

CTCP BĐS THẾ KỶ (CRE) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND31.750	Giá mục tiêu VND33.700	Tỷ suất cổ tức 3,1%	Khuyến nghị TRUNG LẬP	Ngành BẤT ĐỘNG SẢN
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------------	------------------------------

Ngày 01/04/2021

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Trung tính

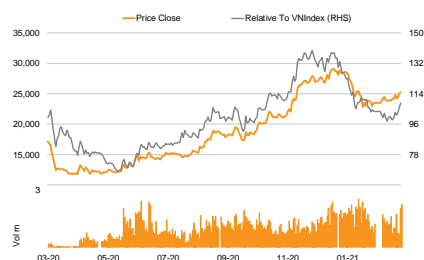
Consensus*: KQ:1 TL:1 KQ:0

Giá mục tiêu / Consensus: 16,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ NA

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	31.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11.772
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	41.841
Thị giá vốn (tỷ VND)	3.014
Free float (%)	64
P/E trượt (x)	9,7
P/B hiện tại (x)	1,3

Cơ cấu sở hữu

CTCP Tập đoàn Thế Kỷ	51,2%
Vietnam Master Holding 2 Ltd	8,9%
Khác	39,9%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Triển vọng tích cực đã phản ánh vào giá

- Chúng tôi kỳ vọng mảng Đầu tư thứ cấp sẽ bứt phá mạnh mẽ trong năm 2021 với ba dự án mới được đưa vào phân phối.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 33.700 đồng/cp do thị giá của CRE đã ở mức hợp lý.

Danh mục đầu tư thứ cấp lớn đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận của CRE

CRE mới đây đã bổ sung ba dự án lớn vào danh mục đầu tư thứ cấp, bao gồm Louis City (Hoàng Mai, Hà Nội), Hinode Royal Park (Hoài Đức, Hà Nội) và C-Sky View (Thủ Dầu Một, Bình Dương). Chúng tôi ước tính các dự án này sẽ giúp tăng tổng vốn đầu tư của CRE tại các dự án đầu tư thứ cấp lên khoảng 7.100 tỷ đồng. Qua đó giúp doanh thu mảng kinh doanh này bứt phá mạnh mẽ 122,9%/30,6% svck lên mức 2.318 tỷ đồng/3.028 tỷ đồng trong năm 2021-22.

CRE đã sẵn sàng để mở rộng thị phần môi giới trong thời gian tới

Bất chấp nhu cầu yếu của thị trường BĐS nhà ở trong năm 2020, CRE vẫn gia tăng thị phần môi giới lên mức 14% từ mức 12% trong năm 2019. Công ty đang rất tích cực mở rộng mạng lưới phân phối tại các tỉnh lân cận, đón đầu xu hướng phát triển mạnh mẽ của BĐS vùng ven hiện nay. Bên cạnh đó, CRE cũng đã làm việc với NVL và VHM nhằm giành quyền phân phối sản phẩm của các nhà đầu tư lớn này. Đây sẽ là những động lực chính giúp doanh thu mảng môi giới của CRE tăng 39,9% svck trong năm 2021.

Chi phí đầu tư mở rộng tăng trong ngắn hạn

CRE đặt mục tiêu phát triển hệ thống công nghệ và tăng số lượng công ty con (hoạt động môi giới) lên thêm 350% svck trong năm 2021. Công ty cũng có kế hoạch vay khoảng 1.620 tỷ đồng nhằm tài trợ vốn cho các dự án đầu tư thứ cấp lớn trong năm 2021. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí BH&QLDN và lãi vay sẽ tăng mạnh trong ngắn hạn, kéo theo việc BLN ròng trong năm 2021-22 chỉ đạt lần lượt 9,6%-10,0% giảm sv mức 14-18% của giai đoạn 2018-20.

Dự phóng tăng trưởng kép LN ròng giai đoạn 2021-2022 đạt 26,0%

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng năm 2021 của CRE sẽ tăng lần lượt 80,9% và 23,9% svck nhờ 1) doanh thu mảng môi giới tăng 39,9% svck nhờ thị trường BĐS nhà ở phục hồi và 2) mảng đầu tư thứ cấp ghi nhận tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ 122,8% svck nhờ đóng góp chính của ba dự án mới. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng của công ty vẫn duy trì ở mức tốt khi LN ròng được ước tính tăng 28,1% svck lên 468,6 tỷ đồng.

Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 33.700 đồng/cp

Giá mục tiêu dựa trên 2 phương pháp định giá với tỷ trọng bằng nhau: 1) P/E mục tiêu 10,0x cho EPS 2021 và 2) P/B mục tiêu 1,2x cho giá trị sổ sách 2021. Tiềm năng tăng giá là quy mô của các dự án đầu tư thứ cấp lớn hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá là đại dịch kéo dài hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.312	2.114	3.824	4.685
Tăng trưởng DT thuần	37,1%	(8,6%)	80,9%	22,5%
Biên lợi nhuận gộp	32,5%	29,8%	25,0%	24,2%
Biên EBITDA	21,3%	16,6%	12,5%	12,7%
LN ròng (tỷ)	389	295	366	469
Tăng trưởng LN ròng	23,3%	(24,0%)	23,9%	28,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	22,7%	(23,2%)	23,4%	27,6%
EPS cơ bản	4.050	3.077	3.811	4.881
EPS điều chỉnh	3.701	2.688	3.389	4.352
BVPS	19.102	20.990	27.948	32.993
ROAE	23,6%	15,3%	15,6%	16,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích CRE cho đầu tư dài hạn nhờ 1) vị thế tiên phong của công ty trong mảng môi giới BĐS với 14% thị phần tại thời điểm cuối năm 2020, chúng tôi cho rằng CRE đang có những bước chuẩn bị tốt nhằm đón đầu sự phục hồi của thị trường BĐS khi công ty đang rất tích cực đầu tư vào công nghệ cũng như hợp tác và phân phối sản phẩm của các chủ đầu tư lớn như Novaland (NVL VN, Không khuyến nghị) và Vinhomes (VHM VN, Khả quan); và 2) danh mục dự án lớn đảm bảo mảng đầu tư thứ cấp bứt phá trong giai đoạn 2021-22.

Khuyến nghị Trung lập khi thị giá đã tiến sát đến mức giá trị hợp lý

Giá mục tiêu 33.700 đồng/cp của chúng tôi được dựa trên hai phương pháp định giá với tỷ trọng bằng nhau là 1) P/E mục tiêu 10,0x cho EPS 2021 và 2) P/B mục tiêu 1,2x cho giá trị sổ sách 2021. Mức P/E mục tiêu 10,0x của CRE dựa trên mức trung bình của các công ty môi giới BĐS trong nước (DXS, NRC). Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hợp lý do khả năng sinh lời của CRE (ROE, ROA) thấp hơn so với đối thủ cạnh tranh trực tiếp trong ngành là DXS.

Hiện tại, CRE đang được giao dịch tại mức P/E 12 tháng là 9,7x, cao hơn mức trung bình lịch sử kể từ khi niêm yết là 5,4x. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị Trung lập cho cổ phiếu CRE.

Tiềm năng tăng giá là quy mô của các dự án đầu tư thứ cấp lớn hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá là đại dịch kéo dài hơn dự kiến tác động tiêu cực đến hoạt động môi giới.

Hình 1: Phương pháp định giá so sánh P/E

EPS 2021	3.389
P/E bình quân ngành	10,0
P/E mục tiêu	10,0
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	33.890

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Phương pháp định giá so sánh P/B

Giá trị sổ sách 2021	27.948
P/B bình quân ngành	1,9
P/B mục tiêu	1,2
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	33.537

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
P/E	33.890	50%	16.945
P/B	33.537	50%	16.769
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			33.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh với các công ty cùng ngành (dữ liệu tại ngày 30/03/2021)

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại		Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)		ROA (%)		D/E (%)
		Nội tệ	Nội tệ			TTM	2021	Hiện tại	2021	TTM	2021	Hiện tại	2021	
CTCP BĐS Thế Kỳ	CRE VN	31.750	33.700	132,3	132,3	9,7	10,2	1,3	1,2	15,3	15,6	9,0	7,3	40,2
Trung bình trong nước				87,9	87,9	12,3	10,0	2,1	1,9	15,3	22,3	8,1	11,0	16,6
Trung vị trong nước				87,9	87,9	12,3	10,0	2,1	1,9	13,5	22,3	8,1	11,0	16,1
Trung bình khu vực				707,1	707,1	16,8	10,9	2,1	2,4	16,5	21,3	7,1	10,0	53,6
Trung vị khu vực				513,5	513,5	13,2	10,6	1,5	2,4	12,4	21,3	5,1	10,0	51,4
Việt Nam														
CTCP Dịch Vụ Đất Xanh	DXS VN	32.000	40.200	na	na	na	10,0	2,6	1,9	23,4	28,9	8,7	11,2	13,3
CTCP Tập đoàn Danh Khôi	NRC VN	25.300	na	87,9	87,9	12,3	na	1,6	na	13,5	na	7,4	na	16,1
CTCP Khải Hoàn Land	KHL VN	na	na	na	na	na	na	na	na	9,0	15,6	8,1	10,8	20,5
Khu vực														
E-House China Enterprise Holdings Ltd	2048 HK	7,5	na	1.676,1	1.676,1	30,7	11,0	1,1	na	3,4	na	1,4	na	67,0
Sinyi Realty Inc	9940 TT	29,5	na	760,3	760,3	14,0	9,7	1,9	na	13,9	na	4,9	na	108,1
Propnex Ltd	PROP SP	1,0	na	266,7	266,7	12,3	12,6	4,2	3,7	37,8	31,9	16,8	14,7	3,6
APAC Realty Ltd	APAC SP	0,5	na	125,4	125,4	10,3	10,1	1,1	1,0	10,9	10,7	5,3	5,4	35,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

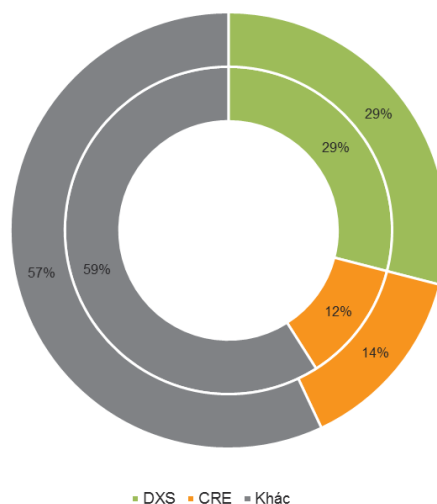
TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC ĐÃ PHẢN ÁNH VÀO GIÁ

Màng môi giới: sẵn sàng cho sự phục hồi của thị trường BĐS

CRE vẫn giành thêm được thị phần môi giới hơn trong năm 2020 bất chấp nhu cầu yếu của thị trường BĐS nhà ở

Thị trường BĐS nhà ở Việt Nam trong năm 2020 đã phải đối mặt với khó khăn kép là dịch bệnh Covid-19 bùng phát và nguồn cung thiếu hụt do tiến độ thủ tục pháp lý chậm. Kết quả là số lượng giao dịch BĐS nhà ở trên toàn quốc giảm 38,7% svck trong năm 2020, trong khi đó số lượng giao dịch của CRE giảm 28,5% svck. Do đó, thị phần môi giới của CRE đã tăng lên mức 14% tại thời điểm cuối năm 2020 từ mức chỉ 12% vào cuối năm 2019. Hiện tại, CRE vẫn đang giữ thị phần lớn môi giới BĐS nhà ở lớn thứ 2, chỉ sau CTCP Dịch vụ BĐS Đất Xanh.

Hình 5: Thị phần môi giới BĐS nhà ở tại Việt Nam trong năm 2020 (tính theo số lượng giao dịch *)



Vòng trong: 2019-Vòng ngoài: 2020

Nguồn: Savills (2019), CBRE (2020), DXS. (*) chỉ bao gồm những thành phố lớn; không bao gồm số lượng bán trực tiếp từ các nhà đầu tư, số liệu các năm khác không hiện hữu

Trong năm 2020, CRE ghi nhận doanh thu môi giới giảm 18,8% svck xuống 1.037 tỷ đồng trong khi biên lợi nhuận gộp (BLN gộp) tăng mạnh 13,6% điểm % svck lên mức 50,5% vào năm 2020. Theo ban lãnh đạo CRE, các chủ đầu tư BĐS đã sẵn sàng trả phí môi giới cao hơn khi nhu cầu BĐS yếu trong năm 2020.

Chúng tôi tin rằng xu hướng “di cư” đến các tỉnh lân cận TP.HCM và Hà Nội sẽ tiếp tục là xu hướng chính trong năm 2021, chủ yếu do giá bán tại các khu vực này vẫn ở mức thấp hơn, tương đương giá bán tại các khu vực trung tâm trong khoảng 4-5 năm trước đây. Do đó, khu vực này hứa hẹn tiềm năng sinh lời hấp dẫn cho các nhà đầu tư do các chủ đầu tư mua đất ở đây có chi phí thấp hơn các khu trung tâm.

Để đón đầu xu hướng này, CRE đang mở rộng mạng lưới phân phối của mình bằng cách mở thêm các công ty thành viên tại các tỉnh thành lân cận. Đến cuối năm 2020, công ty đã thành lập được 20 công ty con tại các điểm nóng BĐS như Hưng Yên, Bắc Ninh, Hải Phòng, Quảng Ninh, Đồng Nai, Bình Dương,... Năm 2021, CRE dự kiến mở thêm 50 công ty con mới trên cả nước.

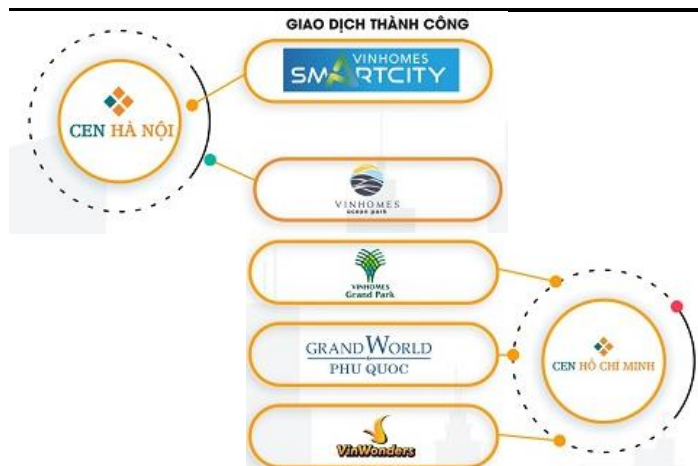
Mặc dù CRE là công ty dẫn đầu thị trường môi giới BĐS miền Bắc nhưng thị phần của công ty tại thị trường miền Nam còn hạn chế, chỉ chiếm khoảng 5-6%. Chúng tôi kỳ vọng CRE sẽ nâng thị phần tại khu vực miền Nam lên 10% vào

năm 2022 do công ty đang tích cực thành lập các văn phòng mới và tiến hành M&A với các công ty môi giới nhỏ hơn tại khu vực này.

Trong 2 tháng đầu năm 2021, thị trường niềm Nam cũng đã ghi nhận kết quả môi giới khá khả quan với 600 giao dịch, mang lại doanh thu 64 tỷ đồng (tăng 13 lần svck), chiếm 28,4% doanh thu môi giới của công ty, cải thiện đáng kể từ mức 10% vào năm 2020.

Việc phân phối tại các dự án của VHM và NVL sẽ là động lực tăng trưởng chính cho doanh thu mảng môi giới trong giai đoạn 2021-23

Hình 6: CRE bắt đầu tham gia phân phối các sản phẩm của Vinhomes từ nửa cuối năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: CRE và công ty thành viên của NVL ký kết thoả thuận hợp tác chiến lược vào T3/2021



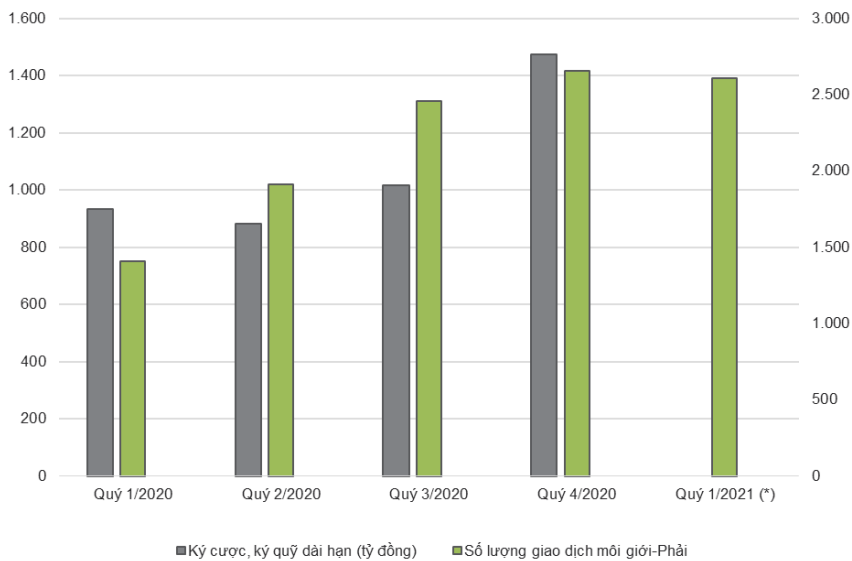
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Ba đại dự án của Vinhomes bao gồm Vinhomes Smart City (Nam Từ Liêm, Hà Nội - còn 21.200 căn), Vinhomes Ocean Park (Gia Lâm, Hà Nội - còn 16.500 căn), Vinhomes Grand Park (Quận 9, TP.HCM – với 6.200 căn), lần lượt chiếm khoảng 30% và 20% nguồn cung bất động sản tại Hà Nội và TP.HCM trong giai đoạn 2021-2023. Với kế hoạch đầu tư giai đoạn 2022-2025 đầy triển vọng, chúng tôi tin rằng VHM (với các dự án Vinhomes Dream City, Vinhomes Cổ Loa) và NVL (với các dự án Aqua City, Palm Marina, Thạch Mỹ Lợi) sẽ củng cố vị trí dẫn đầu của các chủ đầu tư này, đóng góp đáng kể vào nguồn cung tại Hà Nội, TP.HCM và các tỉnh thành lân cận khác.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng môi giới năm 2021 sẽ tăng 39,9% svck nhờ vào số lượng giao dịch tăng 50,0% svck

Tại thời điểm cuối quý 4 năm 2020, CRE ghi nhận lượng Ký cược, ký quỹ dài hạn (dùng để đặt cọc cho các nhà phát triển BĐS nhằm giành quyền phân phối các sản phẩm của họ) tăng mạnh 45% sv quý trước lên 1.474 tỷ đồng. Bên cạnh đó, số lượng giao dịch môi giới của CRE trong 2 tháng đầu năm 2021 cũng đã cho thấy sự phục hồi ấn tượng với 1.788 giao dịch thành công, tăng gấp đôi svck.

Hình 8: Ký cược, ký quỹ dài hạn tăng đảm bảo số lượng giao dịch môi giới BĐS bất phát trong quý tiếp theo (tỷ đồng)

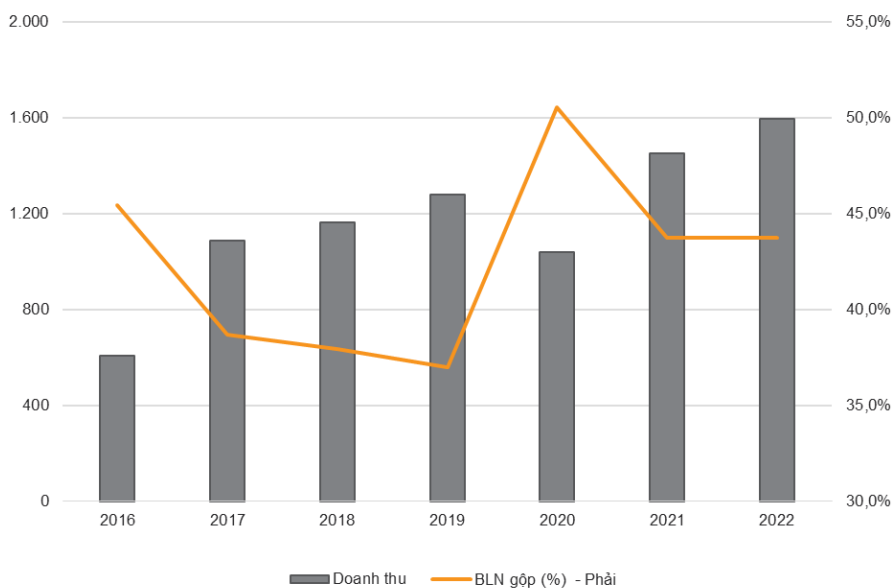


(*) dữ liệu tính đến ngày 20/03/2021

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng môi giới năm 2021 tăng 39,9% svck lên 1.451 tỷ đồng nhờ vào số lượng giao dịch tăng lên mức 12.651 đơn vị (+50,0% svck). Trong năm 2022, đà tăng trưởng được dự báo sẽ tiếp tục được duy trì và doanh thu mảng kinh doanh này sẽ đạt mức 1.596 tỷ đồng (+11,5% svck) nhờ kỳ vọng thị trường BĐS phục hồi hoàn toàn sau đại dịch Covid-19. Chúng tôi kỳ vọng BLN gộp mảng môi giới giai đoạn 2021-22 sẽ đạt 43,7% (-6,8 điểm % svck) do các chủ đầu tư sẽ giảm hoa hồng môi giới khi nhu cầu thị trường BĐS phục hồi.

Hình 9: Dự phóng doanh thu và BLN gộp của mảng môi giới (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mảng đầu tư thứ cấp: Ba dự án mới với tổng vốn đầu tư lên tới 5.600 tỷ đồng sẽ đảm bảo kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2021-22

CRE mới đây đã bổ sung thêm ba dự án mới vào danh mục đầu tư thứ cấp, bao gồm Louis City (Hoàng Mai, Hà Nội), Hinode Royal Park (Hoài Đức, Hà Nội) và C-Sky View (Thủ Dầu Một, Bình Dương). Chúng tôi ước tính các dự án này sẽ giúp tổng vốn đầu tư của CRE tại các dự án đầu tư thứ cấp lên khoảng 7.100 tỷ đồng. Qua đó giúp doanh thu mảng kinh doanh này bứt phá mạnh mẽ 122,9%/30,6% svck lên mức 2.318 tỷ đồng/3.028 tỷ đồng trong năm 2021-22.

Chúng tôi kỳ vọng BLN gộp của mảng đầu tư thứ cấp sẽ cải thiện trong giai đoạn 2021-22, lần lượt đạt 12,9%-13,5%, nhờ vào BLN gộp cao hơn của các dự án mới và tiềm năng tăng giá của các dự án hiện hữu.

Hình 10: Danh mục đầu tư thứ cấp của CRE

Dự án	Chủ đầu tư sơ cấp	Địa điểm	Quy mô (ha)	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Sản phẩm	Tổng số căn	Số căn đã bán	Thời gian
Lotus Garden	CT TNHH Nam Hồng	Bắc Ninh	17,0	817	Nhà phố	390	342	2021-23F
Bình Minh Garden	CTCP Đầu tư và PT BĐS Thế Kỳ	Hà Nội	11,0	na	Shophouse, Chung cư	576	135	2021-23F
Làng Việt Kiều Quốc Tế	CTCP Đầu tư và PT Việt-Anh	Hải Phòng	9,2	400	Shophouse	45	30	2021-23F
HH1 Đại Mỗ	Tập đoàn FLC	Hà Nội	NA	na	Chung cư	77	50	2021-23F
Thành Công Tower	CTCP Thành Công	Thái Bình	0,1	364	Chung cư	237	0	2021-23F
Thuận Thành	Tập đoàn Dabaco	Bắc Ninh	17,0	308	Nhà phố, Biệt thự	343	0	2021-23F
C-Sky View	CTCP Chánh Nghĩa Quốc Cường	Bình Dương	0,9	485	Chung cư	221	0	2021-23F
Louis City	CTCPĐT và PT Đô thị Hoàng Mai	Hà Nội	22,3	3.717	Nhà phố	325	17	2021-23F
Hinode Royal Park	CTCP Vietracimex	Hà Nội	42,0	1.117	Nhà phố	156	0	2021-23F
Lilaha	CTCP Lilaha	Hà Nội	0,9	na	na	na	na	na
Tiến Bộ Plaza	CTCP TID	Hà Nội	3,2	na	na	na	na	na
Total			123,6	7.207		2.370	574	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Dự án Louis City



- Vị trí: Quận Hoàng Mai, Hà Nội
- Diện tích: 22,3 ha
- Sản phẩm: 325 biệt thự và shophouse
- Thời điểm bàn giao: Quý 2/2022
- Tổng vốn đầu tư: 3.717 tỷ đồng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: Dự án Hinode Royal Park



- Vị trí: Huyện Hoài Đức, Hà Nội
- Diện tích: 42 ha
- Sản phẩm: 156 biệt thự và shophouse
- Thời điểm bàn giao: Quý 1/2022
- Tổng vốn đầu tư: 1.117 tỷ đồng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình13: Dự án C-Sky View



- Vị trí: TP.Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
- Diện tích: 0,9 ha
- Sản phẩm: 221 căn hộ
- Thời điểm bàn giao: Quý 1/2022
- Tổng vốn đầu tư: 485 tỷ đồng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

CRE đang theo đuổi hai dự án lớn rất tiềm năng là Lilaha và Tiến Bộ Plaza, với tổng quy mô dự án lần lượt là 0,9 ha và 3,2 ha. Mặc dù tổng vốn đầu tư không được CRE công bố cụ thể nhưng chúng tôi ước tính rằng hai dự án này sẽ cần khoảng 8.000-10.000 tỷ đồng đầu tư. Nếu chính thức được thêm vào kế hoạch, chúng tôi ước tính hai dự án sẽ nâng tổng mức đầu tư của CRE tại danh mục đầu tư thứ cấp tăng 210-240%.

Triển vọng trong giai đoạn 2021-22

Chúng tôi dự báo LN ròng của CRE sẽ đạt mức tăng trưởng kép 26,0% trong giai đoạn 2021-22

Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của CRE sẽ tăng mạnh 80,9% svck, đến từ việc 1) doanh thu mảng môi giới tăng 39,9% svck nhờ thị trường BĐS nhà ở phục hồi mạnh mẽ và 2) doanh thu mảng đầu tư thứ cấp tăng mạnh 122,8% svck chủ yếu đến từ sự đóng góp của ba dự án mới. Tuy nhiên, LN ròng sẽ chỉ tăng trưởng 23,9% svck do chi phí lãi vay tăng 8,2 lần svck trong 2021 khi công ty tăng quy mô nợ vay. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng của CRE vẫn tốt trong năm 2022 với mức LN ròng tăng 28,1% svck lên 468,6 tỷ đồng.

Hình 14: Tóm tắt dự phóng kết quả kinh doanh

tỷ đồng	2020	2021	2022	2023
Doanh thu	2.113,5	3.824,0	4.684,7	4.569,3
Môi giới	1.037,1	1.451,1	1.596,2	1.755,8
Đầu tư thứ cấp	1.040,0	2.317,6	3.027,7	2.746,6
Cho thuê văn phòng	27,1	35,2	38,7	42,6
Quảng cáo, tổ chức sự kiện	14,4	20,1	22,1	24,4
Lợi nhuận gộp	630,2	956,4	1.133,2	1.187,6
Chi phí BH&QLDN	264,4	420,3	478,1	511,8
EBIT	365,8	536,1	655,1	675,8
Lãi vay	7,9	64,6	53,7	31,2
Lợi nhuận trước thuế	375,6	465,2	593,7	637,0
Lợi nhuận sau thuế	301,7	372,2	474,9	509,6
Lợi nhuận ròng	295,4	365,9	468,6	503,3
Biên lợi nhuận gộp	30,0%	25,0%	24,2%	26,0%
Môi giới	50,5%	43,7%	43,7%	43,7%
Đầu tư thứ cấp	9,0%	12,9%	13,5%	14,3%
Cho thuê văn phòng	48,8%	50,2%	50,2%	50,2%
Quảng cáo, tổ chức sự kiện	30,2%	27,4%	27,4%	27,4%
CPBH&QLDN / DT	12,5%	11,0%	10,2%	11,2%
Biên EBIT	17,3%	14,0%	14,0%	14,8%
Biên lợi nhuận ròng	14,0%	9,6%	10,0%	11,0%
Tăng trưởng doanh thu (svck)	-8,6%	80,9%	22,5%	-2,5%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (svck)	-24,0%	23,9%	28,1%	7,4%

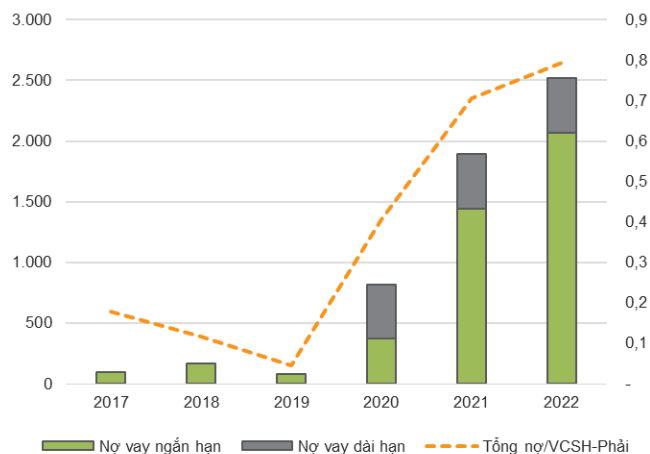
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Việc tài trợ vốn cho các dự án mới với quy mô lớn khiến tăng gánh nặng nợ vay trong giai đoạn 2021-22

Với việc bổ sung nhiều dự án mới có quy mô lớn, CRE sẽ phải sử dụng nhiều nợ vay hơn nhằm đáp ứng nhu cầu vốn, bao gồm: 1) 450 tỷ trái phiếu trợn với lãi suất cố định, đã được phát hành trong quý 4/2020; 2) vay ngân hàng BIDV để tài trợ vốn cho dự án Hinode Royal Park (hạn mức tín dụng là 488 tỷ đồng); 3) vay ngân hàng BIDV để tài trợ vốn cho dự án Louis City (hạn mức tín dụng 1.272 tỷ đồng). Do đó, chúng tôi dự phóng tỷ lệ Nợ vay/VCSH của CRE sẽ tăng lên mức 0,7x/0,8x trong giai đoạn 2021-22 sv mức 0,4x trong năm 2020.

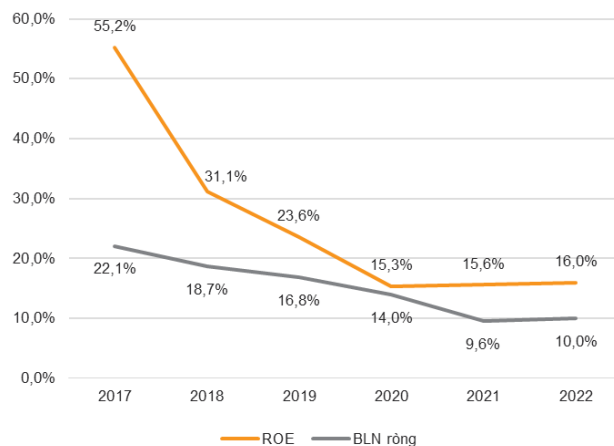
Theo ban lãnh đạo CRE, chiến lược của công ty trong ba năm tới sẽ tập trung vào việc mở rộng thị phần và tạo ra lợi nhuận trong dài hạn. Do đó, ROE dự phóng của công ty chỉ ở mức 15,6%-16,0% trong năm 2021-2022 mặc dù sử dụng đòn bẩy tài chính lớn hơn, tăng nhẹ sv mức 15,3% trong năm 2020 nhưng thấp hơn nhiều mức 23,6% trong năm 2019.

Hình 15: Tỷ lệ Nợ vay/VCSH của CRE tăng kể từ 2020 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: ROE và BLN ròng giai đoạn 2021-23 giảm đáng kể so với giai đoạn 2017-19



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

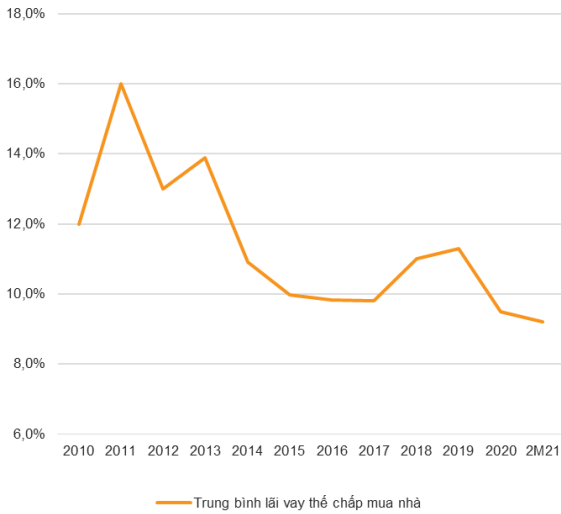
Thị trường BĐS nhà ở dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2021-2022

Chúng tôi tin rằng lãi suất vay mua nhà sẽ tiếp tục thấp trong 2021

Kể từ đợt bùng phát Covid-19 vào tháng 1/2020, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã ba lần cắt giảm lãi suất điều hành (vào tháng 3, tháng 5 và tháng 10 năm 2020) nhằm nỗ lực cứu nền kinh tế khỏi hậu quả của đại dịch, giúp giảm bớt áp lực cho ngân hàng về chi phí dự phòng và giảm chi phí lãi vay cho khách hàng. Do đó, các ngân hàng đã đưa ra các gói kích cầu, như miễn lãi suất và giảm lãi suất cho vay nhằm đảo ngược nhu cầu vốn thấp của người mua nhà do ảnh hưởng đại dịch Covid-19 và nguồn cung nhà ở khan hiếm. Tại thời điểm giữa tháng 03/2021, lãi suất vay thế chấp trung bình từ các ngân hàng trong nước đã giảm 2,1 điểm % svck xuống 9,2%, mức thấp nhất trong 10 năm.

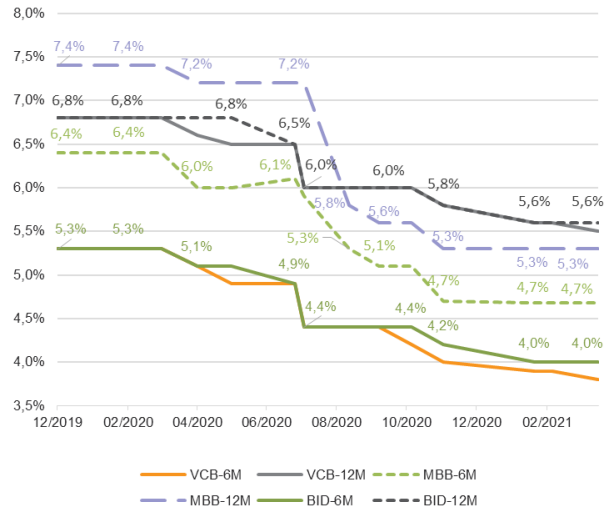
Với áp lực lạm phát giảm, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ phù hợp vào năm 2021. Mặc dù chúng tôi không kỳ vọng NHNN sẽ cắt giảm thêm lãi suất điều hành, nhưng chúng tôi tin rằng NHNN sẽ không nâng lãi suất năm 2021 nhằm tiếp tục hỗ trợ nền kinh tế bằng cách duy trì nới lỏng chính sách tiền tệ. Theo đó, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay thế chấp sẽ vẫn được duy trì ở mức thấp trong năm 2021 để kích cầu BĐS.

Hình 17: Lãi suất vay thế chấp trung bình suy giảm trong năm 2020 do lãi suất huy động của các ngân hàng thương mại thấp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NGÂN HÀNG TRONG NƯỚC

Hình 18: Lãi suất huy động kỳ hạn 6T/trên 6T giảm 100-210 điểm cơ bản từ tháng 3/2020



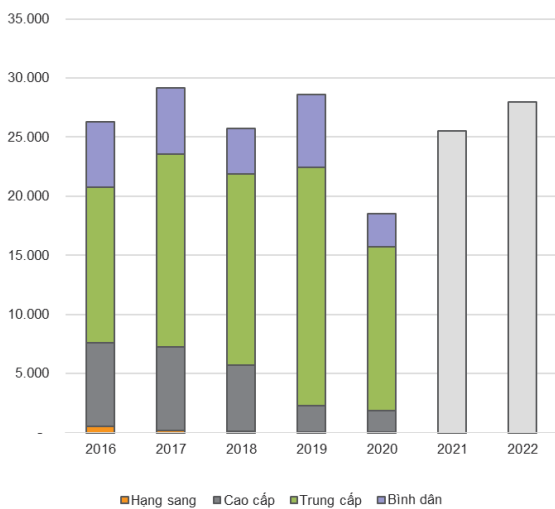
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NGÂN HÀNG TRONG NƯỚC

Số lượng ký bán sẽ phục hồi tại TP.HCM và bứt phá tại Hà Nội

Sự gián đoạn do đại dịch Covid-19 gây ra đã ảnh hưởng đến nhu cầu BĐS tại Việt Nam do các chủ đầu tư thận trọng trong việc mở bán các dự án mới và thu nhập của người mua nhà giảm do nền kinh tế gặp khó khăn. Kết quả là tổng số sản phẩm BĐS đã bán (bao gồm căn hộ và đất nền) tại Hà Nội và TP. HCM giảm lần lượt 42,7%/43,6% svck trong năm 2020.

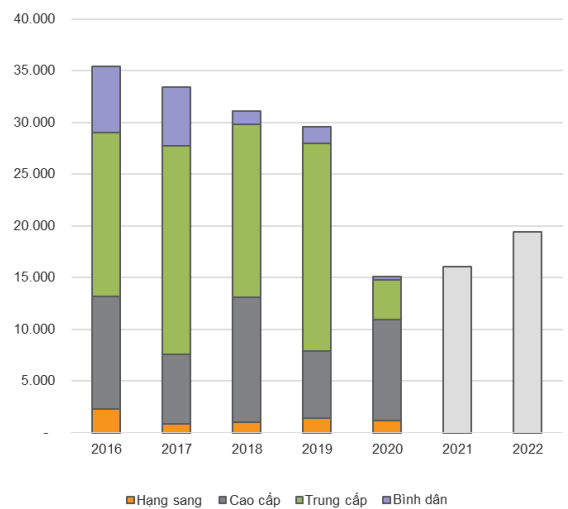
Trong năm 2021-22, chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS sẽ phục hồi từ mức thấp của năm 2020. CBRE dự báo số lượng căn hộ được bán tại thị trường Hà Nội vào năm 2021 sẽ tăng 37,7% svck đạt 25.500 căn và sẽ tiếp tục tăng trưởng 9,8% svck đạt 28.000 căn vào năm 2022. Tuy nhiên, số lượng căn hộ được bán tại TP.HCM được dự báo sẽ chỉ tăng nhẹ 6,4% svck lên 16.057 căn do việc thiếu hụt nguồn cung trong năm 2021. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung mới sẽ tăng vọt do nút thắt về thủ tục pháp lý dần được nới lỏng, thúc đẩy lượng căn hộ ký bán tại TP.HCM tăng 20,8% svck lên 19.400 căn.

Hình 19: Dự phóng số lượng căn hộ ký bán tại Hà Nội



Nguồn: CBRE

Hình 20: Dự phóng số lượng căn hộ ký bán tại TP.HCM

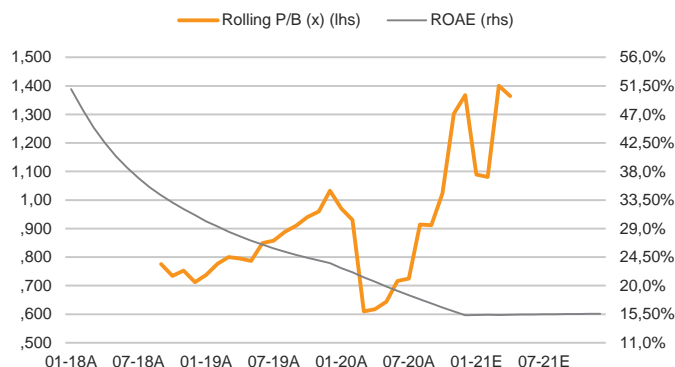
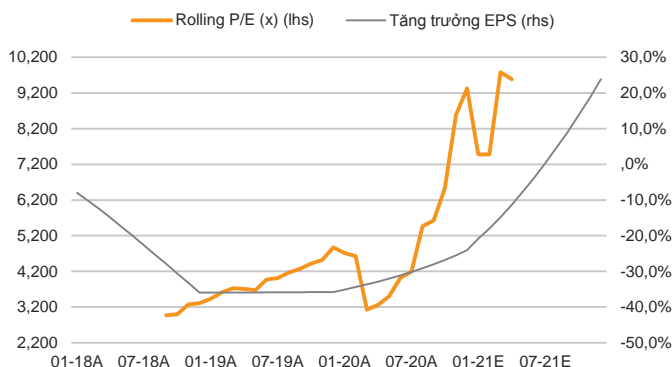


Nguồn: CBRE

Thị trường môi giới BĐS sơ cấp đã tăng trưởng mạnh mẽ tại Việt Nam nhờ nhu cầu BĐS ngày càng tăng trong xu hướng đô thị hóa của cả nước

Hoạt động môi giới là nguồn thu chính của các công ty môi giới BĐS hàng đầu tại Việt Nam, trong đó có CRE. Môi giới sơ cấp cung cấp hoa hồng cao hơn (thường ít nhất 5%) trên giá trị sản phẩm BĐS bán được sv môi giới thứ cấp (thường là 1%-2%). Các công ty môi giới hàng đầu cũng có thể tận dụng cả nguồn lực tài chính và nhân lực cũng như tên tuổi của họ để đàm phán với các chủ đầu tư về loại sản phẩm mà họ phân phối, phí hoa hồng và chiến lược tiếp thị. Chúng tôi cũng nhận thấy tiềm năng phát triển của thị trường BĐS sơ cấp trong tương lai là rất lớn nhờ vào điều kiện nhân khẩu học, kinh tế vĩ mô thuận lợi và mức độ đô thị hóa gia tăng nhanh chóng. Do đó, chúng tôi tin rằng hoạt động kinh doanh môi giới BĐS sơ cấp sẽ đạt được mức tăng trưởng vững chắc trong dài hạn.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	2.114	3.824	4.685
Giá vốn hàng bán	(1.483)	(2.868)	(3.552)
Chi phí quản lý DN	(213)	(348)	(399)
Chi phí bán hàng	(52)	(72)	(80)
LN hoạt động thuần	366	536	655
EBITDA thuần	333	483	601
Chi phí khấu hao	33	53	54
LN HD trước thuế & lãi vay	366	536	655
Thu nhập lãi	24	0	0
Chi phí tài chính	(17)	(76)	(68)
Thu nhập ròng khác	3	5	6
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	376	465	594
Thuế	(74)	(93)	(119)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(6)	(6)	(6)
LN ròng	295	366	469
Thu nhập trên vốn	295	366	469
Cổ tức phổ thông	(80)	(80)	(96)
LN giữ lại	215	286	373

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	256	370	510
Đầu tư ngắn hạn	155	155	155
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.670	2.514	3.233
Hàng tồn kho	60	471	681
Các tài sản ngắn hạn khác	18	32	39
Tổng tài sản ngắn hạn	2.158	3.543	4.618
Tài sản cố định	233	319	335
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	1.502	2.294	2.811
Tổng tài sản	3.892	6.157	7.764
Vay & nợ ngắn hạn	371	1.443	2.066
Phải trả người bán	215	307	380
Nợ ngắn hạn khác	810	1.233	1.653
Tổng nợ ngắn hạn	1.396	2.983	4.099
Vay & nợ dài hạn	450	450	450
Các khoản phải trả khác	2	5	5
Vốn điều lệ và	800	960	960
LN giữ lại	941	1.226	1.599
Vốn chủ sở hữu	2.015	2.683	3.167
Lợi ích cổ đông thiểu số	30	36	42
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	3.892	6.157	7.764

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	376	465	594
Khấu hao	33	53	54
Thuế đã nộp	(96)	(93)	(119)
Các khoản điều chỉnh khác	(40)	(449)	(261)
Thay đổi VLB	(460)	(870)	(582)
LC tiền thuần HKKD	(188)	(893)	(313)
Đầu tư TSCĐ	(40)	(150)	(80)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	5	6
Các khoản khác	(68)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(273)	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(382)	(145)	(74)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	160	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	738	1.072	623
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(80)	(80)	(96)
LC tiền thuần HĐTC	658	1.152	527
Tiền & tương đương tiền đầu kì	168	256	370
LC tiền thuần trong năm	88	114	140
Tiền & tương đương tiền cuối kì	256	370	510

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	14,0%	9,6%	10,0%
Vòng quay TS	0,64	0,76	0,67
ROAA	9,0%	7,3%	6,7%
Đòn bẩy tài chính	1,71	2,14	2,38
ROAE	15,3%	15,6%	16,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	289,2	240,0	251,9
Số ngày nắm giữ HTK	14,7	60,0	70,0
Số ngày phải trả tiền bán	53,0	39,1	39,1
Vòng quay TSCĐ	9,13	13,85	14,32
ROIC	10,3%	7,9%	8,2%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,5	1,2	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	1,0	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,2
Vòng quay tiền	250,9	260,9	282,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(8,6%)	80,9%	22,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(28,3%)	46,6%	22,2%
Tăng trưởng LN ròng	(24,0%)	23,9%	28,1%
Tăng trưởng EPS	(24,0%)	23,9%	28,1%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích

Email: trung.tranba@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>