

KHUYẾN NGHỊ		CTCP ĐẦU TƯ THƯƠNG MẠI SMC (HSX: SMC) HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TỪ LỖ SANG LÃI			
Giá hiện tại:	<b>11,300</b>	Ngày viết báo cáo:	07/03/2024	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	74	HANWA LTD	20%
Giá mục tiêu mới:	<b>14,000</b>	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	777	NGUYỄN THỊ NGỌC LOAN	14%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VNĐ)	1.7	NGUYỄN CẨM VÂN	14%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>+19%</b>	Sở hữu nước ngoài	20%	NGUYỄN NGỌC ANH	14%

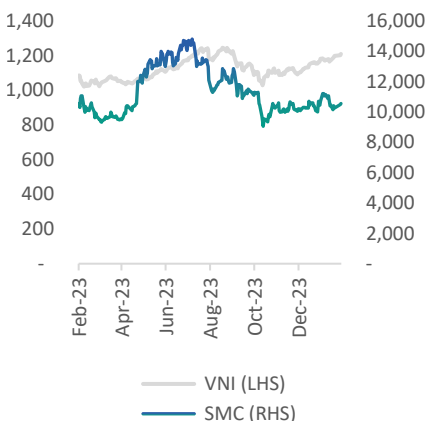
**Bộ phận Research:**

Phạm Quang Minh  
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)  
[minhpg@bsc.com.vn](mailto:minhpg@bsc.com.vn)

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **SMC** với giá trị hợp lý năm 2024 là **14,000 VNĐ/CP** (tương đương với Upside 19% so với giá trần ngày 07/03/2024), dựa trên phương pháp P/B mục tiêu = 1.2x. Quan điểm của BSC cho rằng (1) KQKD cốt lõi của SMC sẽ chuyển dần từ lỗ sang lãi nhờ thị trường Bất động sản hồi phục, (2) Áp lực trích lập nợ xấu sẽ bù đắp một phần nhờ lợi nhuận kinh doanh cốt lõi trong 2025- 2026.

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**



**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ - HOẠT ĐỘNG KINH DOANH LỖ SANG LÃI**

- Kết quả kinh doanh phục hồi từ lỗ sang lãi nhờ Thị trường bất động sản hồi phục và bán tài sản.**
  - Trong năm 2024, sản lượng kỳ vọng + 12% yoy và biên lợi nhuận gộp phục hồi 1.5 điểm % nhờ thị trường Bất động sản hồi phục.
  - SMC ghi nhận lợi nhuận bất thường bán NKG và bất động sản – kỳ vọng đạt 256 tỷ VNĐ.
- Định giá SMC đang giao dịch với P/B FWD 2024 = 1x và P/B FWD 2026 = 1.1x – sau khi trích lập hoàn toàn.** Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm để tích lũy cổ phiếu khi:
  - Ngành bất động sản đang ở đáy ở 1 chu kỳ. BSC kỳ vọng ngành Bất động sản sẽ phục hồi dần trở lại kể từ năm 2024, giúp cho sản lượng phục hồi.
  - Chu kỳ giá thép xuống diễn ra trong 2-3 năm, do đó, có thể quay trở lại vào cuối năm 2025. Khi đó, SMC có thể sẽ hưởng lợi mạnh mẽ từ chu kỳ giá thép tăng mới.
  - Giá trị sổ sách/CP của SMC sẽ duy trì được ở mức 10,270 – 11,970 VNĐ/CP trong giai đoạn 2024 – 2026. Trong trường hợp xấu nhất SMC phải trích lập dự phòng hết thì giá trị sổ sách là 10,203 VNĐ/CP tương đương P/B = 1.1x

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Trong năm 2024, BSC dự báo SMC ghi nhận DTT = 16,213 tỷ VNĐ (+18% yoy), NPATMI = 28 tỷ VNĐ so với mức lỗ 879 tỷ VNĐ trong năm 2023, tương đương EPS FWD 2024 = 383 VNĐ/CP, P/E FWD 2024 = 29.5 P/B FWD 2023 = 1x với giả định sau: (1) Sản lượng + 12% yoy, giá bán + 5% yoy, (2) Biên lợi nhuận gộp đạt 1.7% , (3) SMC ghi nhận lợi nhuận bất thường 264 tỷ VNĐ từ bán tài sản NKG.

**Rủi ro:** Trích lập dự phòng 710 tỷ VNĐ. Tuy nhiên, BSC đánh giá áp lực trích lập dự phòng sẽ bù đắp một phần nhờ HĐKD cốt lõi phục hồi.

Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	2.4	(1.3)	(0.9)	29.5
PB (x)	0.9	0.4	0.9	1.0
PS (x)	0.1	0.0	0.1	0.1
ROE (%)	36%	-34%	-109%	3%
ROA (%)	10%	-7%	-14%	0%

KQKD	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	21,315	23,182	13,786	16,213
Lợi nhuận gộp	1,480	-38	70	276
NPATMI	874	-579	-879	28
EPS	14,346	-7,866	-11,946	383
Tăng trưởng EPS	186%	-155%	52%	-103%

## I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

Hình: Tóm tắt KQKD của SMC trong năm 2023

BC KQKD	Q4.2022	Q4.2023	% QoQ	% YoY	2022	2023	% YoY	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4,203</b>	<b>3,212</b>	<b>2%</b>	<b>-24%</b>	<b>23,152</b>	<b>13,786</b>	<b>-40%</b>	<p><b>Kết thúc năm 2023, SMC ghi nhận doanh thu thuần đạt 13,786 tỷ VNĐ (-40% yoy), LNST – CĐTS đạt lỗ 879 tỷ VNĐ. Theo đó, mức lỗ +54% yoy so với cùng kỳ năm 2022.</b></p> <p><b>Nguyên nhân chủ yếu đến từ:</b></p> <p>(1) Sản lượng giảm – 30% yoy và giá bán -15-17% yoy do nhu cầu yếu.</p> <p>(2) SMC ghi nhận trích lập dự phòng 500 tỷ VNĐ từ nợ xấu các khoản phải thu.</p> <p>Nếu loại bỏ đi các khoản trích lập dự phòng nợ xấu (502 tỷ VNĐ từ NVL), BSC ước tính SMC ghi nhận lỗ khoảng 400 tỷ VNĐ từ HĐKD cốt lõi.</p>
Giá vốn	(4,571)	(3,163)	-1%	-31%	(23,182)	(13,717)	-41%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>(368)</b>	<b>49</b>	<b>-218%</b>	<b>-113%</b>	<b>(30)</b>	<b>70</b>	<b>-333%</b>	
DTTC	24	30	22%	26%	110	121	10%	
CPTC	(102)	(79)	-9%	-23%	(360)	(346)	-4%	
Trong đó: Lãi vay	(77)	(58)	-13%	-25%	(240)	(277)	16%	
Lãi từ CTLK	-	-			-	-		
CP BH	(45)	(29)	-5%	-35%	(216)	(126)	-41%	
CP QLDN	(46)	(326)	878%	609%	(128)	(631)	391%	
<b>Lãi từ HĐKD</b>								
Thu nhập khác, ròng	2	30	-365%	1103%	29	5	-84%	
EBT								
Thuế TNDN	(17)	(4)	-9651%	-77%	(59)	(6)	-90%	
<b>NPAT</b>	<b>(551)</b>	<b>(333)</b>	<b>87%</b>	<b>-40%</b>	<b>(645)</b>	<b>(919)</b>	<b>43%</b>	
Lợi ích CĐTS	(36)	(3)	-76%	-90%	(72)	(40)	-45%	
<b>NPATMI</b>	<b>(515)</b>	<b>(330)</b>	<b>101%</b>	<b>-36%</b>	<b>(573)</b>	<b>(879)</b>	<b>54%</b>	
<b>Sản lượng (tấn)</b>					<b>1,253,789</b>	<b>877,652</b>	<b>-30%</b>	
<b>Giá bán niêm yết tham khảo</b>								
Thép xây dựng	16,080	15,000	1%	-7%	18,548	15,438	-17%	
Thép ống	21,100	18,633	-5%	-12%	25,233	20,600	-18%	
Biên lợi nhuận gộp	-9%	1.5%	3%	10%	0%	0.5%	1%	
Biên lợi nhuận ròng	-13%	-10%	-5%	3%	-3%	-7%	-4%	

Nguồn: SMC

## II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ – HOẠT ĐỘNG KINH DOANH PHỤC HỒI TỪ LỖ SANG LÃI

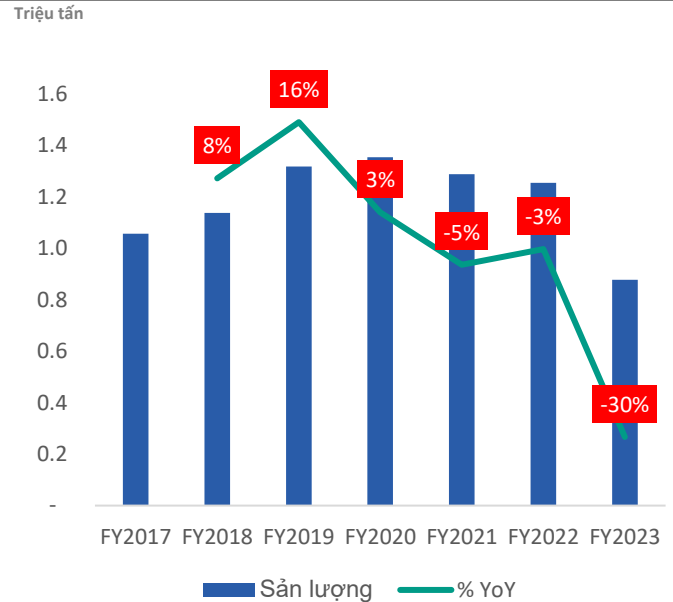
### 1. Sản lượng kỳ vọng + 12% yoy và biên lợi nhuận gộp phục hồi 1.2 điểm % nhờ thị trường Bất động sản hồi phục.

BSC kỳ vọng sản lượng ngành thép nói chung, cũng như SMC sẽ + 10-15% yoy nhờ thị trường Bất động sản hồi phục. Kết thúc năm 2023, sản lượng thép nội địa toàn ngành - 10% YoY do nhu cầu Bất động sản yếu. Với việc (1) chính sách thị trường Bất động sản đã đảo chiều trong năm 2023, (2) mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp trong 2H.2023 (Chi tiết tại [Báo cáo ngành](#)), BSC kỳ vọng thị trường Bất động sản sẽ phục hồi kể từ 2H.2024 và các doanh nghiệp thương mại thép như SMC cũng sẽ phục hồi từ xu hướng chung của ngành. Theo đó, BSC dự báo sản lượng SMC + 12% YoY trong năm 2024

Hình: Sản lượng thép nội địa toàn ngành đạt 16.4 triệu tấn (-9.8% YoY) trong năm 2023, duy trì ở mức 1.3-1.4 triệu tấn/tháng



Hình: Sản lượng thép nội địa của SMC ước đạt 877,000 tấn (- 30% yoy) trong năm 2023



Nguồn: BSC Research tổng hợp

**Biên lợi nhuận kỳ vọng sẽ phục hồi 1.5 điểm % nhờ xu hướng giá thép tích cực hơn khi sức mua quay trở lại.** Nhìn lại năm 2023, giá thép xây dựng trong xu hướng giảm do nhu cầu yếu. Thứ nhất, (1) nhu cầu Trung Quốc phục hồi yếu, trong khi, các nhà máy Trung Quốc tăng sản xuất trong 1H.2023, kéo theo mặt bằng giá thép thế giới giảm. Thứ hai, (2) nhu cầu trong nước yếu do Bất động sản gặp khó. Tuy nhiên, tính đến cuối năm 2023, BSC cho rằng giá thép đã tạo đáy (Quan điểm này đã được BSC đề cập tới trong [Báo cáo trước đây](#))

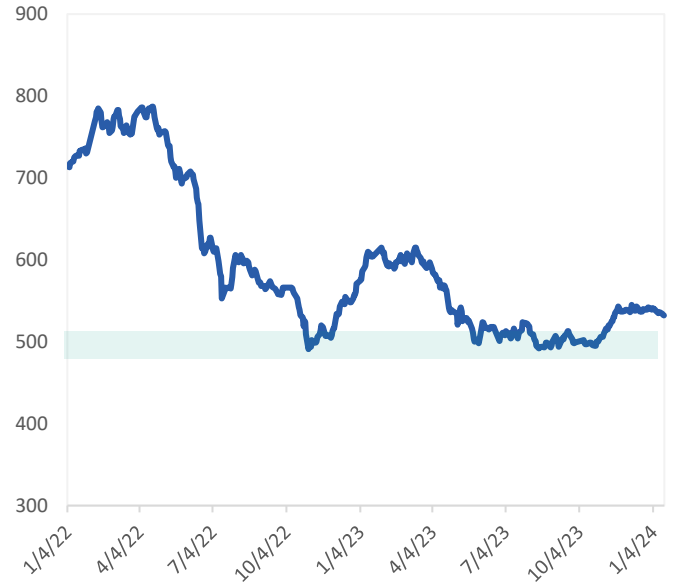
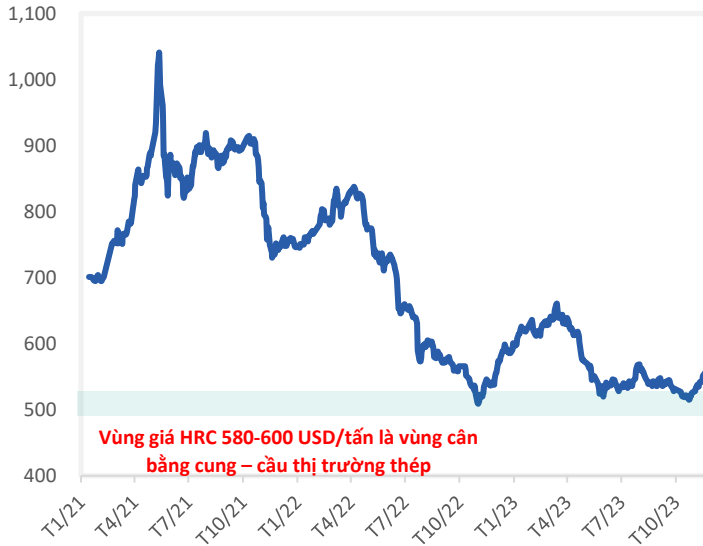
Sang năm 2024, với các chính sách đảo chiều thị trường Bất động sản Trung Quốc và trong nước, BSC kỳ vọng sức mua sẽ quay trở lại. Theo đó, xu hướng giá thép sẽ đi lên từ cuối Quý 2.2024 – 2H.2024, và các doanh nghiệp thương mại thép như SMC sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp. **BSC dự báo biên lợi nhuận gộp của SMC sẽ phục hồi từ mức đáy 0.5% năm 2022 dần về mức 1.7% năm 2024 và 4% trong năm 2025** – tương đương giai đoạn giá thép biến động đi ngang (2018 – 2019).

⇒ Tóm lại, BSC cho rằng kết quả kinh doanh của SMC sẽ dần dần chuyển từ lỗ sang lãi trong năm 2024 – 2025 do (1) giá thép đã tạo đáy vào cuối năm 2023 và sẽ đi lên dần từ cuối Quý 2.2024 – 2H.2024, (2) sản lượng phục hồi nhờ thị trường Bất động sản phục hồi. BSC đưa ra kịch bản sản lượng kỳ vọng + 12% yoy và biên lợi nhuận gộp = 1.7% trong năm 2024.

Hình: Diễn biến giá HRC Trung Quốc

Hình: Diễn biến giá thép thanh Trung Quốc

USD/tấn



Nguồn: BSC Research

## 2. SMC ghi nhận lợi nhuận bất thường từ bán tài sản

**BSC kỳ vọng SMC sẽ ghi nhận lợi nhuận bất thường, chủ yếu từ bán NKG trong năm 2024.**

- Tính đến cuối năm 2023, SMC đang sở hữu 13.1 triệu cổ phiếu NKG với giá vốn 6,800 VNĐ/CP. Công ty đã đăng ký bán phần sở hữu này trong Tháng 1.2024. Với thị giá bình quân của NKG trong giai đoạn 5/2 – 4/3/2024 là 24,168 VNĐ/CP, BSC ước tính SMC sẽ ghi nhận LNTT từ bán NKG là 228 tỷ VNĐ.
- Ngoài ra, SMC cũng đăng ký bán 2 mảnh đất SMC Tân Tạo 2 và SMC Bình Dương với giá bán lần lượt là 126/49 tỷ VNĐ. Dựa theo giá trị sổ sách tại thời điểm mua, BSC ước tính SMC ghi nhận LNTT từ bán Bất động sản là 92 tỷ VNĐ.

Như vậy, BSC dự báo kết quả kinh doanh của SMC sẽ có lãi trở lại trong năm 2024 nhờ bán tài sản (256 tỷ VNĐ) và hoạt động kinh doanh cốt lõi phục hồi.

Tài sản	Giá gốc (tỷ VNĐ)	Giá chuyển nhượng (tỷ VNĐ)	Lợi nhuận (tỷ VNĐ)
Cổ phiếu NKG	89	328	228
Đất SMC Tân Tạo 2 - KCN Tân Tạo (13/11/2018) - 9,096 m <sup>2</sup> *	81	126	45
Đất SMC Bình Dương - KCN Đồng An -(19/04/2005) - 6,179 m <sup>2</sup> *	2	49	47
<b>Tổng giá trị</b>			<b>319</b>
<b>Tổng giá trị sau thuế</b>			<b>256</b>

\*BSC sử dụng giá gốc là giá trị tăng thêm của Bất động sản đầu tư tại thời điểm Quý 4/2018 và giá trị Bất động sản đầu tư khi IPO.

Nguồn: BSC Research dự báo

## III. RỦI RO – TRÍCH LẬP DỰ PHÒNG NĂM 2025 – 2026

**Áp lực trích lập dự phòng 710 tỷ VNĐ trong giai đoạn 2025 – 2026, sẽ bù đắp một phần nhờ lợi nhuận cốt lõi phục hồi khi ngành Bất động sản quay trở lại.**

50% giá trị nợ xấu đã được trích lập trong năm 2023. **SMC còn 710 tỷ VNĐ nợ xấu chưa trích lập.** Theo Thông tư 48/2019/TT-BTC, BSC cho rằng SMC sẽ phải trích lập 252 tỷ VNĐ vào 2H.2025 và 457 tỷ VNĐ vào 2H.2026. Trong giai đoạn bình thường, BSC ước tính SMC có thể duy trì lợi nhuận đạt 250 tỷ VNĐ. Do đó, BSC cho rằng phần nợ xấu còn lại chưa trích lập dự phòng

(710 tỷ VNĐ) sẽ được bù đắp 1 phần bằng lợi nhuận tích lũy để lại trong giai đoạn 2024 – 2026. Theo đó, giá trị sổ sách/CP của SMC sẽ duy trì được ở mức 10,203 – 11,970 VNĐ/CP trong 3 năm tới.

Bảng: Kế hoạch trích lập dự phòng nợ xấu theo năm 2023 – 2026 (Giả định theo Thông tư 48/2019/TT-BTC)

Tỷ đồng	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
<b>Nợ xấu cuối kỳ</b>	<b>1,263</b>	<b>1,263</b>	<b>1,263</b>	<b>1,263</b>
Lũy kế trích lập dự phòng cuối kỳ	553	553	805	1,263
Số đầu kỳ		553	553	805
<b>Trích lập trong năm</b>		<b>-</b>	<b>252</b>	<b>457</b>
Chậm tiến độ thanh toán	6 tháng - 1 năm	2 năm	3 năm	4 năm

Nguồn: BSC Research dự báo

Bảng: Dự báo lợi nhuận của SMC trong giai đoạn bình thường

Tỷ VNĐ	2024F	2025 – Giai đoạn bình thường	Giả định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>16,213</b>	<b>21,257</b>	
Giá vốn	(15,937)	(20,407)	
<b>Lãi gộp</b>	<b>276</b>	<b>850</b>	
DTTC	111	122	
CPTC	(277)	(344)	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(245)	(302)	
Lãi từ CTLK		-	
CP Bán hàng	(141)	(176)	
CP QLDN	(131)	(134)	
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>(164)</b>	<b>317</b>	
<b>Thu nhập khác, ròng</b>	<b>264</b>	<b>1</b>	
Lãi từ CTLK			
<b>LNTT</b>	<b>100</b>	<b>318</b>	
Thuế TNDN - hiện thời			
Thuế TNDN - hoãn lại			
Thuế	(66)	(57)	
<b>NPAT</b>	<b>35</b>	<b>261</b>	
Lợi ích CĐTS	2	8	
<b>NPATMI</b>	<b>33</b>	<b>253</b>	
<b>Giả định</b>			
<b>Sản lượng (tấn)</b>	<b>982,971</b>	<b>1,179,565</b>	BSC giả định sản lượng thép trong năm 2025 của SMC sẽ quay về mức trung bình của năm 2018 – 2019
<b>% YoY</b>	<b>12%</b>	<b>25%</b>	
<b>Giá thép (triệu VNĐ.tấn)</b>	<b>16.5</b>	<b>17.3</b>	
<b>% YoY</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>1.7%</b>	<b>4%</b>	BSC giả định biên lợi nhuận gộp trong năm 2025 sẽ đạt 4% - tương đương thời điểm giá thép biến động đi ngang

Nguồn: BSC Research dự báo

Bảng: Dự báo giá trị sổ sách của SMC trong giai đoạn 2024 - 2026

Tỷ đồng	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	Chú thích
<b>VCSH đầu kỳ</b>		<b>804</b>	<b>833</b>	<b>876</b>	
LNST cốt lõi + Thanh lý tài sản		28	250	250	BSC kỳ vọng lợi nhuận cốt lõi của SMC đạt 250 tỷ VNĐ/năm tương đương giai đoạn bình thường
(-) Trích lập dự phòng (sau thuế)		-	-207	-375	BSC giả định trích lập dự phòng theo Thông tư 48/2019/TT – BTC
<b>VCSH cuối kỳ</b>		<b>833</b>	<b>876</b>	<b>751</b>	
<b>Giá trị sổ sách (VNĐ/CP)</b>		11,610	11,901	10,203	

Nguồn: BSC Research dự báo

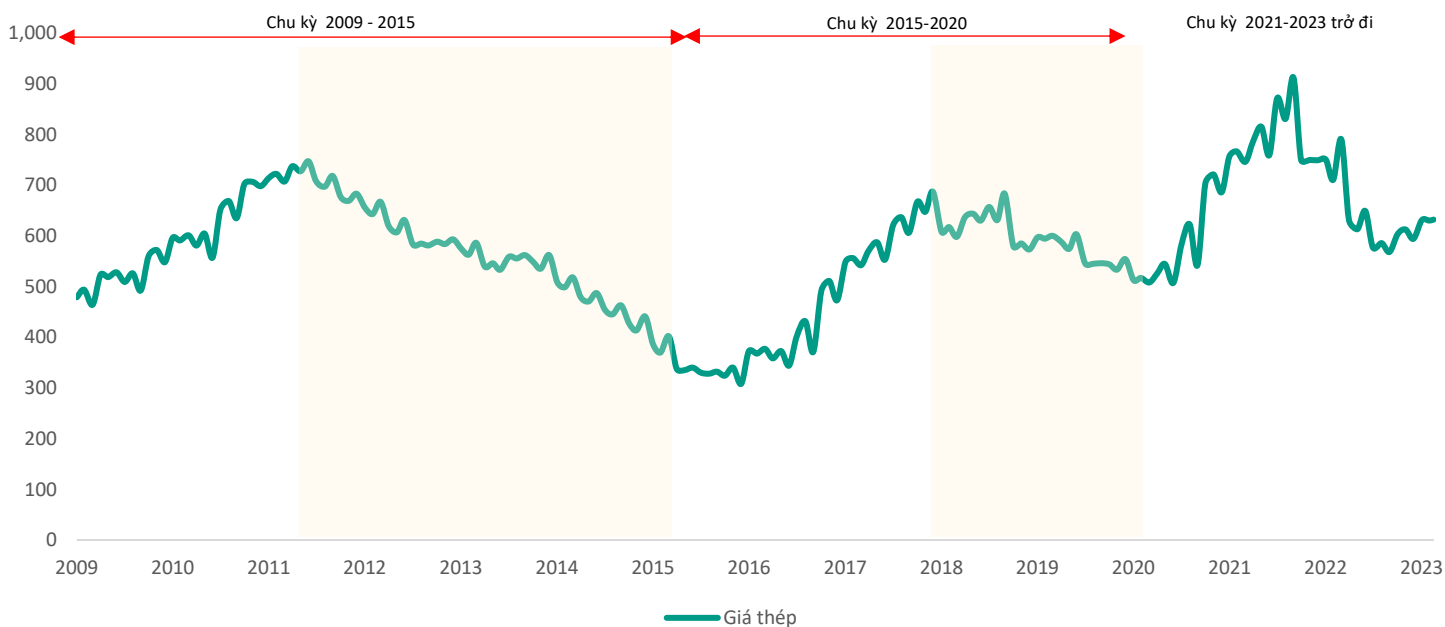
**SMC đang giao dịch với P/B FWD 2024 = 1x . Trong trường hợp xấu nhất, SMC đã trích lập hết dự phòng 710 tỷ VNĐ đến năm 2026, thì P/B FWD 2026 = 1.1x.** Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm để tích lũy cổ phiếu khi:

- Ngành bất động sản đang ở đáy ở 1 chu kỳ. BSC kỳ vọng ngành Bất động sản sẽ phục hồi dần trở lại kể từ năm 2024, giúp cho sản lượng của SMC phục hồi.
- Chu kỳ giá thép xuống diễn ra trong 2-3 năm, do đó, có thể quay trở lại vào cuối năm 2025. Khi đó, SMC có thể sẽ hưởng lợi mạnh mẽ từ chu kỳ giá thép tăng mới.
- Kết quả kinh doanh của SMC sẽ chuyển từ lỗ từ 2022 – 2023 sang lãi trong năm 2024 nhờ bán tài sản, hoạt động kinh doanh cốt lõi phục hồi.

⇒ Tóm lại, BSC cho rằng giá trị sổ sách/CP của SMC sẽ duy trì được ở mức 10,203 – 11,970 VNĐ/CP trong giai đoạn 2024 – 2026. Trong trường hợp xấu nhất SMC phải trích lập dự phòng hết thì giá trị sổ sách là 10,203 VNĐ/CP tương đương P/B = 1.1x

#### Chu kỳ giá thép xuống thường kéo dài 3 năm

Giá HRC, USD/tấn



#### IV. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2024, BSC dự báo SMC ghi nhận DTT = 16,213 tỷ VND (+18% yoy), NPATMI = 28 tỷ VND so với mức lỗ 879 tỷ VND trong năm 2023, tương đương EPS FWD 2024 = 383 VND/CP, P/E FWD 2024 = 29.5 P/B FWD 2023 = 1x với giả định sau:

- Sản lượng + 12% yoy, giá bán + 5% yoy nhờ thị trường Bất động sản phục hồi.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 1.7% nhờ sức mua phục hồi, kéo theo diễn biến giá thép tích cực.
- SMC không ghi nhận trích lập dự phòng từ nợ xấu
- SMC ghi nhận lợi nhuận bất thường 256 tỷ VNĐ từ bán tài sản.

Hình: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2024

Tỷ VNĐ	2021	2022	2023	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>21,315</b>	<b>23,182</b>	<b>13,786</b>	<b>16,213</b>
Giá vốn	(19,835)	(23,219)	(13,717)	(15,937)
<b>Lãi gộp</b>	<b>1,480</b>	<b>(38)</b>	<b>70</b>	<b>276</b>
DTTC	109	118	121	111
CPTC	(183)	(368)	(346)	(277)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(164)	(241)	(277)	(245)
Lãi từ CTLK	37	6	(6)	
CP Bán hàng	(219)	(210)	(126)	(141)
CP QLDN	(127)	(123)	(631)	(131)
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>1,097</b>	<b>(615)</b>	<b>(918)</b>	<b>(164)</b>
Thu nhập khác	12	32	55	
Chi phí khác	(9)	(8)	(50)	
<b>Thu nhập khác, ròng</b>	<b>3</b>	<b>24</b>	<b>5</b>	<b>256</b>
Lãi từ CTLK	-	-	-	
<b>LNTT</b>	<b>1,100</b>	<b>(591)</b>	<b>(913)</b>	<b>92</b>
Thuế TNDN - hiện thời	(201)	(15)	(6)	
Thuế TNDN - hoãn lại	3	(46)	(1)	
Thuế	(199)	(61)	(6)	(63)
<b>NPAT</b>	<b>901</b>	<b>(652)</b>	<b>(919)</b>	<b>29</b>
Lợi ích CĐTS	27	(73)	(40)	1
<b>NPATMI</b>	<b>874</b>	<b>(579)</b>	<b>(879)</b>	<b>28</b>
<b>Giả định</b>				
<b>Sản lượng (tấn)</b>	<b>1,287,391</b>	<b>1,253,789</b>	<b>877,652</b>	<b>982,971</b>
% YoY	-5%	-3%	-30%	12%
<b>Giá thép (triệu VNĐ.tấn)</b>	<b>16.6</b>	<b>18.5</b>	<b>15.7</b>	<b>16.5</b>
% YoY	42%	12%	-15%	5%
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>7%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.7%</b>

Nguồn: BSC Research dự báo

## V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **SMC** với giá trị hợp lý năm 2024 là **14,000 VNĐ/CP** (tương đương với Upside 19% so với giá trần ngày 07/03/2024), dựa trên phương pháp P/B mục tiêu = 1.2x. Với quan điểm BSC cho rằng (1) KQKD cốt lõi của SMC sẽ chuyển dần từ lỗ sang lãi nhờ thị trường Bất động sản hồi phục, (2) áp lực trích lập nợ xấu sẽ bù đắp một phần nhờ lợi nhuận kinh doanh cốt lõi trong 3 năm tới.

**SMC đang giao dịch với P/B FWD 2024 = 0.9x và P/B FWD 2026 = 1x.** Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm để tích lũy cổ phiếu khi:

- Ngành bất động sản đang ở đáy ở 1 chu kỳ. BSC kỳ vọng ngành Bất động sản sẽ phục hồi dần trở lại kể từ năm 2024, giúp cho sản lượng của SMC phục hồi.
- Chu kỳ giá thép xuống diễn ra trong 2-3 năm, do đó, có thể quay trở lại vào cuối năm 2025. Khi đó, SMC có thể sẽ hưởng lợi mạnh mẽ từ chu kỳ giá thép tăng mới.
- Kết quả kinh doanh của SMC sẽ chuyển từ lỗ từ 2022 – 2023 sang lãi trong năm 2024 nhờ bán tài sản, hoạt động kinh doanh cốt lõi phục hồi.
- Giá trị sổ sách/CP của SMC sẽ duy trì được ở mức 10,203 – 11,970 VNĐ/CP trong giai đoạn 2024 – 2026. Trong trường hợp xấu nhất SMC phải trích lập dự phòng hết thì giá trị sổ sách là 10,203 VNĐ/CP tương đương P/B = 1.1x

Hình 1: Định giá cổ phiếu

Phương pháp	
<b>Kịch bản cơ sở</b>	
<b>Phương pháp PB – Giá trị hợp lý</b>	
BVPS FW 2024 – 2026	11,610
P/B mục tiêu	1.2x
<b>Giá trị cổ phiếu (VNĐ/cổ phiếu)</b>	<b>14,000</b>
<b>Kịch bản xấu nhất – Trích lập dự phòng đến năm 2026</b>	
<b>Phương pháp PB – Giá trị hợp lý</b>	
BVPS Trong trường hợp xấu nhất trích lập dự phòng hết năm 2026	10,203
P/B mục tiêu	1.2x
<b>Giá trị cổ phiếu (VNĐ/cổ phiếu)</b>	<b>12,300</b>

Nguồn: BSC Resarch tổng hợp



## PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>21,315</b>	<b>23,182</b>	<b>13,786</b>	<b>16,213</b>
Giá vốn	(19,835)	(23,219)	(13,717)	(15,937)
<b>Lãi gộp</b>	<b>1,480</b>	<b>(38)</b>	<b>70</b>	<b>276</b>
Doanh thu tài chính	109	118	121	111
Chi phí tài chính	(183)	(368)	(346)	(277)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(164)	(241)	(277)	(245)
CP Bán hàng	(219)	(210)	(126)	(141)
CP QLDN	(127)	(123)	(631)	(131)
Lãi từ HĐKD	1,097	(615)	(918)	(164)
Thu nhập khác, ròng	3	24	5	256
Lãi từ CTLK	-	-	-	-
<b>LNNT</b>	<b>1,100</b>	<b>(591)</b>	<b>(913)</b>	<b>92</b>
Thuế TNDN	(199)	(61)	(6)	(63)
<b>NPAT</b>	<b>901</b>	<b>(652)</b>	<b>(919)</b>	<b>29</b>
Lợi ích CĐTS	27	(73)	(40)	1
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>874</b>	<b>(579)</b>	<b>(879)</b>	<b>28</b>
EPS	14,346	(7,866)	(11,946)	383

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022F	2023	2024F
Tiền và DTTC	1,328	1,501	1,153	296
Phải thu ngắn hạn	2,858	2,932	1,561	1,716
Tồn kho	2,544	1,565	840	1,584
TS ngắn hạn khác	290	276	342	162
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>7,021</b>	<b>6,273</b>	<b>3,897</b>	<b>3,759</b>
Phải thu dài hạn	31	41	37	37
TSCĐ hữu hình	648	741	989	848
TSCĐ vô hình	138	139	138	138
TSCĐ thuê tài chính	212	339	324	326
TS dở dang dài hạn	320	95	50	50
ĐT dài hạn	328	301	276	276
TS dài hạn khác	299	393	375	375
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1,977</b>	<b>2,049</b>	<b>2,189</b>	<b>2,049</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8,998</b>	<b>8,322</b>	<b>6,086</b>	<b>5,808</b>
Phải trả ngắn hạn	2,123	2,676	1,925	1,594
Vay ngắn hạn	3,144	3,004	2,483	2,885
Nợ ngắn hạn khác	854	312	308	-
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>6,120</b>	<b>5,992</b>	<b>4,716</b>	<b>4,479</b>
Vay dài hạn	461	571	531	461
Nợ dài hạn khác	5	42	42	42
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>466</b>	<b>614</b>	<b>573</b>	<b>503</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>6,587</b>	<b>6,606</b>	<b>5,289</b>	<b>4,982</b>
Vốn góp	610	737	737	737
Thặng dư vốn cổ phần	253	253	253	253
LN chưa phân phối	1,081	344	(163)	(135)
Vốn chủ khác	384	372	(1)	(1)
Cổ đông thiểu số	90	17	(23)	(21)
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,419</b>	<b>1,723</b>	<b>804</b>	<b>833</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>9,006</b>	<b>8,329</b>	<b>6,092</b>	<b>5,815</b>
SLCP (triệu)	61	74	74	74

LCTT (Tỷ VND)	2021	2022	2023	2024F
<b>(Lỗ)/LNNT</b>	<b>1,100</b>	<b>(591)</b>	<b>(913)</b>	<b>92</b>
Khấu hao và phân bổ	96	134	96	151
Thay đổi vốn lưu động	(1,948)	857	3,207	(1,420)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>(752)</b>	<b>400</b>	<b>2,389</b>	<b>(1,177)</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(538)	(86)	(614)	(12)
Đầu tư khác	(99)	83	(84)	383
<b>LCTT từ HĐ Đầu tư</b>	<b>(636)</b>	<b>(3)</b>	<b>(698)</b>	<b>371</b>
Tiền chi trả cổ tức	(61)	(30)	-	-
Tiền từ vay ròng	891	(176)	(1,838)	332
Tiền thu khác	-	-	-	-
<b>LCTT từ HĐ Tài chính</b>	<b>830</b>	<b>(207)</b>	<b>(1,838)</b>	<b>332</b>
Dòng tiền đầu kỳ	1,183	625	814	670
Tiền trong kỳ	(559)	189	(144)	(473)
Tiền cuối kỳ	625	814	670	196

Chỉ số	2021	2022F	2023	2024F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
H số TT ngắn hạn	1.15	1.05	0.83	0.84
H số TT nhanh	0.73	0.79	0.65	0.49
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	73%	79%	87%	86%
Hệ số Nợ/VCSH	272%	383%	658%	598%
<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	7%	0%	1%	2%
Lợi nhuận LNST	4%	-2%	-6%	0%
ROE	36%	-34%	-109%	3%
ROA	10%	-7%	-14%	0%
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	35%	9%	-41%	18%
Tăng trưởng EBIT	152%	-128%	82%	-153%
Tăng trưởng LNNT	200%	-154%	55%	-110%
Tăng trưởng EPS	186%	-155%	52%	-103%
BVPS	38,222	23,172	11,226	11,610

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings

Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

[https://www.facebook.com/BIDV Securities](https://www.facebook.com/BIDV_Securities)

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

