà Nội (dự kiến vận hành từ 2025), dự án kỳ vọng đem về nguồn lợi nhuận đáng kể cho CEO nếu được đưa vào kinh doanh. Hiện tại dự án đang chờ giải phóng mặt bằng đối với các lô đất còn lại và hoàn thành thủ tục chuyển đổi mục đích sử dụng đất lúa.
- **KĐT Sonasea Residences (Phú Quốc):** Là dự án trọng điểm tiếp theo của CEO tại Phú Quốc, Sonasea Residences sẽ hưởng lợi đáng kể từ danh tiếng và mặt bằng giá đã được xác lập tại chuỗi các dự án trước đó (Novotel – Best Western Premier Sonasea – Sonasea Paris Villas & Shopping center). Tuy vậy, chúng tôi đánh giá thị trường BĐS khu vực Phú Quốc vẫn còn khó khăn trong 1-2 năm tới do: (1) Chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các điểm đến du lịch khác trong

khu vực với mặt bằng chi phí rẻ hơn, (2) Việc phát triển dự án ở ạt trong giai đoạn bùng nổ đã tạo ra áp lực thừa cung tạm thời trên địa bàn.

Bảng 2: Các dự án được CEO triển khai trong giai đoạn 2024 - 2028

| Dự án | Địa điểm | Diện tích (m2) | Tiến độ |
|------------------------------------|----------------------------|------------------|--|
| Sonasea Vân Đồn Harbor City | Vân Đồn, Quảng Ninh | 3.583.000 | Đã bàn giao một số phân khu shophouse, villas biển đầu tiên và đưa vào vận hành khách sạn Wyndham Sonasea. |
| Hana Garden City | Mê Linh, Hà Nội | 203.000 | Hoàn thành GPMB đối với phần lớn diện tích. |
| Sonasea Residences | Phú Quốc, Kiên Giang | 625.000 | Cơ bản xong GPMB và đang hoàn thiện thủ tục đầu tư. |
| River Silk City | TP.Phủ Lý, Hà Nam | 1.260.000 | Đã hoàn thiện và bàn giao 3 phân kì đầu tiên. Các phân kì tiếp theo (83,88 ha) đang thực hiện điều chỉnh quy hoạch 1/500 |

Nguồn: CEO, VCBS tổng hợp

Các dự án KĐT trên kì vọng là nguồn đóng góp quan trọng đến KQKD của CEO xét đến đặc thù các dự án đô thị thường có tốc độ bán hàng và hiệu quả dòng tiền tốt hơn dự án nghỉ dưỡng, du lịch. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng sẽ cần thêm thời gian để CEO đưa vào kinh doanh các dự án do:

- Tiến độ dự án kéo dài, ách tắc trong nhiều năm. Do đó, những thay đổi về quy định pháp luật, quy hoạch địa phương và đơn giá đền bù có thể đặt ra khó khăn đáng kể trong việc thực hiện dự án.
- Việc triển khai nhiều dự án cùng lúc có thể mang đến áp lực lớn về dòng tiền và năng lực quản lý dự án của doanh nghiệp.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2024 của CEO đạt **2.271 tỷ đồng (+62,9% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **193 tỷ đồng (+27,7% yoy)**, tương ứng với EPS là **374 VND/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu CEO dựa trên một số phương pháp:

Định giá từng phần

Chúng tôi định giá vốn cổ phần hợp lý của từng dự án, mảng kinh doanh quan trọng của CEO và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **18.364 VND/ cổ phiếu**.

| | Giá trị hợp lý (Tỷ đồng) |
|----------------------------|--------------------------|
| Dự án bất động sản | 4.673 |
| Hạ tầng kinh doanh du lịch | 2.008 |
| Khác | 2.771 |

| | |
|--------------------------------------|---------------|
| Giá trị VCSH ròng hợp lý | 9.452 |
| Số cổ phiếu (triệu) | 515 |
| Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND) | 18.364 |

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch của các doanh nghiệp tương đồng trên thị trường và đưa ra mức định giá hợp lý là **16.486 VND/ cổ phiếu**.

| Doanh nghiệp | P/B |
|--------------------------------------|---------------|
| NBB | 1,35 |
| VCR | 3,09 |
| CKG | 1,33 |
| NVL | 0,59 |
| TIG | 0,95 |
| DIG | 2,24 |
| VC3 | 2,53 |
| Trung vị | 1,35 |
| BPVS TB 2024 - 2025 (VND) | 12.212 |
| Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND) | 16.486 |

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu CEO là **17.425 VND/ cổ phiếu**.

| Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu) | |
|---|---------------|
| Phương pháp định giá từng phần | 18.364 |
| Phương pháp định giá tương đối | 16.486 |
| Kết hợp 2 phương pháp | 17.425 |

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong chu kỳ đầu tư dự án mới, chúng tôi đánh giá cao vị thế tài chính và hiệu quả dòng tiền của CEO nhờ: (1) Nguồn tiền mặt dồi dào và tỷ lệ đòn bẩy nợ vay ở mức an toàn, (2) Dự án trọng điểm Sonasea Vân Đồn đã hoàn thành đầu tư các hạ tầng quan trọng và bắt đầu kinh doanh các phân khu tiếp theo.

Tuy vậy, trong 1-2 năm tiếp theo việc bán hàng mới vẫn gặp những khó khăn nhất định. Và chúng tôi đánh giá việc phát hành cổ phiếu trong năm 2023 đã mang đến áp lực pha loãng lớn cho cổ phiếu, do đó sẽ cần thêm thời gian để EPS hồi phục về mặt bằng cũ khi CEO hạch toán, đưa vào kinh doanh và

phân khu và dự án mới. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu CEO với mức định giá hợp lý là **17.425 VND/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

| Khuyến nghị | Chi tiết |
|------------------|--|
| MUA | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới |
| BÁN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới. |

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>