

## CTCP BĐS THẾ KỶ (CRE) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND52.400	VND49.000	1,9%	TRUNG LẬP	Bất động sản

Ngày 30/08/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung bình</b>

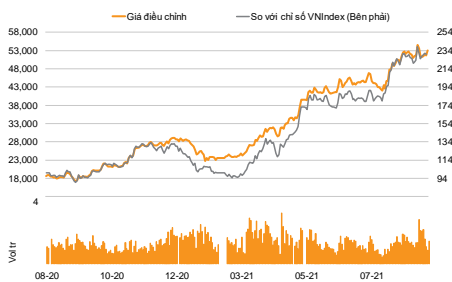
Consensus\*: Mua:0 Giữ:1 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 33,0%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng dự phóng EPS năm 2021-22 thêm 12,8%-7,8%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	54.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.291
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	60.083tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	4.954
Free float (%)	41
P/E trượt (x)	11,7
P/B hiện tại (x)	2,2

### Cơ cấu sở hữu

Cen Group	42,6%
Vietnam Master Holding 2 Ltd	8,9%
Khác	48,5%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Trần Bá Trung**

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Định giá đã ở mức hợp lý

- CRE ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng 6 tháng đầu năm 2021 tăng mạnh 121% svck lên 250 tỷ đồng, tương đương 70% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LN ròng năm 2021-22 lên 12,8%-7,8% để phản ánh kết quả kinh doanh mạnh mẽ trong 6T21, trong đó mảng đầu tư thứ cấp tiếp tục là động lực tăng trưởng chính.
- Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu cao hơn là 49.000 đồng.

### Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2021 (6T21) tốt hơn kỳ vọng

Trong Q2/21, CRE ghi nhận doanh thu (DT) đạt 1.644 tỷ đồng (+277% svck) nhờ vào (1) DT mảng đầu tư thứ cấp tăng 845% svck lên 1.292 tỷ đồng chủ yếu đến từ 2 dự án BĐS tại Hà Nội là Louis City và Hinode Royal Park; (2) DT mảng môi giới tăng 82% svck lên 474 tỷ đồng với số lượng giao dịch BĐS tăng 120% svck. Tuy nhiên, biên LN gộp Q2/21 chỉ đạt 16,7%, giảm mạnh sv mức 41,2% trong Q2/20 do tỷ trọng doanh thu lớn hơn của mảng đầu tư thứ cấp (chỉ đem lại biên LN gộp 15,1% trong 6T21) và biên LN gộp mảng môi giới thấp hơn. CRE đang đẩy mạnh chiến lược cạnh tranh phí môi giới BĐS nhằm giành được nhiều thị phần hơn. Kết quả là LN ròng Q2/21 tăng 40,7% svck lên 127 tỷ đồng. Lũy kế 6T21, công ty đạt 3.685 tỷ đồng DT (+422% svck) và 250 tỷ đồng LN ròng (+87% svck), tương đương 70% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Ngắn hạn gặp khó khăn tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn còn nguyên

Chính phủ đã thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội chặt chẽ kể từ đầu tháng 7/2021, điều này đã ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động môi giới BĐS trong Q3/21, và có thể sẽ kéo dài đến Q4/21. Do đó, chúng tôi giảm dự phóng số lượng giao dịch môi giới của CRE năm 2021 xuống 9.024 đơn vị (+7% svck), giảm 28% sv dự phóng trước đó. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS sẽ ấm dần kể từ Q4/21 trở trong bối cảnh lãi suất vay mua nhà thấp. Trong năm 2022, số lượng giao dịch sẽ tăng mạnh 40% svck hỗ trợ DT mảng môi giới của công ty tăng 37% svck lên 1.819 tỷ đồng.

### Chúng tôi tăng dự phóng LNR năm 2021-22 lên 12,8%-7,8%

Dù mảng môi giới kém khả quan hơn trong năm 2021, chúng tôi vẫn tăng dự phóng DT mảng đầu tư thứ cấp trong năm 2021-22 lên 61,1%-44,5% nhờ kết quả kinh doanh ấn tượng trong 6T21. Louis City và Hinode Royal Park sẽ tiếp tục là các dự án dẫn dắt tăng trưởng trong năm 2022. Do đó, DT năm 2021 sẽ tăng mạnh 141,5% svck, trước khi tăng 22,2% svck trong năm 2022. Trong khi đó, LNR của công ty sẽ tăng 40,5%-22,4% svck trong năm 2021-22.

### Duy trì khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu cao hơn là 49.000 đồng

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau (1) P/E mục tiêu 11x cho trung bình EPS 2021-22 và (2) P/B mục tiêu 1,7x cho trung bình giá trị sổ sách 2021-22. Tiềm năng tăng giá là quy mô của các dự án đầu tư thứ cấp lớn hơn kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.312	2.117	5.115	6.252
Tăng trưởng DT thuần	37,1%	(8,4%)	141,5%	22,2%
Biên lợi nhuận gộp	32,5%	28,3%	18,1%	18,2%
Biên EBITDA	21,3%	16,4%	12,0%	12,0%
LN ròng (tỷ)	389	294	413	505
Tăng trưởng LN ròng	23,3%	(24,4%)	40,5%	22,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi	22,7%	(23,6%)	39,7%	22,1%
EPS cơ bản	4.050	3.060	4.301	5.264
EPS điều chỉnh	3.701	2.671	3.864	4.708
BVPS	19.102	20.987	27.194	32.6721
ROAE	23,6%	15,3%	17,9%	17,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## ĐỊNH GIÁ ĐÃ Ở MỨC HỢP LÝ

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng hiệu suất kinh doanh ấn tượng trong 6T21 sẽ khó có thể lặp lại trong nửa cuối năm 2021 khi các ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch Covid-19 đang phủ bóng lên triển vọng ngành môi giới BĐS. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn ưa thích CRE trong đầu tư dài hạn nhờ (1) vị thế hàng đầu của công ty trong ngành môi giới BĐS (với khoảng 14% thị phần trong năm 2020) sẽ giúp CRE được hưởng lợi khi nhu cầu mua nhà hồi phục sau đại dịch; (2) việc hợp tác và phân phối sản phẩm của các chủ đầu tư lớn như Novaland (NVL) và Vinhomes (VHM) trong thời gian gần đây sẽ tiếp tục củng cố vị thế của CRE tại thị trường môi giới BĐS; và (3) danh mục dự án lớn đảm bảo mảng đầu tư thứ cấp bứt phá trong giai đoạn 2021-22.

### Duy trì khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu cao hơn là 49.000 đồng

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau (1) P/E mục tiêu 11x cho trung bình EPS 2021-22 và (2) P/B mục tiêu 1,7x cho trung bình giá trị sổ sách 2021-22. Chúng tôi tăng định giá đối với CRE lên 49.000 đồng từ mức 33.700 đồng trước đó phản ánh dự phóng EPS 2021-22 tăng 12,8%-7,8% và mức định giá so sánh cao hơn. Trong đó, P/B mục tiêu 1,7x của CRE được dựa trên mức trung bình của các công ty môi giới BĐS trong nước (bao gồm DXS, NRC và KHG).

Kết quả kinh doanh ấn tượng của CRE trong 6T21 đã giúp giá cổ phiếu công ty tăng mạnh 24% trong 3 tháng qua, gần gấp đôi mức tăng của nhóm các công ty BĐS đang được chúng tôi theo dõi (+13%) và vượt trội so với Vnindex là -1,2%. Hiện tại, CRE đang được giao dịch tại mức P/E 2021 là 13,6x và P/E 12 tháng là 11,7x, mức cao nhất kể từ khi niêm yết và thấp hơn 35% sv trung bình các công ty trong ngành (18,1x). Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu CRE đang phù hợp với xu hướng đầu tư ngắn hạn. Về dài hạn, chúng tôi đang chờ đợi thêm thông tin về danh mục dự án thứ cấp của công ty trong giai đoạn 2023-24.

Động lực 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 và mở bán các dự án BĐS.

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

Trung bình EPS 2021-22	4.286
P/E trung bình ngành	18,1
P/E mục tiêu	11,0
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	47.144

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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

Trung bình giá trị sổ sách 2021-22	29.933
P/B bình quân ngành	1,6
P/B mục tiêu	1,7
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	50.885

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
P/E	47.144	50%	23.572
P/B	50.885	50%	25.443

Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)

49.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh với các công ty cùng ngành (dữ liệu tại ngày 27/08/2021)

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 Dịch Vụ Đất Xanh	DXS VN	28.300	40.200	444,9	9,8	7,6	1,8	1,7	15,5	28,9	8,1	11,2	13,3	
CTCP Tập đoàn Danh Khôi	NRC VN	19.400	na	68,3	27,6	na	1,7	na	(1,4)	na	(0,9)	(0,9)	16,1	
CTCP Khải Hoàn Land	KHG VN	13.900	na	106,6	16,8	na	1,2	na	7,7	na	5,8	na	20,5	
<i>Trung bình</i>					206,6	18,1	7,6	1,6	1,7	7,3	28,9	4,3	5,1	16,6
<i>Trung vị</i>					106,6	16,8	7,6	1,7	1,7	7,7	28,9	5,8	5,1	16,1
CTCP BDS Thế Kỷ	CRE VN	52.400	49.000	220,6	11,7	13,6	2,2	1,9	19,6	17,9	10,4	8,8	40,2	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH ESTIMATES, BLOOMBERG

### Tóm tắt kết quả kinh doanh 6T21: mảng đầu tư thứ cấp tốt hơn kỳ vọng

Hình 1: Tóm tắt kết quả kinh doanh 6T21

tỷ đồng	Q2/21	Q2/20	% svck	6T21	6T20	% svck	% sv dự báo cả năm	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.644,2</b>	<b>436,1</b>	<b>277,0%</b>	<b>3.685,1</b>	<b>705,8</b>	<b>422,1%</b>	<b>96,4%</b>	
<i>Môi giới</i>	473,9	260,3	82,0%	855,5	481,3	77,7%	59,0%	DT mảng môi giới tăng 77,7% svck trong 6T21 nhờ (1) số lượng giao dịch tăng 56,2% svck lên 5.168 đơn vị và (2) giá trị BĐS/đơn vị tăng 30,7% svck.
<i>Đầu tư thứ cấp</i>	1.292,2	136,8	844,6%	2.941,9	183,4	1504,0%	126,9%	DT mảng đầu tư thứ cấp cao hơn đáng kể sv dự báo trước đó của chúng tôi. Tỷ lệ hấp thụ tại hai dự án BĐS là Louis City và Hinode Royal Park đạt 57% (tương đương 264 căn) trong 6T21, cao hơn hơn báo cả năm của chúng tôi là 45%. Hai dự án này đã đem lại cho CRE 2.691 tỷ đồng DT, chiếm 91% tổng DT mảng kinh doanh này.
<i>Cho thuê văn phòng</i>	15,9	37,2	-57,1%	21,6	43,3	-50,1%	61,4%	
<i>Quảng cáo, tổ chức sự kiện</i>	4,9	1,8	174,7%	8,8	2,7	225,6%	43,8%	
<i>Giảm trừ doanh thu</i>	(142,1)	-	na	(142,1)	(5,0)	na	na	Giảm trừ DT do khách hàng trả lại mặt bằng cho thuê tại dự án Dolphin Plaza trong Q2/21.
<b>LN gộp</b>	<b>274,8</b>	<b>179,8</b>	<b>52,8%</b>	<b>535,6</b>	<b>287,1</b>	<b>86,5%</b>	<b>56,0%</b>	
Chi phí BH&QLDN	83,0	60,6	37,1%	186,8	116,5	60,3%	44,5%	
EBIT	208,9	459,0	-54,5%	365,8	510,4	-28,3%	69,5%	
Lãi vay	42,1	0,6	7463,9%	49,7	2,8	1689,9%	77,0%	
LN trước thuế	161,7	122,1	32,4%	316,1	176,5	79,1%	69,3%	
LN sau thuế	128,4	96,9	32,5%	251,1	139,2	80,4%	68,9%	
<b>LN ròng</b>	<b>127,2</b>	<b>90,4</b>	<b>40,7%</b>	<b>250,4</b>	<b>133,6</b>	<b>87,4%</b>	<b>69,9%</b>	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>16,7%</b>	<b>41,2%</b>	<b>-24,5 đ %</b>	<b>14,5%</b>	<b>40,7%</b>	<b>-26,1 đ %</b>	<b>-10,5 đ %</b>	
<i>Môi giới</i>	19,3%	61,2%	-41,8 đ %	25,8%	49,9%	-24,2 đ %	-18,0 đ %	BLNG mảng môi giới của CRE giảm mạnh 24,2% điểm % xuống mức 25,8% trong 6T21 do chiến lược cạnh tranh phí nhằm giành thêm thị phần.
<i>Đầu tư thứ cấp</i>	24,5%	5,3%	19,2 đ %	15,1%	18,0%	-2,9 đ %	2,2 đ %	Trong Q2/21, giá bán tăng tại 2 dự án Louis City và Hinode Royal Park đã giúp BLNG mảng đầu tư thứ cấp tăng mạnh lên 24,5% từ mức chỉ 7,8% của Q1/21 và 5,3% của Q2/20.
<i>Cho thuê văn phòng</i>	56,0%	33,7%	22,3 đ %	51,7%	40,7%	10,9 đ %	1,4 đ %	
<i>Quảng cáo, tổ chức sự kiện</i>	18,6%	44,2%	-25,6 đ %	22,0%	40,1%	-18,1 đ %	-5,4 đ %	
CPBH&QLDN / DT	5,1%	13,9%	-8,8 đ %	5,1%	16,5%	-11,4 đ %	-5,9 đ %	Tỷ lệ CPBH&QLDN / DT thấp hơn dự kiến nhờ đóng góp lớn hơn trong tổng DT của mảng đầu tư thứ cấp (với tỷ lệ CPBH&QLDN / DT thấp hơn sv mảng môi giới).
Biên EBIT	12,7%	105,3%	-92,6 đ %	9,9%	72,3%	-62,4 đ %	-3,8 đ %	
<b>Biên LN ròng</b>	<b>7,7%</b>	<b>20,7%</b>	<b>-13,0 đ %</b>	<b>6,8%</b>	<b>18,9%</b>	<b>-12,1 đ %</b>	<b>-2,6 đ %</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Triển vọng mảng môi giới

#### Giảm tốc trong nửa cuối năm 2021 do ảnh hưởng bởi dịch bệnh

Chính phủ đã thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội chặt chẽ kể từ đầu tháng 7/2021, điều này đã ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động môi giới BĐS trong Q3/21, và có thể sẽ kéo dài đến Q4/21. Theo Hiệp hội Môi giới BĐS Việt Nam,

số lượng giao dịch BĐS cả nước trong Q2/21 đã giảm mạnh 52% sv quý trước đó.

Để hạn chế những khó khăn, CRE đã đẩy mạnh hoạt động bán hàng thông qua các nền tảng kỹ thuật số (như 3D scanning, 360 VR Tour,... giúp khách hàng có thể trải nghiệm chuyển tham quan ảo đối với các sản phẩm BĐS). Tuy nhiên, lượng giao dịch môi giới trong Q3/21 vẫn có thể sẽ giảm mạnh sv quý trước.

Theo ban lãnh đạo CRE, số lượng khách hàng đặt cọc giữ chỗ BĐS tại công ty trong đầu Q3/21 đang rất khả quan. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng đại dịch cũng sẽ dần được kiểm soát trong thời gian tới nhờ các mục tiêu tiêm chủng của Chính phủ. Do đó, chúng tôi tin rằng nhu cầu BĐS vẫn còn cao và lượng giao dịch môi giới của CRE sẽ phục hồi mạnh mẽ từ Q4/21.

Chúng tôi điều chỉnh giảm số lượng giao dịch môi giới của CRE năm 2021 xuống 9.024 đơn vị (+7% svck), thấp hơn 28% sv dự phóng trước đó. Tuy nhiên, giả định trung bình giá trị BĐS/đơn vị sản phẩm lại tăng 21% nhờ việc công ty tập trung bán các sản phẩm thấp tầng trong năm nay. Như vậy, DT mảng môi giới được kỳ vọng đạt 1.328 tỷ đồng (+28,1% svck), giảm 8,5% sv dự phóng trước đó. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng số lượng giao dịch sẽ bứt phá 40% svck nhờ đóng góp của danh mục sản phẩm đến từ các chủ đầu tư lớn như Vinhomes, Novaland, Bitexco,... Điều này sẽ hỗ trợ đáng kể DT môi giới năm 2022 tăng 37% svck lên mức 1.819 tỷ đồng.

**Hình 6: CRE bắt đầu phân phối sản phẩm của các chủ đầu tư lớn trong 6T21**

Dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Tổng sản phẩm (đơn vị)	Trung bình giá trị BĐS/đơn vị (tỷ đồng)	Hình thức môi giới	Thời điểm bắt đầu bán hàng	Số sản phẩm đã bán (đơn vị)
The Manor Central Park Z2	Hà Nội	Bitexco	113	24,2	Độc quyền	Tháng 6/2020	86
Vinhomes Grand Park	TP.HCM	Vinhomes	900	3,2	F1	Tháng 7/2020	86
The Matrix One	Hà Nội	MIK Home	156	8,4	Độc quyền	Tháng 11/2020	127
Nova World Phan Thiết	Bình Thuận	Novaland	2.000	7,0	F2	Tháng 3/2021	183
Vinhomes Smart City	Hà Nội	Thái Sơn	1.500	2,5	Bán chung	Tháng 3/2021	103
Casamia Calm Hội An	Quảng Nam	Đạt Phương Hội An	100	6,9	Độc quyền	Tháng 4/2021	91

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Biên LN gộp mảng môi giới phụ thuộc vào chiến lược cạnh tranh phí

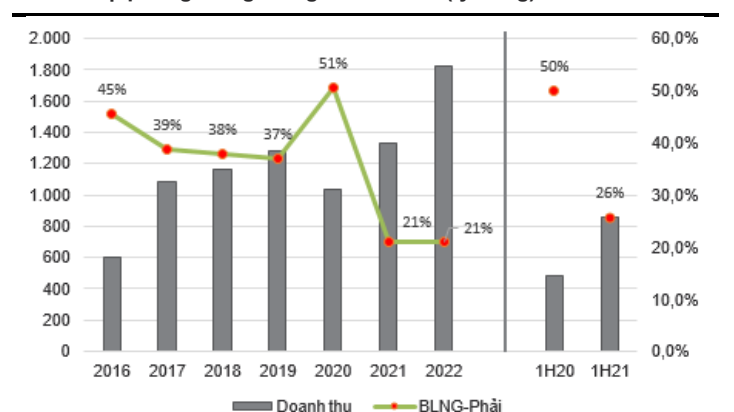
CRE đang đẩy mạnh chiến lược cạnh tranh phí môi giới BĐS nhằm giành được nhiều thị phần hơn. Chúng tôi ước tính thị phần của công ty sẽ tăng từ mức 14% năm 2020 lên khoảng 20% trong năm 2023. Do đó, biên LN gộp của mảng môi giới cũng được kỳ vọng sẽ giảm xuống mức 21% từ 50,5% của năm 2020. Chúng tôi tin rằng biên LN gộp mảng môi giới sẽ tăng trở lại từ năm 2023 khi công ty giành được một mức thị phần lớn hơn.

**Hình 7: Danh mục môi giới của CRE tính đến cuối tháng 6/2021**

Tổng số dự án đang phân phối	110
Tổng số lượng sản phẩm đang phân phối	52.788
Tổng giá trị BĐS đang phân phối	458.965
Số lượng đã bán trong 6T21	5.186
Tổng giá trị BĐS đã bán trong 6T21	25.953

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 8: Dự phóng mảng môi giới của CRE (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng mảng đầu tư thứ cấp

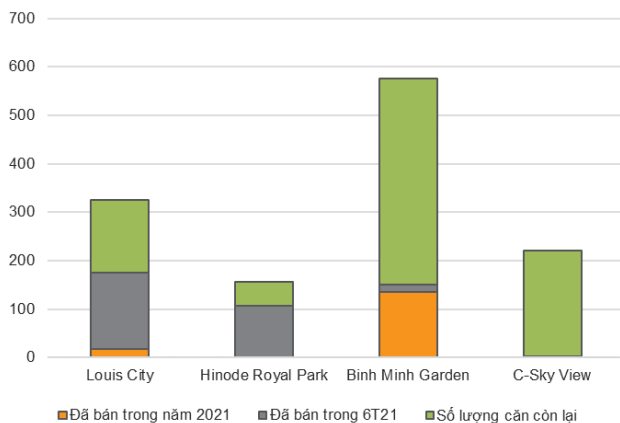
### Điều chỉnh tăng dự phóng nhờ kết quả kinh doanh ấn tượng trong 6T21

Hiện tại, danh mục đầu tư thứ cấp của CRE bao gồm 4 dự án chính: Louis City (Hoàng Mai, Hà Nội), Hinode Royal Park (Hoài Đức, Hà Nội), Bình Minh Garden (Long Biên, Hà Nội) và C-Sky View (Thủ Dầu Một, Bình Dương) với tổng mức đầu tư khoảng 6.100 tỷ đồng. Trong 6T21, CRE ghi nhận 2.942 tỷ đồng DT từ mảng đầu tư thứ cấp (sv chỉ 183 tỷ đồng trong 6T20), chủ yếu đến từ 2 dự án là Louis City và Hinode Royal Park.

Chúng tôi nhận thấy giá bán tại 2 dự án này trong Q2/21 đã tăng khoảng 25-30% sv quý trước đó nhờ sở hữu những vị trí đắc địa tại Hà Nội. Hinode Royal Park nằm tại phía Tây thủ đô với hàng loạt dự án đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông (tuyến Metro Nhôn – ga Hà Nội, vành đai 3.5 từ Đại lộ Thăng Long – Quốc lộ 32) được kỳ vọng hoàn thành trong năm 2021. Kết quả là BLNG mảng đầu tư thứ cấp đã tăng lên 24,5% trong Q2/21, vượt trội sv mức 7,8% trong Q1/21 và 5,3% của Q2/20.

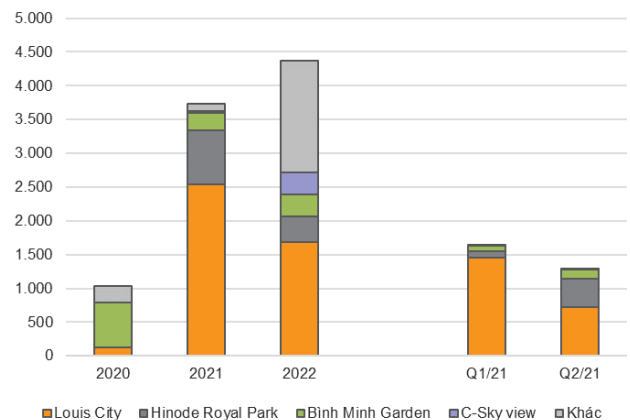
Chúng tôi tin rằng tỷ lệ hấp thụ ấn tượng 57% (chỉ sau 8 tháng mở bán) và tiềm năng tăng giá đáng kể của 2 dự án thấp tầng kể trên đã chứng minh kinh nghiệm của ban lãnh đạo CRE trong việc lựa chọn dự án đầu tư.

**Hình 9: Tiến độ bán hàng tại các dự án đầu tư thứ cấp chính của CRE (căn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 10: Dự phóng DT mảng đầu tư thứ cấp của CRE (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng DT mảng đầu tư thứ cấp 61,1% lên 2.734 tỷ đồng nhằm phản ánh kết quả kinh doanh Q2/21 tốt hơn. Đóng góp chính vào DT của cả năm nay sẽ đến từ các dự án Louis City, Hinode Royal Park và Bình Minh Garden. Trong năm 2022, DT mảng đầu tư thứ cấp sẽ tăng trưởng 17,2% svck lên 4.375 tỷ đồng nhờ việc ghi nhận phần còn lại từ các dự án đang triển khai. CRE cũng đang rất tích cực tìm kiếm và bổ sung dự án mới vào danh mục đầu tư thứ cấp của công ty. Một số dự án tiềm năng bao gồm Tòa nhà Thành Công (Thanh Xuân, Hà Nội) và dự án BĐS dân cư tại Bắc Ninh (hợp tác với CTCP Đầu tư và Dịch vụ Trustlink).

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

Sự mở rộng nhanh chóng của danh mục dự án đầu tư thứ cấp đã làm tăng đáng kể nhu cầu vốn của CRE. Công ty chủ yếu đã sử dụng nợ vay nhằm tài trợ cho hoạt động trên, điều này đã dẫn tới hệ số đòn bẩy của CRE tăng lên đáng kể thời gian gần đây.

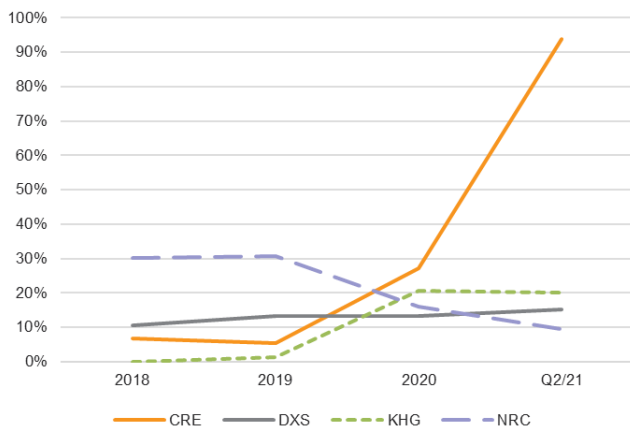
Tại thời điểm cuối Q2/21, tổng nợ vay của CRE đã tăng lên 2.137 tỷ đồng (+26,2% sv quý trước đó và 288,5% sv đầu năm), kéo theo tỷ lệ Nợ vay/Vốn

chủ sở hữu (D/E) của công ty tăng lên 0,94x, tăng mạnh từ mức 0,27x cuối năm 2020. Tỷ lệ D/E của CRE đang cao hơn đáng kể sv mức chỉ 0,1x-0,2x của các công ty trong ngành (bao gồm DXS, NRC và KHG). Trong năm 2021-22, chúng tôi ước tính tỷ lệ D/E của CRE sẽ lần lượt đạt 0,79x-0,71x.

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 17,9%-17,6% 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.

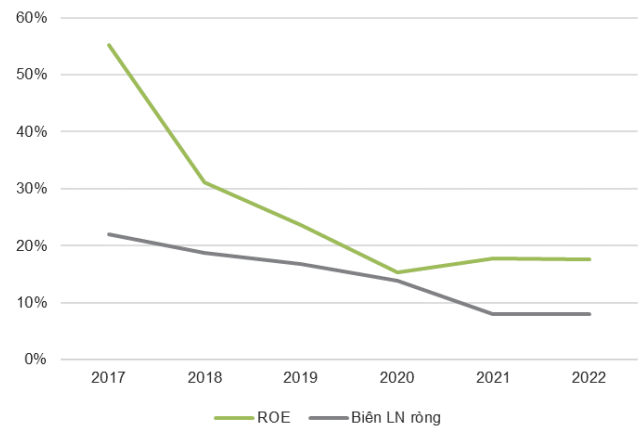
Dự phóng trên của chúng tôi chưa phản ánh kế hoạch tăng vốn chủ sở hữu khoảng 960 tỷ đồng của CRE (đã được cổ đông thông qua tại Đại hội cổ đông năm 2021). Tuy nhiên, nếu tất cả số tiền huy động thêm được trả cho nợ vay, tỷ lệ D/E của CRE vẫn sẽ ở mức 0,31x và cần được theo dõi.

Hình 11: Tỷ lệ D/E của CRE cao hơn đáng kể sv các công ty trong ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: ROE và biên LN ròng giai đoạn 2021-22 giảm đáng kể sv giai đoạn 2017-19



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Thay đổi dự phóng năm 2021-22

Hình 13: Thay đổi dự phóng năm 2021-22 (tỷ đồng)

tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới		% Δ thay đổi		Nhận xét
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.824,0</b>	<b>4.684,7</b>	<b>5.114,7</b>	<b>6.252,3</b>	<b>33,8%</b>	<b>33,5%</b>	
Môi giới	1.451,1	1.596,2	1.328,4	1.819,3	-8,5%	14,0%	
Đầu tư thứ cấp	2.317,6	3.027,7	3.733,9	4.375,3	61,1%	44,5%	
<b>LN gộp</b>	<b>956,4</b>	<b>1.133,2</b>	<b>927,1</b>	<b>1.136,4</b>	<b>-3,1%</b>	<b>0,3%</b>	
SG&A expense	420,3	478,1	299,4	365,4	-28,8%	-23,6%	
EBIT	536,1	655,1	627,6	771,0	17,1%	17,7%	
Lãi vay	64,6	53,7	125,0	150,9	93,6%	181,2%	Chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí lãi vay trong năm 2021/22 lên 93,6%/181,2% do tổng nợ vay cao hơn 52%/85%, trong đó nợ vay dài hạn bằng trái phiếu (lãi suất cao hơn) tăng 111% sv dự phóng trước đó.
LN trước thuế	465,2	593,7	523,9	639,5	12,6%	7,7%	
LN sau thuế	372,2	474,9	419,1	511,6	12,6%	7,7%	
<b>LN ròng</b>	<b>365,9</b>	<b>468,6</b>	<b>412,9</b>	<b>505,3</b>	<b>12,8%</b>	<b>7,8%</b>	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>25,0%</b>	<b>24,2%</b>	<b>18,1%</b>	<b>18,2%</b>	<b>-6,9 đ %</b>	<b>-6,0 đ %</b>	
Môi giới	43,7%	43,7%	21,0%	21,0%	-22,7 đ %	-22,7 đ %	
Đầu tư thứ cấp	12,9%	13,5%	16,8%	16,7%	3,9 đ %	3,2 đ %	
CPBH&QLDN / DT							Chúng tôi điều chỉnh giảm 5,1 điểm % CPBH&QLDN / DT trong năm 2021-22 nhờ tỷ trọng lớn hơn trong tổng doanh thu của mảng đầu tư thứ cấp (với tỷ lệ CPBH&QLDN / DT thấp hơn sv mảng môi giới).
Biên EBIT	14,0%	14,0%	12,3%	12,3%	-1,7 đ %	-1,7 đ %	
<b>Biên LN ròng</b>	<b>9,6%</b>	<b>10,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>-1,5 đ %</b>	<b>-1,9 đ %</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

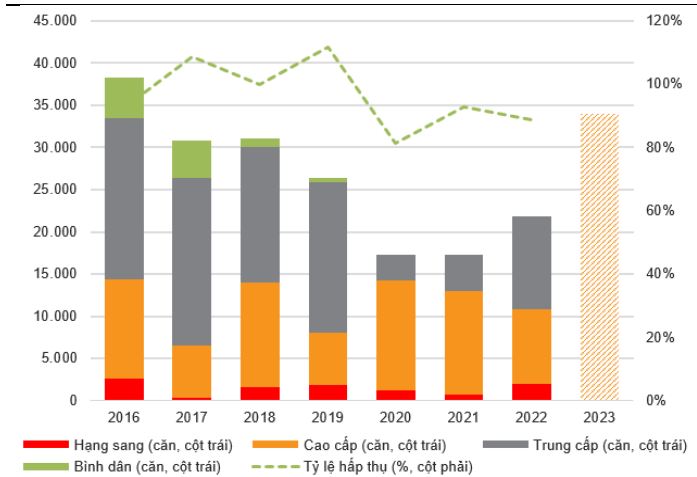
### Triển vọng thị trường BĐS năm 2021-23: Thời điểm thuận lợi đã đến gần

Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS có thể gặp khó khăn tạm thời trong Q3/21 do dịch COVID-19 đang bùng phát. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng thị trường sẽ nhanh chóng trở lại mạnh mẽ ngay khi dịch được kiểm soát. Chúng tôi quan sát thấy nguồn cung BĐS đang dần hồi phục nhờ nới lỏng pháp lý, trong khi nguồn cầu cũng được thúc đẩy mạnh mẽ bởi thị trường phục hồi trên diện rộng, lãi suất vay mua nhà duy trì ở mức thấp và cơ sở hạ tầng đang được tăng tốc phát triển, do đó chúng tôi cho rằng thị trường BĐS có thể sẽ bước vào thời điểm thuận lợi từ Q4/21.

### Thị trường nhà ở phía Nam: ảm đạm lên từ năm 2022

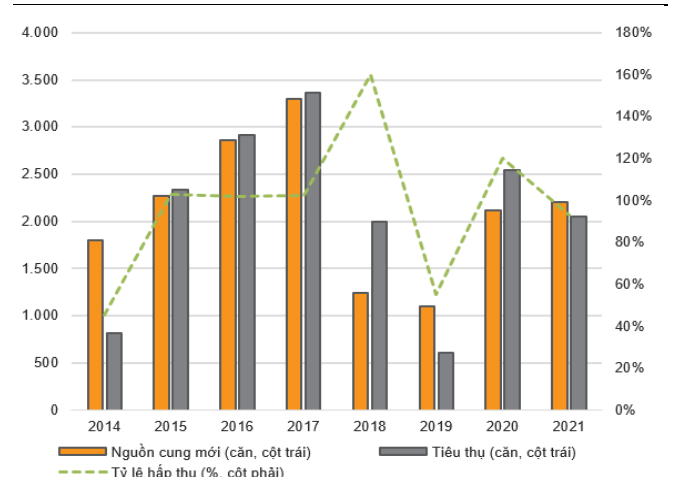
Sau khi một số quy định mới được ban hành trong 2020 như Nghị định 148 và Luật Xây dựng sửa đổi 2020, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM có thể phục hồi từ 2022, cụ thể tăng 26,2% svck trong 2022 và 55,7% svck trong 2023. Phân khúc trung cấp sẽ đóng góp 30-50% vào tổng nguồn cung. Chúng tôi tin rằng thị trường nhà ở tại ngoại thành TP HCM như Cần Giờ, Nhà Bè, Bình Chánh và TP Thủ Đức sẽ tiếp tục đáng chú ý trong nửa cuối 2021 và năm 2022 nhờ vào các dự án phát triển cơ sở hạ tầng.

Hình 14: Nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM được kỳ vọng sẽ phục hồi từ 2022 nhờ nới lỏng pháp lý



Nguồn: CBRE, SAVILLS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Nguồn cung nhà liền thổ tại TP HCM trong nửa cuối 2021 sẽ đến từ các dự án khu đô thị đã mở bán trước đó



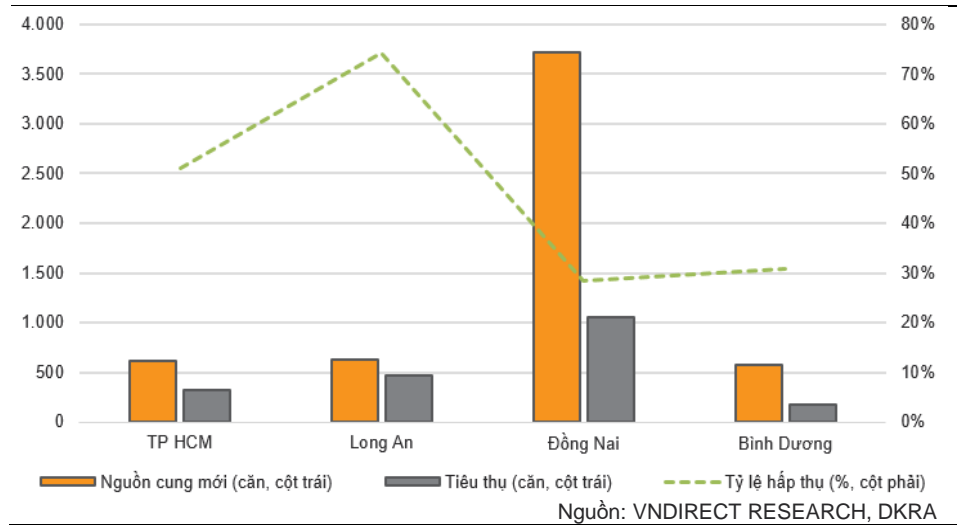
Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

### Các tỉnh lân cận TP HCM sẽ thu hút giới đầu tư trong nửa cuối 2021 và năm 2022

Chúng tôi nhận thấy nhà đầu tư đang tìm kiếm cơ hội mới tại các thị trường lân cận TP HCM như Long An và Đồng Nai trong bối cảnh giá bán tăng cao cùng với nguồn cung khan hiếm tại TP HCM. Theo DKRA, trong nửa đầu 2021 thị trường nhà xây sẵn tại Đồng Nai diễn ra sôi động với hơn 3.700 căn mở bán mới, chiếm 67% nguồn cung mới của phía Nam, theo đó là Long An với 630 căn mở bán mới, chiếm 11% nguồn cung phía Nam.

Điều này tạo cơ hội cho các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn ở những khu vực này như **NLG và NVL** với các dự án khu đô thị như Waterfront, Southgate, Aqua City, dự kiến được mở bán trong nửa cuối 2021 và năm 2022. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư và đạt được tỷ lệ hấp thụ cao nhờ vị trí đắc địa, pháp lý minh bạch và sản phẩm chất lượng.

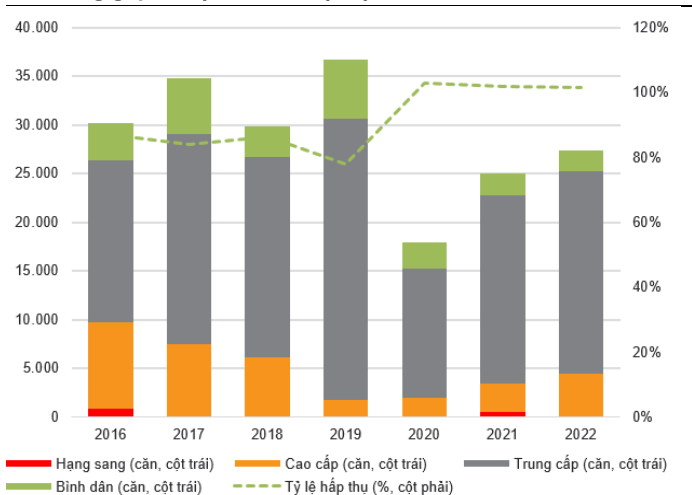
**Hình 16: Nguồn cung mới nhà ở xây sẵn tại Đồng Nai cao hơn 6 lần so với TP.HCM trong 6T21**



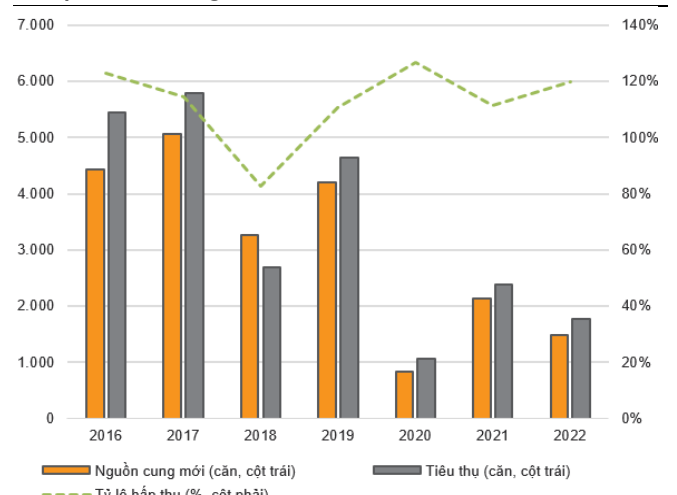
**Thị trường nhà ở phía Bắc: nguồn cung dồi dào nhờ các dự án đại đô thị sắp tới**

Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội tăng 40% svck đạt khoảng 25.000 căn trong 2021, nhờ đóng góp ổn định từ các đại dự án của Vinhomes, theo đó là Sunshine Empire (2.200 căn) và Gamuda City (2.000 căn). Đối với thị trường nhà liền thổ, chúng tôi cho rằng các tỉnh lân cận Hà Nội như Hưng Yên sẽ là điểm sáng của thị trường trong 2021-22. Vinhomes cũng dự kiến mở bán một khu đô thị 460ha tại Hưng Yên trong nửa cuối 2021.

**Hình 17: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội phục hồi trong 2021-22 nhờ đóng góp ổn định từ các đại dự án của Vinhomes**



**Hình 18: Nguồn cung nhà liền thổ âm đạm tại Hà Nội, các tỉnh lân cận là điểm sáng**



**Hưng Yên sẽ là điểm sáng đáng chú ý trong nửa cuối 2021 và 2022**

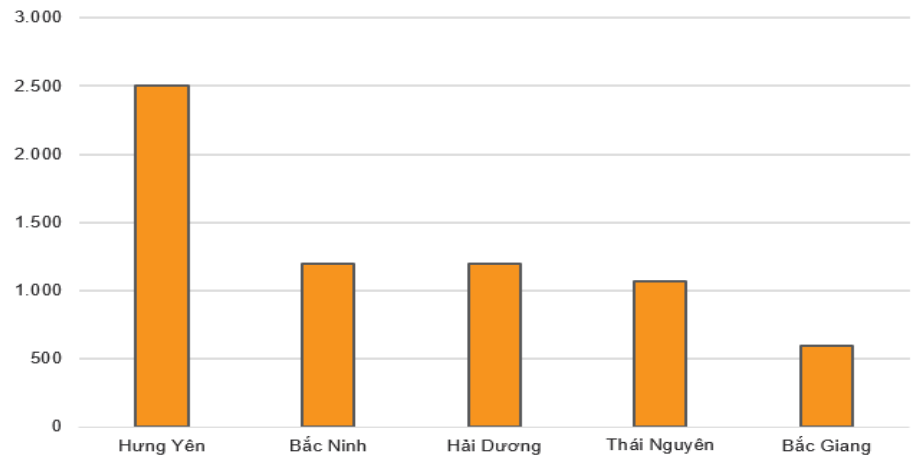
Chúng tôi cho rằng Hưng Yên là một trong những khu vực đang nổi lên đáng chú ý tại thị trường BĐS miền Bắc, cùng với Bắc Ninh và Quảng Ninh. Hưng Yên nằm tại trung tâm của đồng bằng Bắc Bộ, sở hữu vị trí chiến lược dễ dàng kết nối với Hà Nội, Hải Phòng và Nam Định. Theo CBRE, giá đất tại Hưng Yên tăng 12% svck trong 2020, cao hơn mức tăng trung bình 7,6% svck của Hà Nội.

Nguồn cung nhà liền thổ tại Hưng Yên có thể đạt 2.500 căn trong 2021, cao hơn nguồn cung tại Hà Nội 16,8%, nhờ sự đóng góp từ các khu đô thị lớn như Ecopark (500ha) và Vinhomes Dream City (460ha). Chúng tôi tin rằng những đợt mở bán tại các dự án này sẽ đạt được tỷ lệ hấp thụ cao khoảng 70-80%



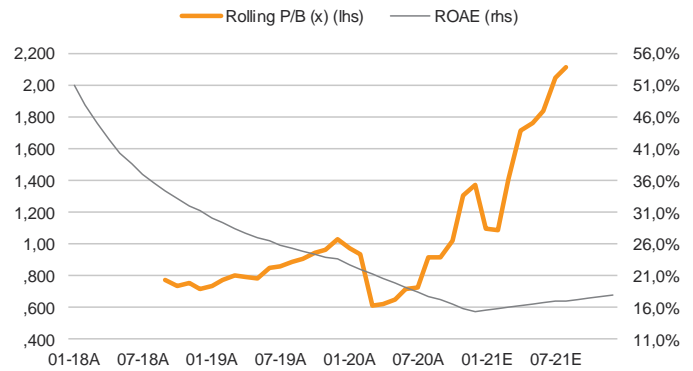
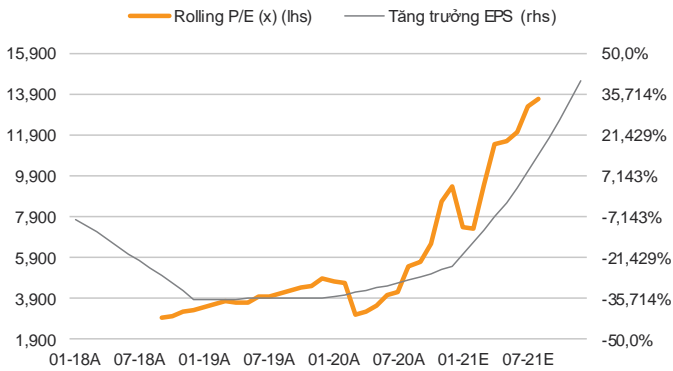
trong 2021, được hỗ trợ bởi nhu cầu cao từ các chuyên gia, kỹ sư và công nhân làm việc tại đây.

**Hình 19: Lượng lớn sản phẩm nhà liền thổ (khoảng 2.500 căn) từ các dự án lớn mở bán trong 2021 sẽ giúp thị trường BĐS Hưng Yên sôi động**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DKRA

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	2.117	5.115	6.252
Giá vốn hàng bán	(1.518)	(4.188)	(5.116)
Chi phí quản lý DN	(191)	(213)	(247)
Chi phí bán hàng	(43)	(87)	(119)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>364</b>	<b>628</b>	<b>771</b>
EBITDA thuần	330	592	730
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>41</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>364</b>	<b>628</b>	<b>771</b>
Thu nhập lãi	24	29	29
Chi phí tài chính	(17)	(135)	(163)
Thu nhập ròng khác	2	3	3
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>374</b>	<b>524</b>	<b>639</b>
Thuế	(74)	(105)	(128)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(6)	(6)	(6)
<b>LN ròng</b>	<b>294</b>	<b>413</b>	<b>505</b>
Thu nhập trên vốn	294	413	505
Cổ tức phổ thông	(80)	(96)	(96)
<b>LN giữ lại</b>	<b>214</b>	<b>317</b>	<b>409</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	191	113	156
Đầu tư ngắn hạn	220	250	250
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.615	1.962	2.313
Hàng tồn kho	32	1.434	1.752
Các tài sản ngắn hạn khác	19	45	55
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.077</b>	<b>3.804</b>	<b>4.526</b>
Tài sản cố định	233	237	265
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	1.502	1.483	1.563
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.811</b>	<b>5.524</b>	<b>6.355</b>
Vay & nợ ngắn hạn	371	1.118	1.266
Phải trả người bán	155	138	140
Nợ ngắn hạn khác	789	665	813
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.315</b>	<b>1.921</b>	<b>2.219</b>
Vay & nợ dài hạn	450	950	950
Các khoản phải trả khác	2	7	7
Vốn điều lệ và	800	960	960
LN giữ lại	950	1.267	1.676
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.015</b>	<b>2.611</b>	<b>3.136</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	30	36	42
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.811</b>	<b>5.524</b>	<b>6.355</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>374</b>	<b>524</b>	<b>639</b>
Khấu hao	35	36	41
Thuế đã nộp	(99)	(105)	(128)
Các khoản điều chỉnh khác	(47)	71	88
<b>Thay đổi VLB</b>	<b>(724)</b>	<b>(1.838)</b>	<b>(572)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>(461)</b>	<b>(1.312)</b>	<b>68</b>
Đầu tư TSCĐ	(16)	(50)	(80)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	3	3
Các khoản khác	(133)	(30)	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(28)	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(177)</b>	<b>(77)</b>	<b>(77)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	4	160	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	738	1.247	148
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(80)	(96)	(96)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>662</b>	<b>1.311</b>	<b>52</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	168	191	113
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>24</b>	<b>(79)</b>	<b>44</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	191	113	156

**Các chỉ số cơ bản**

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	13,9%	8,1%	8,1%
Vòng quay TS	0,65	1,10	1,05
ROAA	9,0%	8,8%	8,5%
Đòn bẩy tài chính	1,69	2,02	2,07
ROAE	15,3%	17,9%	17,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	279,1	140,0	135,0
Số ngày nắm giữ HTK	7,7	125,0	125,0
Số ngày phải trả tiền bán	37,5	12,0	10,0
Vòng quay TSCĐ	9,15	21,80	24,91
ROIC	10,3%	8,8%	9,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	2,0	2,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	1,2	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,2
Vòng quay tiền	249,4	253,0	250,0
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(8,4%)	141,5%	22,2%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(28,6%)	72,3%	22,8%
Tăng trưởng LN ròng	(24,4%)	40,5%	22,4%
Tăng trưởng EPS	(24,4%)	40,5%	22,4%

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](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích**

Email: [trung.tranba@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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