

## CTCP BẤT ĐỘNG SẢN THẾ KỶ (CRE) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND18.850	VND22.000	4,5%	KHẢ QUAN	BẤT ĐỘNG SẢN

Ngày 22/07/2020

<b>Triển vọng – Ngắn hạn:</b>	<b>Trung bình</b>
<b>Triển vọng – Dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>
Consensus*: KQ:1 TL:0 KKK:0	
Giá mục tiêu / Consensus:	+2,8%

### Thay đổi trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	25.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14.800
GTGDBQ 3 tháng (VNDm)	15,450
Vốn hóa (tỷ VND)	1,504
SLCP (triệu cp)	80
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	4,4
P/B (x)	0,8

### Cơ cấu sở hữu

Cen Group	51,2%
Vietnam Master Holding 2 Ltd	11,3%
Khác	37,5%

Nguồn: VNDIRECT Research

### Chuyên viên phân tích



**Trần Bá Trung**

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

### Đón đầu bất động sản thứ cấp

- CTCP BĐS Thế Kỷ (CRE) là công ty môi giới bất động sản (BDS) lớn nhất miền Bắc với 42% thị phần năm 2019.
- Việc phân phối các sản phẩm của Vinhomes và tăng trưởng từ mảng đầu tư BĐS thứ cấp sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng LN giai đoạn 2021-22.
- Phát hành báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 22.000 đồng/cp.

### Giữ vững vị trí môi giới BĐS hàng đầu miền Bắc

CRE là công ty môi giới BĐS lớn nhất miền Bắc với 42% thị phần năm 2019. Chúng tôi dự báo doanh thu dịch vụ môi giới BĐS sẽ tăng trưởng bền vững 10,7%/năm trong giai đoạn 2020-23 nhờ vào 1) CRE sẽ lần đầu quay trở lại phân phối các sản phẩm của Vinhomes (ước tính chiếm khoảng 40% lượng cung BĐS miền Bắc giai đoạn 2020-23) và 2) ưu thế trong sử dụng công nghệ vào phân phối BĐS cùng năng lực bán hàng đã được chứng minh.

### Chuyển nhượng BĐS sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2020-22

Nhờ mối quan hệ với các chủ đầu tư và vị thế hàng đầu trong việc phân phối các dự án BĐS, CRE đã tham gia góp vốn đầu tư nhiều dự án với quy mô lớn, đã hoàn thiện thủ tục pháp lý, tiêu biểu như Vườn Sen (2020-21), Dolphin (2019-2020), Louis City (2020-21)... và hơn 10 dự án khác đang xem xét hợp tác đầu tư. Trong ngắn hạn, các dự án trên sẽ giúp doanh thu mảng đầu tư BĐS thứ cấp của công ty duy trì tăng trưởng bình quân 17,3%/năm trong giai đoạn 2020-21.

### Ngành BĐS năm 2020 gặp khó vì Covid-19, kỳ vọng lợi nhuận tăng mạnh từ năm 2021

Sau khi sụt giảm 47,2% sv cùng kỳ trong Quý 1/2020, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của CRE sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2020 và đạt 398,1 tỷ đồng cả năm (tăng 2,4% sv cùng kỳ). Trong năm 2021, chúng tôi ước tính LN ròng của CRE sẽ tăng trưởng mạnh (27,9% sv cùng kỳ), nhờ vào cú hích từ việc hợp tác với Vinhomes trong phân phối dự án lần đầu tư thứ cấp.

### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 22.000 đồng

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với CRE và định giá dựa trên 2 phương pháp P/E và P/B với tỷ trọng tương đương. Giá mục tiêu là 22.000 đồng/cp, tương đương với mức P/E và P/B 2020 lần lượt là 5,4x và 1,3x. Chúng tôi cho rằng đà giảm giá cổ phiếu CRE đầu năm đã phản ánh hết những lo ngại của thị trường trước tác động của Covid-19 tới kết quả kinh doanh của công ty. Động lực tăng giá cổ phiếu là quy mô các hợp đồng đầu tư thứ cấp của công ty lớn hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá cổ phiếu là tình hình dịch bệnh kéo dài, ảnh hưởng đến hoạt động môi giới và mở bán các dự án BĐS.

Tổng quan tài chính (VND)	12-18A	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.687	2.312	2.437	2.994
Tăng trưởng DT thuần	51,3%	37,1%	5,4%	22,8%
Biên lợi nhuận gộp	32,9%	32,5%	32,9%	33,2%
Biên EBITDA	23,4%	21,3%	19,4%	20,0%
LN ròng (tỷ)	315	389	398	509
Tăng trưởng LN ròng	28,1%	23,3%	2,4%	27,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	26,4%	22,7%	2,4%	27,6%
EPS cơ bản	6.306	4.860	4.977	6.364
EPS điều chỉnh	5.587	4.442	4.511	5.738
BVPS	29.317	22.922	26.922	32.936
ROAE	31,1%	23,6%	20,0%	21,3%

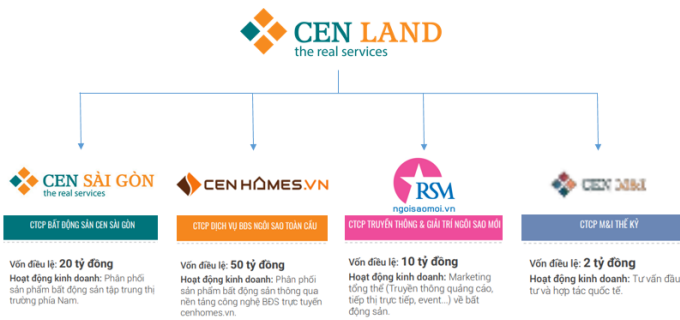
Nguồn: VNDIRECT Research

## NHÀ PHÂN PHỐI BĐS GIÀU KINH NGHIỆM

Bắt đầu hoạt động trong lĩnh vực môi giới BĐS từ năm 2002, CRE nhanh chóng phát triển lớn mạnh và chiếm lĩnh thị trường môi giới tại khu vực miền Bắc. Năm 2018, CRE lấn sân sang lĩnh vực đầu tư BĐS thứ cấp nhằm tận dụng các lợi thế cạnh tranh mà công ty có được từ mảng dịch vụ môi giới – khả năng tiêu thụ sản phẩm nhanh nhờ có hệ thống khách hàng lớn và đội ngũ bán hàng đồng đều. Cùng năm 2018, CRE chính thức niêm yết tại Sở GDCK TP.HCM từ ngày 05/09.

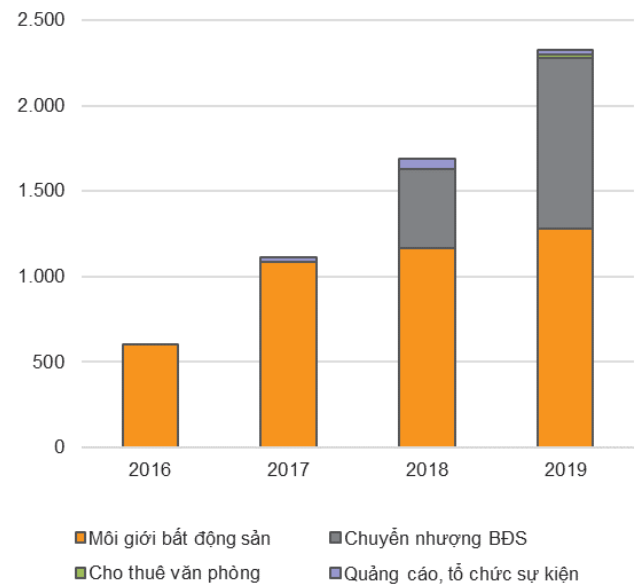
CRE hoạt động trong 2 lĩnh vực chính: 1) dịch vụ môi giới và 2) đầu tư, hợp tác đầu tư BĐS thứ cấp, đây là mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi và chiến lược của CRE trong 5 năm tới.

Hình 1: Cơ cấu tổ chức của CRE



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 2: Cơ cấu doanh thu của CRE giai đoạn 2017-2019 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

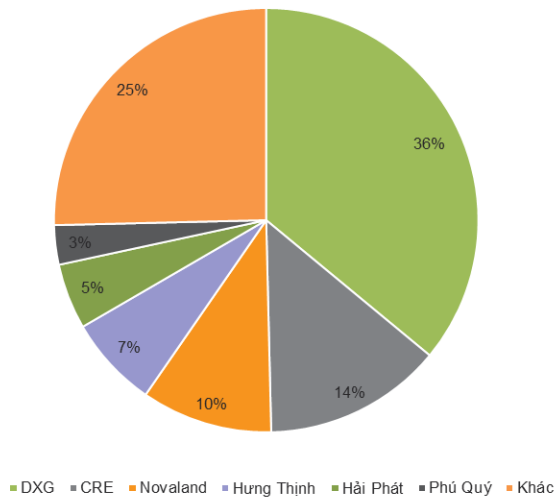
## CHÚNG TÔI CHO RẰNG CRE ĐANG NẮM GIỮ VỊ THẾ THUẬN LỢI ĐỂ MỞ RỘNG THỊ PHẦN MÔI GIỚI BĐS TRONG DÀI HẠN

### Số 1 thị trường miền Bắc, Nam tiến với Cen Sài Gòn

### CRE duy trì top 2 thị phần môi giới BĐS cả nước nhờ hệ thống phân phối rộng khắp cùng năng lực bán hàng đã được chứng minh

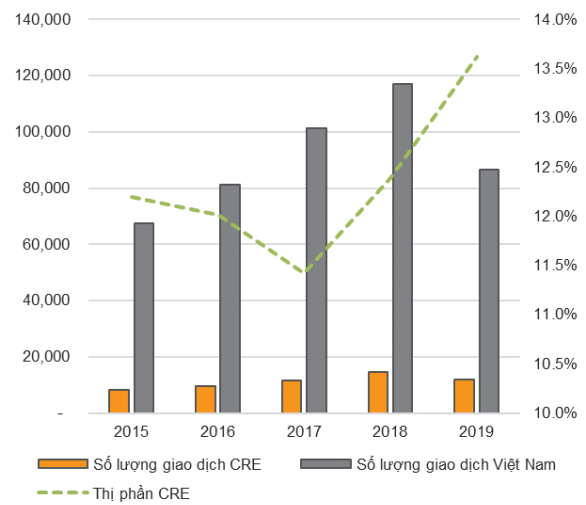
Giai đoạn 2015-2018 chứng kiến sự vươn lên nhanh chóng của CRE trong mảng môi giới BĐS với tăng trưởng kép số lượng giao dịch đạt 15,2%/năm, cao hơn so với mức tăng bình quân cả nước 12,9%/năm, xác lập vị thế nhà môi giới BĐS đứng thứ 2 cả nước với thị phần 14%, xếp sau Đất Xanh (HOSE: DXG).

Hình 3: CRE nắm giữ vị trí top 2 thị phần môi giới BĐS cả nước năm 2019



Nguồn: VNDIRECT Research ước tính, Hiệp hội Môi giới BĐS Việt Nam

Hình 4: CRE vẫn duy trì được thị phần môi giới BĐS bất chấp số lượng giao dịch toàn ngành suy giảm



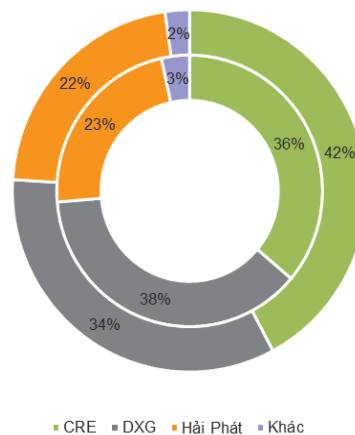
Nguồn: VNDIRECT Research ước tính, Hiệp hội Môi giới BĐS Việt Nam

Sau 18 năm kinh doanh môi giới BĐS, CRE đã trở thành một trong những nhà môi giới hàng đầu miền Bắc về hệ thống phân phối, với đội ngũ bán hàng giàu kinh nghiệm bao gồm hơn 2.000 nhân viên chính thức, 15.000 cộng tác viên môi giới, hơn 1.000 đại lý ủy quyền và sàn liên kết. Hệ thống phân phối của CRE được đánh giá là vượt trội so với các đối thủ trong ngành tại khu vực phía Bắc. Đây chính là lợi thế cạnh tranh lớn của CRE đóng góp vào sự phát triển liên tục trong những năm qua.

Theo báo cáo của Hiệp hội Môi giới BĐS Việt Nam, CRE tiếp tục là nhà môi giới hàng đầu thị trường miền Bắc, với 42% thị phần năm 2019 (tăng nhẹ so mức 39% của năm 2017).

CRE hiện đang phân phối 176 dự án BĐS, với hơn 20.000 sản phẩm, tổng giá trị ước tính khoảng 78.000 tỷ đồng. Công ty đã và đang là đối tác bán hàng của nhiều chủ đầu tư lớn như Gamuda Land, Park City, Bitexco Group, Eurowindow Holding, Khang Điền...

Hình 5: CRE dẫn đầu thị phần môi giới BĐS tại miền Bắc năm 2019



Vòng tròn trong: năm 2017- Vòng tròn ngoài: năm 2019  
 Nguồn: VNDIRECT Research ước tính, Hiệp hội Môi giới BĐS Việt Nam

### Từng bước tiếp cận thị trường miền Nam với Cen Sài Gòn

CRE đang thực hiện những bước đi chậm rãi nhưng rất chắc chắn tại thị trường miền Nam (với thương hiệu Cen Sài Gòn). Những năm gần đây, Cen Sài Gòn tập trung xây dựng đội ngũ bán hàng, nâng cao chất lượng dịch vụ, với mục tiêu sẽ đem về các dự án BĐS chất lượng với nhu cầu cao cho CRE trong thời gian tới.

Giai đoạn 2017-2019, doanh thu từ khu vực miền Nam chỉ đóng góp khoảng 16-20% tổng doanh thu môi giới BĐS của CRE. Thị phần của công ty tại khu vực này mới chỉ đạt xấp xỉ 5% trong năm 2019, tuy nhiên chúng tôi cho rằng thị trường miền Nam sẽ còn rất nhiều cơ hội nếu công ty có chiến lược đúng đắn để nâng cao sự hiện diện tại đây.

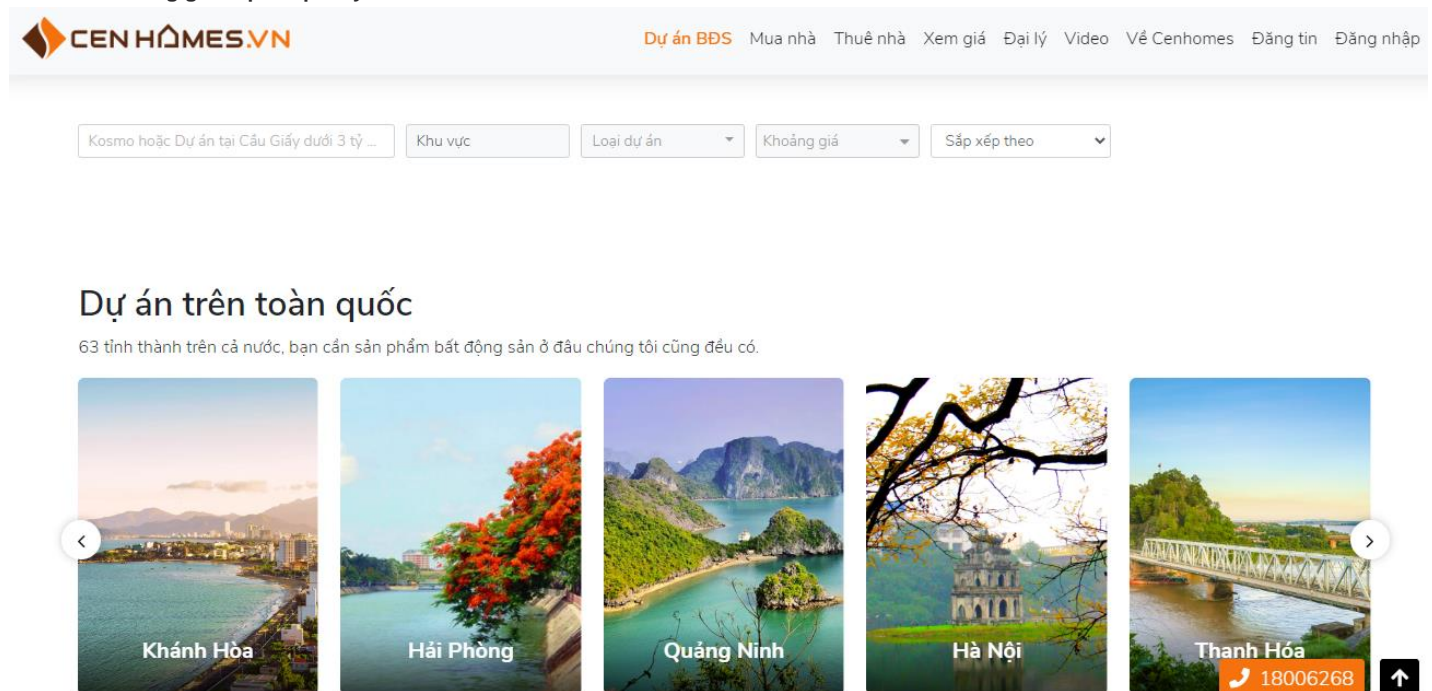
Danh mục các dự án đang phân phối của Cen Sài Gòn lên tới 2.684 sản phẩm, với tổng giá trị khoảng 10.000 tỷ đồng, trong đó nổi bật với các dự án đang có tỷ lệ hấp thụ tốt trên thị trường như C-Sky View (Bình Dương – Chánh Nghĩa Quốc Cường), Stella Mega City (Cần Thơ – Kita Invest), Lovera Vista (TP.HCM – Khang Điền), Akari City (TP.HCM – Nam Long)... Với danh mục dự án ngày càng lớn, chúng tôi kỳ vọng Cen Sài Gòn sẽ dần xây dựng được thương hiệu tại thị trường miền Nam, từ đó đóng góp nhiều hơn vào kết quả kinh doanh của CRE.

Trong năm 2020, CRE kỳ vọng thu về 300 tỷ đồng doanh thu môi giới BĐS tại khu vực miền Nam (tăng 17,4% sv cùng kỳ năm 2019).

### Tiên phong ứng dụng công nghệ vào môi giới BĐS

CRE là nhà môi giới lớn đầu tiên ra mắt nền tảng giao dịch trực tuyến và nền tảng nghemoigoi.vn (tiền thân của website Cenhomes.vn hiện nay), cho phép thanh toán trực tuyến để tạo thuận lợi cho những giao dịch thứ cấp trực tiếp. Cenhomes.vn được định hướng trở thành công cụ hỗ trợ đắc lực cho đội ngũ bán hàng của CRE trong quá trình tiếp thị sản phẩm đến người mua.

Hình 6: Nền tảng giao dịch trực tuyến của CRE – Cenhomes.vn



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

### **Gia tăng trải nghiệm và tiện ích cho người mua-bán BĐS**

Thiết kế website bắt mắt, số lượng dự án, nhà lẻ nhiều, dễ dàng đăng ký và sử dụng, phát triển đồng bộ với ứng dụng trên điện thoại là những điểm nổi bật giúp Cenhomes.vn thu hút người dùng.

Bên cạnh đó, các công cụ đang là xu thế của môi giới BĐS trên thế giới như ứng dụng thực tế ảo (VR), hình ảnh nhà mẫu 3D, công cụ check căn, tính lãi vay theo tiến độ, thanh toán online qua app,... đều được CRE tích hợp trong hệ thống online, giúp khách hàng rút ngắn thời gian và chi phí cho một giao dịch BĐS.

### **Hệ thống cơ sở dữ liệu vượt trội**

Ban lãnh đạo CRE ước tính, tại Việt Nam hiện có khoảng 2,5 triệu hộ gia đình có nhu cầu và có đủ tiềm lực tài chính để chi trả cho việc mua nhà, trong khi đó CRE đã sở hữu dữ liệu của khoảng 1,3 triệu hộ. Hệ thống cơ sở dữ liệu là ưu thế vượt trội của CRE trong việc nắm bắt thị hiếu người dùng, nhằm đưa ra các sản phẩm phù hợp nhất với thị trường.

### **Tính năng định giá BĐS với nhiều ưu điểm**

Người dùng chỉ cần nhập địa chỉ cụ thể, website sẽ trả kết quả theo mức giá thị trường tại khu vực cùng với những thông tin chi tiết về giá đất, giá công trình xây dựng trên đất và tổng giá trị tài sản theo phương thức nội suy của Cenhomes.vn. Bên cạnh đó, website sẽ đưa thêm các dữ kiện liên quan tới vị trí cần định giá như hình ảnh thực tế khu nhà, thửa đất, vị trí tọa độ trên vệ tinh, thông tin loại tài sản: vị trí đường, hướng nhà, loại công trình; biểu đồ giá nhà, giá thuê, bản đồ quy hoạch và thông tin địa chính, tiện ích xung quanh tài sản. Tính năng này giúp người mua và người bán dễ dàng định giá BĐS, giảm bớt rủi ro khi trả giá và giao dịch.

### **Chúng tôi kỳ vọng mảng công nghệ sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận trong tương lai**

Với tiềm năng thu hút ngày càng nhiều người dùng, số lượng giao dịch qua nền tảng công nghệ của CRE ngày càng gia tăng. Tính từ đầu năm 2020, số lượng giao dịch BĐS thông qua Cenhomes.vn đạt 1.500 giao dịch dự án và khoảng 2.000-3.000 giao dịch khách lẻ tự phân phối (năm ngoái chưa có lượng khách hàng này).

Chúng tôi kỳ vọng ưu thế tiên phong ứng dụng công nghệ vào BĐS sẽ giúp CRE cải thiện hơn nữa tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu môi giới BĐS từ mức 4,1% năm 2019, xuống còn 3,0% trong năm 2020-21, từ đó tăng biên LN ròng của mảng kinh doanh này trong tương lai.

Hình 7: Chi cần nhập địa chỉ BĐS, website sẽ trả các thông tin cơ bản thừa đất

**Số nhà 170, Đường Lạc Long Quân**

Đường Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Thành phố Hà Nội

Tài Sản Tổng quan Biểu đồ giá Quy hoạch Thừa đất

Thị trường rao bán khu vực

Giá tin rao trung bình và số lượt tin rao trên Đường Lạc Long Quân

GIÁ TIN RAO TRUNG BÌNH

**197.47 triệu/m<sup>2</sup>**

↓ -17.7% so với Q1,2020

Dữ liệu lần cuối cập nhật Q2,2020

SỐ LƯỢNG TIN RAO

**226 lượt**

↓ -15.67% so với Q1,2020

Ước lượng giá tài sản

Sử dụng chức năng ước lượng giá để ước lượng giá tài sản Số nhà 170, Đường Lạc Long Quân. Bạn cũng có thể sử dụng chức năng thẩm định giá để thẩm định tài sản của bạn.

Ước lượng giá

Thẩm định giá tài sản

Thông tin tài sản

Loại tài sản:	Thổ cư thành phố	Cách đường ô tô:	2m
Vị trí đường:	VT1 (mặt tiền đường) ?	Số tầng:	4 tầng
Loại công trình:	Nhà nhiều tầng: từ 3 đến 5 tầng khung cột tường gạch	Hướng nhà:	Tây Bắc

Thông tin tổng quan

Ngoài các thông tin tài sản, các đặc điểm hành chính xã hội, cơ sở hạ tầng của khu vực quanh bất động sản này cũng ảnh hưởng đến giá trị của bất động sản này.

Mật độ dân cư	Cao
An ninh trật tự	Ổn định
Tình trạng hệ thống điện	Hoàn thiện
Tình trạng cấp thoát nước	Hoàn thiện
Bề rộng vỉa hè:	2m
Chiều rộng đường:	4.5m

Nguồn: VNDIRECT Research, Cenhomes.vn

Hình 8: Tính năng tra cứu bản đồ quy hoạch và thông tin địa chính

Tra cứu thông tin quy hoạch để tra cứu các thông tin chi tiết của thửa đất như Bản đồ địa chính, kích thước thửa đất, diện tích thửa đất, Kích thước mặt tiền, chiều rộng mặt đường, hướng đất,...

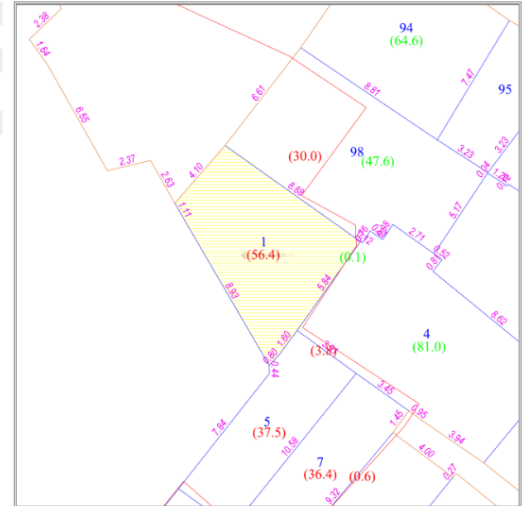
Hà Nội x Tây Hồ x Bưởi x

Số thửa 35 Số thửa 1

Q Tra cứu

Kết quả tra cứu

Diện tích:	56.5m <sup>2</sup>
Mặt tiền:	4.1m
Đường rộng:	4.7m
Hình dáng:	Không vuông vức
Hướng đất:	Tây Bắc

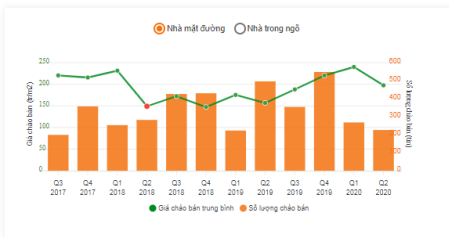


Nguồn: VNDIRECT Research, Cenhomes.vn

Hình 9: Biến động giá bán và số lượng chào bán tại khu vực cần tra cứu

Biến động giá tin rao

Biểu đồ thể hiện sự biến động giá nhà mặt đường, nhà trong ngõ, khu vực Đường Lạc Long Quân

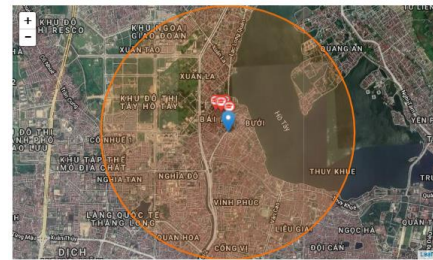


Nguồn: VNDIRECT Research, Cenhomes.vn

Hình 10: Thông tin các tiện ích (trường học, bệnh viện...) quanh BĐS cần tra cứu

Tiện ích quanh tài sản

Tiện ích trong bán kính 2km quanh tài sản.



Chọn lọc: Sức khỏe

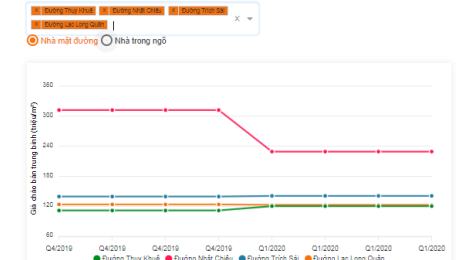
Mầm non	Tiểu học	THCS	THPT	Bệnh viện	TT ngoại ngữ	Khác
Lớp mầm non						0.10 km
Mầm non Bình An						0.12 km
Trường mầm non Sơn Ca						0.12 km
Trường mầm non Bình Minh						0.13 km
Mầm non Bình An						0.16 km

Nguồn: VNDIRECT Research, Cenhomes.vn

Hình 11: So sánh giá BĐS với các khu vực lân cận

Xu hướng thị trường

Biểu đồ thể hiện sự biến động giá nhà mặt đường, nhà trong ngõ, chung cư khu vực theo thời gian



Nguồn: VNDIRECT Research, Cenhomes.vn

**Sau 5 năm, CRE sẽ quay trở lại phân phối sản phẩm của Vinhomes, đơn vị chiếm khoảng 40% lượng BĐS cung ứng tại Hà Nội**

Theo ước tính của chúng tôi, các dự án của Vinhomes (HOSE: VHM) sẽ chiếm khoảng 40% tổng nguồn cung BĐS hàng năm tại Hà Nội trong giai đoạn 2020-2022 (khoảng 18.000-23.000 căn được mở bán ra thị trường mỗi năm). Đây chính là động lực giúp thị trường BĐS Hà Nội duy trì đà tăng trưởng bất chấp

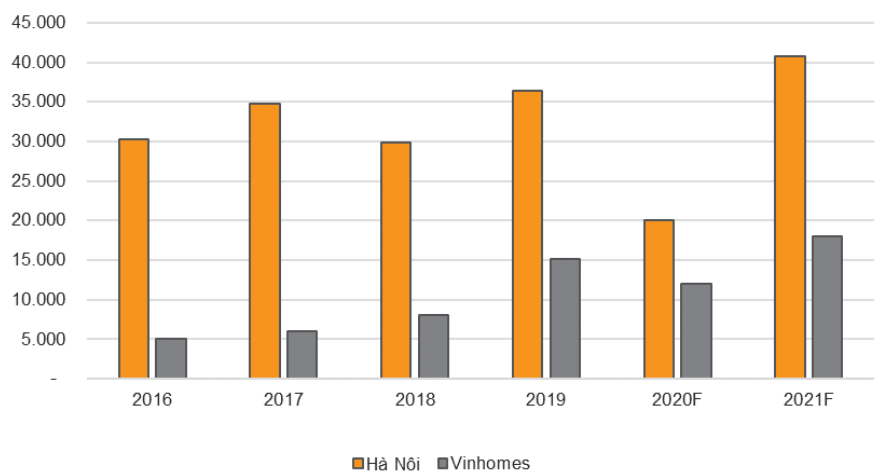
toàn ngành gặp khó khăn bởi các vấn đề pháp lý. Tuy nhiên, nguồn cung của VHM ở miền Bắc đến chủ yếu từ 2 đại dự án có quy mô rất lớn (Ocean Park – 21.000 căn, Smart City – 26.200 căn), do đó gây ra khó khăn trong việc hấp thụ sản phẩm.

Với vị thế là doanh nghiệp môi giới BĐS hàng đầu miền Bắc, CRE sẽ tham gia phân phối các sản phẩm của VHM bắt đầu từ tháng 7/2020, nhằm giải quyết lượng hàng lớn sắp tung ra thị trường. Theo ban lãnh đạo CRE, thỏa thuận bao gồm việc hợp tác với VHM và các công ty thuộc hệ sinh thái của VHM (các đơn vị mua buôn sản phẩm của VHM sau đó phân phối lại, bao gồm Techcombank, VPBank, MIK Group, Sumitomo,...). Như vậy, sau hơn 5 năm, CRE sẽ lần đầu quay lại phân phối các sản phẩm của VHM.

Mới đây, CRE chính thức công bố thỏa thuận hợp tác với MIK Group, phân phối 3.900 căn hộ chung cư dự án Imperia Smart City (nằm trong khu đô thị Vinhomes Smart City). Ngoài ra, Cen Sài Gòn cũng đã ký hợp đồng phân phối cho hơn 100 căn hộ đầu tiên tại đại dự án Vinhomes Grand Park (TP.HCM – VHM).

Ngoài 2 đại dự án Ocean Park và Smart City, quỹ đất và danh mục dự án tại Hà Nội của VHM trong 5 năm tới lên đến 5.465 ha (trong đó bao gồm các đại dự án tiếp theo như Wonder Park – 1.330 ha, Cổ Loa – 3.173 ha). Chúng tôi kỳ vọng việc phân phối các sản phẩm của VHM sẽ giúp CRE duy trì vị trí dẫn đầu thị phần môi giới BĐS miền Bắc với thị phần ở mức 45-48% trong vòng 5 năm tới.

**Hình 12: Các sản phẩm của VHM chiếm khoảng 40% lượng cung tại thị trường BĐS Hà Nội giai đoạn 2021-22 (đơn vị: căn)**



Nguồn: VNDIRECT Research, Hiệp hội BĐS Việt Nam, VHM

## MỞ RỘNG KINH DOANH SANG CÁC LĨNH VỰC MỚI, NHU CẦU CAO

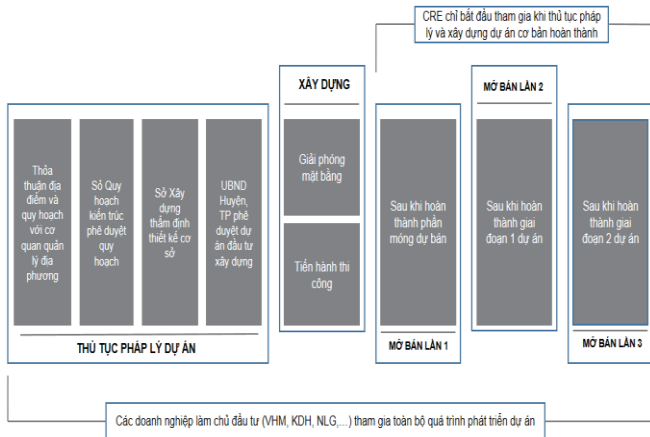
### Mảng đầu tư BĐS thứ cấp sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng trong 3 năm tới

Với kinh nghiệm nhiều năm phân phối các dự án BĐS, CRE đã bắt đầu tham gia đầu tư hoặc hợp tác đầu tư trực tiếp. CRE bắt đầu ghi nhận doanh thu từ mảng BĐS thứ cấp từ năm 2018, chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh này sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận vì công ty có thể hạch toán toàn bộ hoặc một phần giá trị BĐS đã bán, tùy thuộc vào điều khoản hợp đồng ký với chủ đầu tư, trái với mô hình môi giới BĐS ghi nhận kết quả kinh doanh theo phí hoa hồng (khoảng 3-10% giá trị BĐS bán được).

Vấn đề pháp lý hiện đang là trở ngại lớn cho các nhà phát triển dự án BĐS tại Việt Nam. Nhằm hạn chế các rủi ro này, CRE chỉ quyết định đầu tư vào các dự

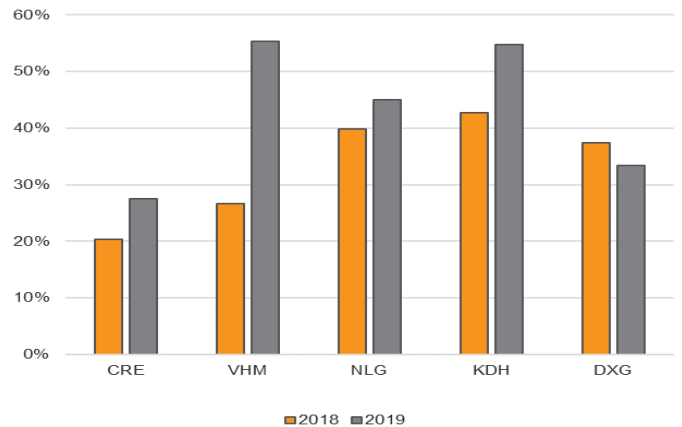
án khi đã hoàn thiện thủ tục pháp lý và xây dựng cơ bản được hoàn thành. Tuy nhiên đổi lại, BLN gộp mảng chuyển nhượng BĐS của công ty thường thấp hơn nhiều sv các chủ đầu tư, như VHM, NLG, KDH và DXG (biên LN gộp của VHM thấp trong năm 2018 do trong năm VHM thực hiện bàn giao các căn hộ có hướng kém hơn tại dự án Central Park và Golden River, bên cạnh chi phí xây dựng cao hơn tại dự án Landmark 81).

**Hình 13: CRE chỉ tham gia đầu tư hoặc góp vốn đầu tư tại các dự án hoàn thiện pháp lý và xây dựng cơ bản hoàn thành**



Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 14: Biên LN gộp chuyển nhượng BĐS của CRE thấp hơn các doanh nghiệp trong ngành**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

**Bắt đầu ghi nhận doanh thu từ các dự án đầu tiên**

Do trực tiếp tham gia phân phối, danh mục dự án đầu tư thứ cấp của CRE có tỷ lệ hấp thụ khá tốt, với quy mô ngày càng lớn. Một số dự án tiêu biểu như The K-Park, Khai Sơn City, Làng Việt kiều quốc tế Hải Phòng, The Central Thanh Hóa, Vườn Sen...

**Hình 15: Dự án K-Park (Hà Đông - Hà Nội, bàn giao năm 2018)**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

**Hình 16: Dự án Khai Sơn City (Long Biên - Hà Nội, bàn giao năm 2018-19)**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

**Danh mục dự án hiện tại đảm bảo kết quả kinh doanh mảng đầu tư thứ cấp năm 2020 bất chấp ảnh hưởng của dịch bệnh**

Chúng tôi ước tính doanh thu của mảng đầu tư thứ cấp năm 2020 sẽ tăng trưởng 5,2% sv cùng kỳ, đạt 1.052 tỷ đồng, đến chủ yếu từ dự án Vườn Sen (Bắc Ninh), The Central (Thanh Hóa), Làng Việt kiều quốc tế Hải Phòng và Dolphin (Hà Nội). Ngoài ra một số dự án lớn khác cũng sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu của công ty năm nay, như Euro Window, Louis city, HH1-HH4, Golden Hill.



Hình 17: Các dự án đầu tư thứ cấp sẽ ghi nhận trong 2 năm tới của CRE

Hình 17.1: Khu đô thị Vườn Sen (Bắc Ninh)



- Nằm tại Thị xã Từ Sơn (Bắc Ninh - quy hoạch lên thành phố năm 2027), cách trung tâm Hà Nội chỉ 17km, gần các trục đường lớn như quốc lộ 1A, 1B, tỉnh lộ 295B...
- Quy mô dự án: 17ha. Hệ thống tiện ích đa dạng (trường học, công viên, sân vận động, bể bơi...)
- Sản phẩm: 410 lô đất, quy hoạch xây dựng 77 shophouse thương mại và 333 đất nền.
- Tiến độ dự án: Đã hoàn thiện thủ tục pháp lý, giải phóng mặt bằng, xây dựng được 38.886m<sup>2</sup>.
- Mật độ xây dựng: 28,8%
- Đã bán hơn 80% đất nền, ghi nhận doanh thu vào năm 2019-2020.
- Giá bán khá cạnh tranh sv các khu vực lân cận, khoảng 20-35 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 17.2: Làng Việt kiều quốc tế Hải Phòng



- Nằm ven bờ sông Lạch Tray, cách trung tâm TP.Hải Phòng 2km, cách sân bay Cát Bi và cảng Hải Phòng 5km.
- Quy mô dự án: 9,23ha
- Sản phẩm: 189 shophouse, biệt thự liền kề
- Tiến độ dự án: Đã hoàn thành xây dựng
- Mật độ xây dựng: 55,3%
- Đã bán được 26/45 căn, dự kiến ghi nhận doanh thu vào năm 2019-21
- Giá bán khoảng 6-8 tỷ đồng/căn

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 17.3: The Central Thanh Hóa



- Nằm trên tuyến đường Cao Sơn sầm uất của TP. Thanh Hóa.
- Quy mô dự án: 1,1 ha
- Sản phẩm: 73 căn biệt thự, shophouse, diện tích nền khoảng 75-120m<sup>2</sup>
- Tiến độ dự án: Đã hoàn thiện
- Đã bán được 72 căn, dự kiến ghi nhận doanh thu năm 2019-20.

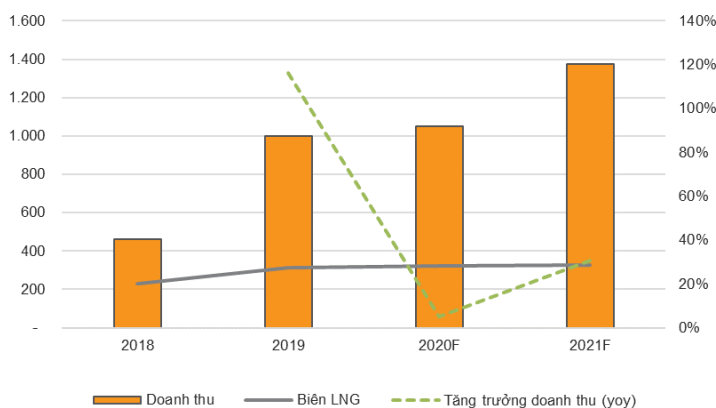
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

**Chúng tôi cho rằng mảng đầu tư thứ cấp sẽ là động lực tăng trưởng mạnh cho CRE trong 3 năm tới**

Doanh thu đầu tư thứ cấp trong năm 2021 sẽ tăng mạnh 30,7% sv cùng kỳ, đạt 1.376 tỷ đồng, đến từ nhiều động lực: 1) Dịch bệnh Covid-19 gây ảnh hưởng mạnh mẽ đến thị trường BĐS, vốn đã gặp nhiều khó khăn trong 2 năm qua, chúng tôi cho rằng đây sẽ là cơ hội tốt để CRE đẩy mạnh hoạt động tìm kiếm và đầu tư các dự án tốt với chi phí thấp và 2) CRE có thể sẽ tham gia đầu tư thứ cấp các dự án của Vinhomes, bên cạnh việc phân phối dự án truyền thống. Danh mục dự án dự kiến ghi nhận trong năm 2021-23, gồm hơn 10 dự án sẽ triển khai hợp tác đầu tư và đầu tư trực tiếp với Cen Invest (một công ty

con của Tập đoàn Cen Group) và các chủ đầu tư khác như Dabaco, TMS, Vinhomes...

Hình 18: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng đầu tư thứ cấp của CRE năm 2020-21



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

### Tạm hoãn kế hoạch sáp nhập Cen Invest

Cen Invest là thành viên tập đoàn Cen Group (công ty mẹ của CRE) chuyên về phát triển dự án BĐS, có thể tham gia từ khâu tìm kiếm quỹ đất, thực hiện thủ tục pháp lý đến phát triển dự án. Trong khi đó, CRE không trực tiếp sở hữu quỹ đất, công ty chỉ thực hiện phân phối hoặc góp vốn đầu tư (và ghi nhận doanh thu vào mảng chuyển nhượng BĐS) tại các dự án mà Cen Invest phát triển. Trong ĐHCĐ năm 2019, vấn đề sáp nhập Cen Invest đã được đưa ra thảo luận, tuy nhiên kế hoạch này đã bị hoãn lại do điều kiện thị trường BĐS chưa thuận lợi.

CRE cũng cho biết sẽ không có kế hoạch sáp nhập Cen Invest trong 1-2 năm tới để bảo vệ lợi ích cổ đông công ty. Tuy nhiên CRE vẫn có thể tham gia hợp tác đầu tư với Cen Invest tại các dự án mà công ty này đang đầu tư (tổng mức đầu tư khoảng hơn 8.000 tỷ đồng), qua đó có thể hỗ trợ doanh thu mảng đầu tư thứ cấp cho CRE trong tương lai.

Cen Invest đóng góp 7,7% vào doanh thu của CRE năm 2019. Bên cạnh đó, CRE cũng ghi nhận 499,8 tỷ đồng tiền gửi thanh toán cho Cen Invest về đầu tư thứ cấp, khoản tiền gửi này chiếm 76,4% tổng số dư các khoản phải thu dài hạn tại thời điểm cuối năm 2019.

Hình 19: Cơ cấu tập đoàn Cen Group



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

## Phát triển các sản phẩm BĐS mới hứa hẹn hoàn thiện hệ sinh thái của CRE

### Cen Cuckoo

CRE sẽ phát triển thương hiệu Cen Cuckoo - quản lý bất động sản dịch vụ hậu cần để chuẩn bị đón làn sóng các chuyên gia nước ngoài vào Việt Nam theo các dự án có vốn đầu tư nước ngoài (FDI). Hiện tại, CRE đã chuẩn bị được 2.000 sản phẩm đầu tiên sẽ tiến hành triển khai theo mô hình căn hộ dịch vụ.

### Mô hình chia sẻ không gian làm việc Cen X Space

Tháng 4/2019, CRE ra mắt thương hiệu Cen X Space – mô hình Co-working space, đón làn sóng khởi nghiệp mạnh mẽ tại Việt Nam. Bên cạnh đó, Cen X Space được kỳ vọng sẽ giúp công ty tạo mối quan hệ với các sàn liên kết và đại lý ủy quyền phân phối sản phẩm BĐS cho CRE.

Hình 20: Thương hiệu Cen Cuckoo hướng đến phát triển mô hình căn hộ dịch vụ



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 21: Mô hình Co-working space với thương hiệu Cen X space



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

### Mô hình môi giới BĐS Khu công nghiệp – Cen Zone


Ban lãnh đạo CRE tiết lộ rằng công ty sẽ tiếp tục cho ra mắt thêm thương hiệu mới là Cen Zone – sàn giao dịch BĐS Khu công nghiệp (KCN) trong năm nay, mục tiêu sẽ liên kết với 300 KCN khắp cả nước. Với mối quan hệ rộng với nhiều chủ đầu tư và doanh nghiệp, cùng với kinh nghiệm vận hành các sàn giao dịch BĐS, chúng tôi kỳ vọng CRE sẽ tiếp tục thành công với mảng kinh doanh mới, đặc biệt trong giai đoạn làn sóng chuyển dịch sản xuất sang Việt Nam ngày càng mạnh mẽ kéo theo nhu cầu thuê BĐS KCN tăng cao.

Tuy nhiên trên quan điểm thận trọng, chúng tôi tạm thời chưa tính toán đóng góp của các sản phẩm mới của CRE (Cen Cuckoo và Cen Zone) vào mô hình dự phóng hiện tại nhằm kiểm chứng thêm hiệu quả của những mảng kinh doanh này thời gian sắp tới.


Hình 12: Ra mắt đầu tháng 07/2020, Cen Zone - Sàn giao dịch BĐS công nghiệp cho khoảng 300 KCN trong cả nước

CEN HOMES.VN


[Dự án BĐS](#) [Mua nhà](#) [Thuê nhà](#) [BĐS công nghiệp](#) [Xem giá](#) [Đại lý](#) [Đăng tin](#) [Đăng nhập](#)




**Cho thuê 650m<sup>2</sup> kho xưởng tại đầy đủ công năng tại Mai Lĩnh,**  
 Biên Giang Hà Đông Hà Nội  
 Giá: ~ 32.5 tr  
 650m<sup>2</sup>




**Cho thuê kho xưởng tại cụm làng nghề Triều Khúc, Thanh Xuân, Hà**  
 Tân Triều Thanh Trì Hà Nội  
 Giá: ~ 72 tr  
 600m<sup>2</sup>




**Cho thuê kho xưởng 500m<sup>2</sup> - 1500m<sup>2</sup> - 5000m<sup>2</sup> tại KCN Lại**  
 Lai Yên Hoài Đức Hà Nội  
 Giá: ~ 325 tr  
 5000m<sup>2</sup>




**Cho thuê kho xưởng 700m<sup>2</sup> - 3500m<sup>2</sup> tại KCN Phú Minh, Phú**  
 Phú Diễn Bắc Từ Liêm Hà Nội  
 Giá: ~ 245 tr  
 3500m<sup>2</sup>




**Chính chủ cho thuê kho xưởng 200m<sup>2</sup> - 830m<sup>2</sup> tại cụm cộng**  
 Hà Mãn Thuận Thành Bắc Ninh  
 Giá: ~ 41.5 tr  
 830m<sup>2</sup>




**Chính chủ cho thuê kho xưởng 500m<sup>2</sup> - 2000m<sup>2</sup> tại KCN Nguyễn**  
 Nguyễn Khê Đông Anh Hà Nội  
 Giá: ~ 110 tr  
 2000m<sup>2</sup>




**Chính chủ cho thuê kho xưởng 1000m<sup>2</sup> - 5000m<sup>2</sup> tại An Dương,**  
 Nam Sơn An Dương Hải Phòng  
 Giá: ~ 60 tr  
 1000m<sup>2</sup>




**Cho thuê kho Long Biên 200m<sup>2</sup> 8tr. 0982418907**  
 Phúc Lợi, Long Biên, Hà Nội  
 Giá: ~ 8 tr  
 200m<sup>2</sup>




**Chính chủ cần bán lô đất mặt tiền 32m Phúc Bình gần KCN. Giá**  
 Phúc Bình, Long Thành, Đồng Nai  
 Giá: ~ 2.18 tỷ  
 520m<sup>2</sup>



**Chính chủ cho thuê kho xưởng tại Dương Xá ICD, Gia Lâm (cách QL5**  
 ICD Dương Xá  
 Giá: ~ 110 tr  
 2000m<sup>2</sup>



**Chính chủ cho thuê kho xưởng 1000m<sup>2</sup> - 1500m<sup>2</sup> tại KCN Đái**  
 đường QL5  
 Giá: ~ 150 tr  
 1500m<sup>2</sup>



**Chính chủ cho thuê kho xưởng 400m<sup>2</sup> - 2000m<sup>2</sup> tại cổng chào**  
 Lô K1  
 Giá: ~ 150 tr  
 2000m<sup>2</sup>

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

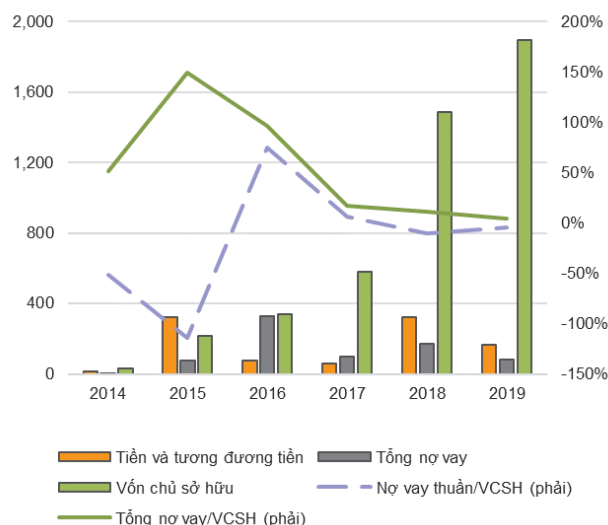
## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH LÀNH MẠNH

### Bảng cân đối kế toán lành mạnh với đòn bẩy tài chính thấp và hiệu quả hoạt động cải thiện

CRE thường xuyên duy trì tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu thấp hơn sv các công ty trong ngành BĐS, do 1) công ty tập trung vào hoạt động môi giới, cần ít vốn đầu tư hơn các doanh nghiệp phát triển dự án BĐS, và 2) mảng đầu tư thứ cấp của CRE chỉ đầu tư, góp vốn vào các dự án đã hoàn thiện thủ tục pháp lý, có triển vọng thu hồi vốn nhanh giúp công ty duy trì vòng quay tiền mặt ở mức tốt. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ đòn bẩy thấp là lợi thế của CRE trong việc kiểm soát tình hình tài chính công ty, đặc biệt trong bối cảnh ngành BĐS đang chịu ảnh hưởng lớn bởi dịch bệnh Covid-19. Bên cạnh đó, công ty sẽ còn nhiều dư địa huy động thêm nguồn vốn vay để tài trợ cho việc mở rộng hoạt động đầu tư thứ cấp.

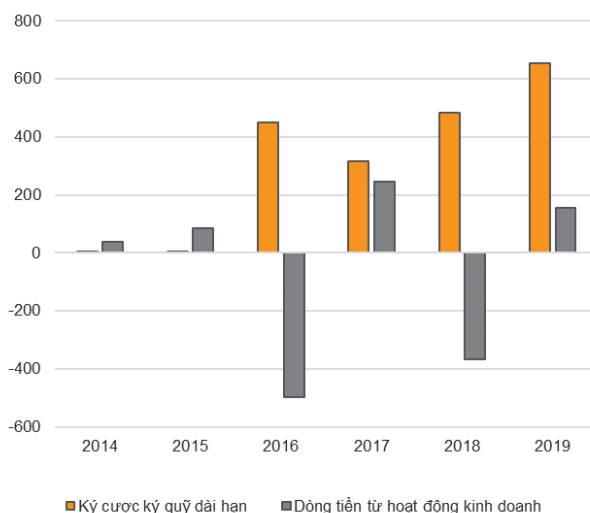
Trước đây, CRE đã tăng nợ ngắn hạn lên hơn 170 tỷ đồng để hỗ trợ vốn lưu động cho hoạt động đầu tư thứ cấp (ký cược ký quỹ dài hạn) dẫn đến dòng tiền hoạt động kinh doanh âm 366 tỷ đồng trong năm 2018. Tuy nhiên, dòng tiền hoạt động nhanh chóng hồi phục trong năm 2019, đạt 155 tỷ đồng, giúp CRE trả được khoản nợ ngắn hạn này.

Hình 23: Đòn bẩy tài chính của CRE



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 24: Các khoản ký quỹ ký cược dài hạn và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh

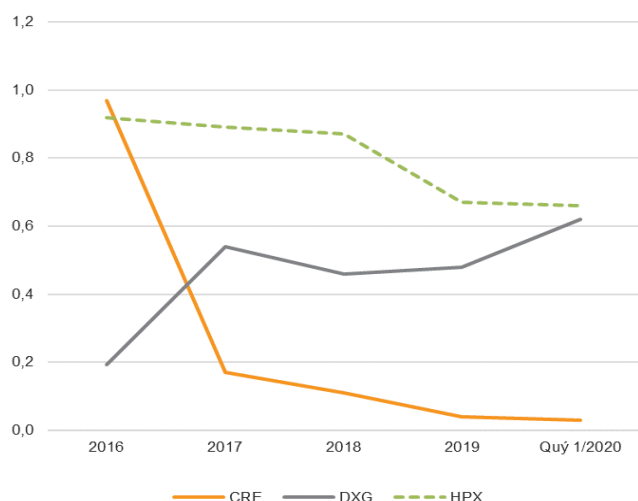


Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu của CRE sẽ tăng lên mức 9,3% vào năm 2021, tỷ lệ thuận với đà tăng doanh thu mảng đầu tư thứ cấp là 30,7%.

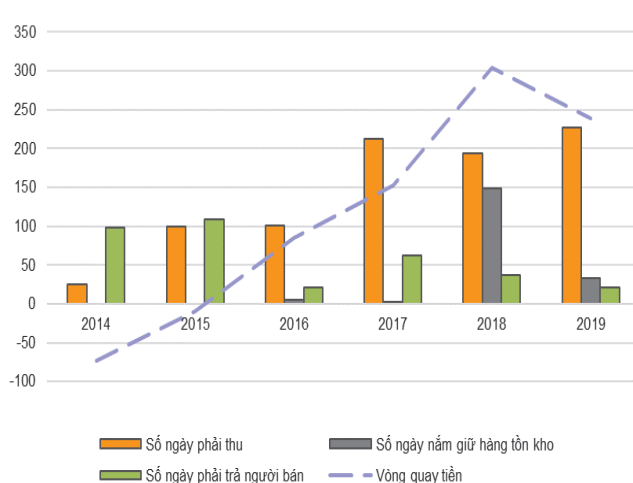
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt dù được cải thiện đáng kể trong năm 2019, khi đạt 239 ngày, giảm từ 304 ngày của năm 2018, tuy nhiên vẫn cao hơn rất nhiều so với mức 65 ngày của năm 2016, thời điểm CRE chưa ghi nhận doanh thu mảng đầu tư thứ cấp. Chúng tôi cho rằng mảng đầu tư thứ cấp có thể đem lại tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lớn cho công ty, tuy nhiên cũng sẽ đi kèm nhu cầu vốn đầu tư gia tăng trong giai đoạn 2021-23.

Hình 25: Hệ số Nợ vay/Vốn chủ sở hữu của CRE luôn ở mức thấp so với các doanh nghiệp khác trong ngành giai đoạn 2017-Quý 1/2020



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 26: Vòng quay tiền của CRE

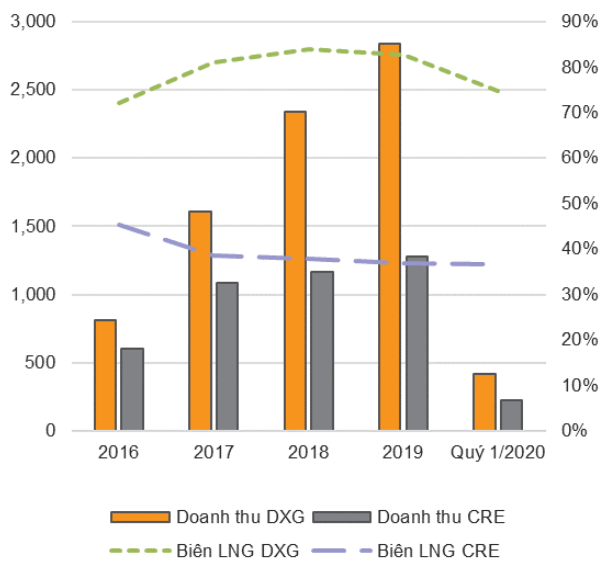


Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

### Biên lợi nhuận mảng môi giới của CRE kém xa DN dẫn đầu - DXG

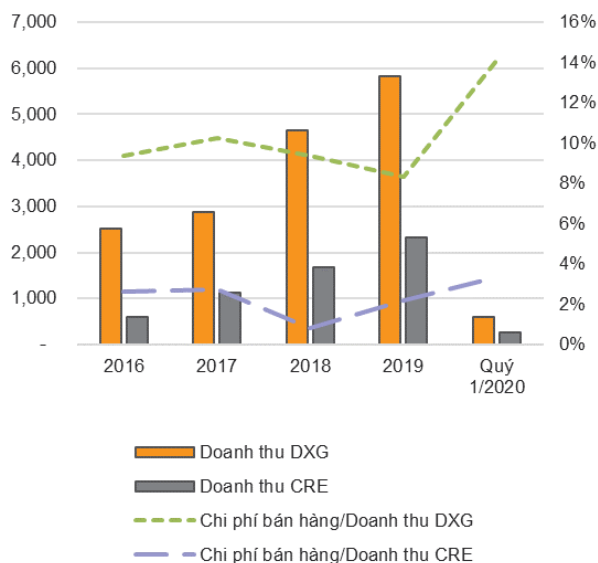
CRE ghi nhận biên lợi nhuận gộp là 37,0% trong năm 2019 so với 82,8% của DXG trong hoạt động môi giới. Chúng tôi cho rằng sự chênh lệch này đến chủ yếu từ sự khác biệt trong cách hạch toán của hai doanh nghiệp, khi tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần của CRE năm 2019 chỉ bằng 1/4 so với DXG.

Hình 27: BLN gộp mảng môi giới BĐS của CRE chỉ bằng một nửa sv DXG



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 28: Tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu của CRE thấp hơn hẳn sv DXG



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

## CHÚNG TÔI KỲ VỌNG LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG MẠNH TRONG NĂM 2021

### Kết quả kinh doanh Quý 1/2020 kém khả quan

Hình 29: Kết quả kinh doanh Quý 1/2020 kém khả quan do chịu ảnh hưởng từ dịch Covid-19

tỷ đồng	Quý 1/2020	Quý 1/2019	% thay đổi sv cùng kỳ năm trước	Ghi chú
<b>Doanh thu</b>	<b>274,7</b>	<b>387,5</b>	<b>-29,1%</b>	
<i>Môi giới bất động sản</i>	221,0	311,7	-29,1%	Việc mở bán các dự án BĐS bị trì hoãn do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19.
<i>Chuyển nhượng BĐS</i>	46,6	52,5	-11,2%	Doanh thu mảng chuyển nhượng BĐS chủ yếu đến từ phần còn lại tại các dự án Vườn Sen, The Central và Làng Việt kiều quốc tế Hải Phòng.
<i>Cho thuê văn phòng</i>	6,1	3,4	79,7%	
<i>Quảng cáo, tổ chức sự kiện</i>	0,9	19,9	-95,4%	Mảng quảng cáo và tổ chức sự kiện cũng chịu tác động mạnh bởi dịch bệnh Covid-19.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>107,3</b>	<b>148,9</b>	<b>-27,9%</b>	
<i>Môi giới bất động sản</i>	81,0	117,4	-31,0%	
<i>Chuyển nhượng BĐS</i>	25,8	18,2	41,5%	
<i>Cho thuê văn phòng</i>	5,1	2,4	110,5%	
<i>Quảng cáo, tổ chức sự kiện</i>	0,3	10,8	-97,3%	
CPBH&QLDN	56,0	44,1	27,0%	CRE bắt đầu đẩy mạnh các chiến dịch marketing trong quý 4/2019 và quý 1/2020. Mặt khác, do yêu cầu của kiểm toán, CRE thực hiện điều chỉnh một số chi phí ở giá vốn hàng bán sang chi phí bán hàng, qua đó khiến chi phí này tăng 27,0% sv cùng kỳ.
EBIT	51,3	104,8	-51,0%	
Chi phí lãi vay	2,2	4,3	-47,9%	
LN trước thuế	54,3	100,2	-45,8%	
LN sau thuế	42,3	80,0	-47,2%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>43,3</b>	<b>79,2</b>	<b>-45,4%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>39,1%</b>	<b>38,4%</b>	<b>0,6%</b>	
<i>Môi giới bất động sản</i>	36,7%	37,7%	-1,0%	
<i>Chuyển nhượng BĐS</i>	55,3%	34,7%	20,6%	BLN gộp mảng chuyển nhượng BĐS quý 1/2020 tăng mạnh do 1) Giá bán tại 3 dự án nêu trên đều tăng trong quý và 2) 2 dự án Vườn Sen và Làng Việt kiều quốc tế Hải Phòng ghi nhận doanh thu bằng chênh lệch giá bán sản phẩm với chi phí hợp tác theo thỏa thuận, thay vì ghi nhận toàn bộ doanh thu giá trị BĐS.
<i>Cho thuê văn phòng</i>	83,2%	71,0%	12,2%	
<i>Quảng cáo, tổ chức sự kiện</i>	32,1%	54,5%	-22,4%	
CPBH&QLDN/DTT	20,4%	11,4%	9,0%	
Biên EBIT	18,7%	27,1%	-8,4%	
<b>Biên LNST</b>	<b>15,4%</b>	<b>20,6%</b>	<b>-5,3%</b>	

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

### Chúng tôi dự phóng LN ròng của CRE năm 2020 sẽ tăng nhẹ 5,3% sv cùng kỳ, trước khi bứt phá mạnh mẽ trong năm 2021

Trong năm 2020, kết quả kinh doanh nửa đầu năm ở tất cả các mảng kinh doanh đều chịu ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19. Tuy nhiên, dựa trên số lượng hợp đồng đã ký ở các dự án phân phối và đầu tư thứ cấp hiện hữu của CRE, chúng tôi tin rằng công ty sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận dương trong năm 2020, đạt 409,5 tỷ đồng, tăng nhẹ 5,3% sv cùng kỳ.

Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận ròng của CRE sẽ bứt phá mạnh mẽ, khi tăng lần lượt 22,8% và 26,3% sv cùng kỳ, được hỗ trợ bởi 1) Mảng môi giới BĐS tăng 17,3% sv cùng kỳ do nhận được cú hích lớn từ danh mục dự án VHM và 2) Mảng chuyển nhượng BĐS tăng mạnh 30,7% sv cùng kỳ, đạt 2.994 tỷ đồng, chủ yếu nhờ đóng góp từ các dự án mới, với tổng mức đầu tư lên tới hơn 8.000 tỷ đồng tại Hà Nội, Thái Bình, Vĩnh Phúc, Bắc Ninh, Đà Nẵng, Bình Dương... mà CRE đang dự kiến đầu tư hoặc hợp tác đầu tư.

**Hình 30: Tăng trưởng năm 2020 sẽ bị chững lại do ảnh hưởng của Covid-19, trước khi tăng tốc trong năm 2021**

tỷ đồng	2019A	2020F	yoy %	2021F	yoy %
<b>Doanh thu</b>	<b>2.312,4</b>	<b>2.437,4</b>	<b>5,4%</b>	<b>2.994,4</b>	<b>22,8%</b>
Chuyển nhượng BĐS	1.000,4	1.052,3	5,2%	1.375,6	30,7%
Môi giới bất động sản	1.277,2	1.336,5	4,6%	1.567,7	17,3%
Quảng cáo, tổ chức sự kiện	27,4	28,0	2,0%	29,4	5,0%
Cho thuê văn phòng	20,2	20,6	2,0%	21,7	5,0%
<b>LN gộp</b>	<b>764,9</b>	<b>802,0</b>	<b>4,8%</b>	<b>995,5</b>	<b>24,1%</b>
Chuyển nhượng BĐS	275,6	299,2	8,5%	396,5	32,5%
Môi giới bất động sản	472,0	487,8	3,3%	580,1	18,9%
Quảng cáo, tổ chức sự kiện	6,8	9,8	45,0%	10,3	5,0%
Cho thuê văn phòng	10,5	5,2	-50,7%	8,7	68,0%
CPBH&QLDN	241,7	293,1	21,2%	349,1	19,1%
EBIT	510,4	508,9	-0,3%	646,3	27,0%
Chi phí lãi vay	22,2	4,8	-78,3%	2,9	-40,0%
LN trước thuế	491,2	502,6	2,3%	641,4	27,6%
LN sau thuế	392,7	402,1	2,4%	513,1	27,6%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>388,8</b>	<b>398,1</b>	<b>2,4%</b>	<b>509,1</b>	<b>27,9%</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>33,1%</b>	<b>32,9%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>33,2%</b>	<b>0,3%</b>
Chuyển nhượng BĐS	27,6%	28,4%	0,9%	28,8%	0,4%
Môi giới bất động sản	37,0%	36,5%	-0,5%	37,0%	0,5%
Quảng cáo, tổ chức sự kiện	24,6%	35,0%	10,4%	35,0%	0,0%
Cho thuê văn phòng	51,7%	25,0%	-26,7%	40,0%	15,0%
CPBH&QLDN/DTT	10,5%	12,0%	1,6%	11,7%	-0,4%
Biên EBIT	22,1%	20,9%	-1,2%	21,6%	0,7%
<b>Biên LNST</b>	<b>17,0%</b>	<b>16,5%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>17,1%</b>	<b>0,8%</b>

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

## ĐỊNH GIÁ

### Phát hành báo cáo lần đầu với đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 22.000 đồng/cp

Chúng tôi đánh giá cao vị thế của CRE tại thị trường môi giới BĐS phía Bắc, cũng như tầm nhìn của Ban lãnh đạo công ty trong việc tìm kiếm các dự án đầu tư thứ cấp có chất lượng và thanh khoản cao. Chúng tôi sử dụng hai phương pháp định giá so sánh P/E và P/B với tỷ trọng tương đương để đưa ra mức giá mục tiêu cho CRE là 22.000 đồng/cp.

Kể từ thời điểm niêm yết trên HOSE, CRE giao dịch bình quân ở mức P/E là 5,4x và P/B là 1,3x.

Động lực tăng giá cổ phiếu là quy mô các hợp đồng đầu tư thứ cấp của công ty lớn hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá cổ phiếu là tình hình dịch bệnh kéo dài, ảnh hưởng đến hoạt động môi giới và mở bán các dự án BĐS.

**Hình 31: Phương pháp định giá so sánh P/E**

EPS 2020	4.511
P/E bình quân ngành	5,0
Premium	0%
P/E mục tiêu	5,0
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	22.554

Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 32: Phương pháp định giá so sánh P/B**

Giá trị sổ sách 2020	26.922
P/B bình quân ngành	0,8
Premium	0%
P/B mục tiêu	0,8
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	21.538

Nguồn: VNDIRECT Research



Hình 33: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
P/E	22.554	50%	11.277
P/B	21.538	50%	10.769
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			22.000

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 34: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	TTM P/E (x)	P/B hiện tại (x)	TTM ROE (%)	TTM ROA (%)	Nợ vay/VCSH hiện tại (%)
CTCP ĐT&KD nhà Khang Điền	KDH	Khả quan	24.750	28.300	12.983	18,7	13,9	1,7	13,1	8,4	10,2
CTCP Đầu tư Văn Phú - Invest	VPI	na	41.600	na	6.656	170,4	13,1	2,7	21,4	6,5	158,4
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	Khả quan	25.400	39.600	6.342	32,3	7,6	1,2	17,3	7,9	14,0
CTCP Đầu tư Hải Phát	HPX	na	27.000	na	6.210	17,7	14,1	2,1	15,9	6,2	67,2
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	na	10.350	na	5.370	19,1	6,2	0,8	15,9	5,5	47,7
CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức	TDH	na	8.770	na	823	6,7	8,1	0,5	5,9	2,1	48,5
<i>Trung bình</i>					6.397	44,1	10,5	1,5	14,9	6,1	57,7
<i>Trung vị</i>					6.276	18,9	10,6	1,5	15,9	6,3	48,1
<b>CTCP BĐS Thế Kỳ</b>	<b>CRE</b>	<b>Khả quan</b>	<b>18.850</b>	<b>na</b>	<b>1.508</b>	<b>(1,7)</b>	<b>3,9</b>	<b>0,8</b>	<b>23,6</b>	<b>15,5</b>	<b>4,4</b>

Tất cả giá trên đều dựa trên giá đóng cửa ngày 22/07/2020. Tất cả các ước tính cho cổ phiếu Không được khuyến nghị (NA) đều dựa trên ước tính trung bình thị trường của Bloomberg

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

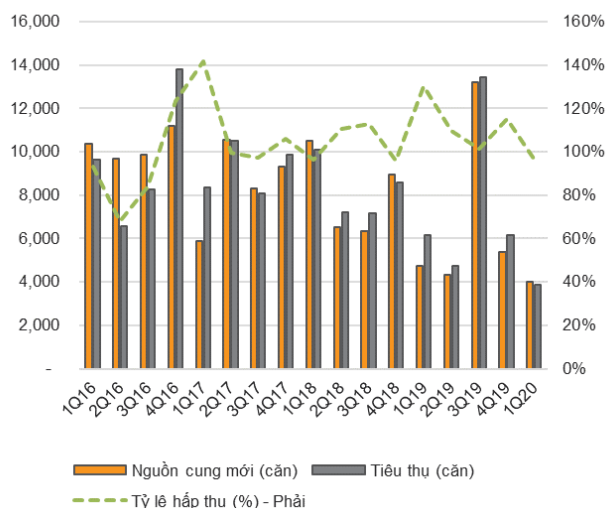
## RỦI RO

### Rủi ro dịch bệnh quay trở lại ảnh hưởng đến hoạt động môi giới và mở bán các dự án mới

Nguồn cung BĐS đang chịu tác động kép bởi cả 2 yếu tố là 1) quy trình cấp phép xây dựng các dự án BĐS tiếp tục kéo dài và chưa có dấu hiệu được cải thiện trong ngắn hạn, và 2) hoạt động môi giới và mở bán các dự án BĐS mới bị trì hoãn trong thời gian giãn cách xã hội.

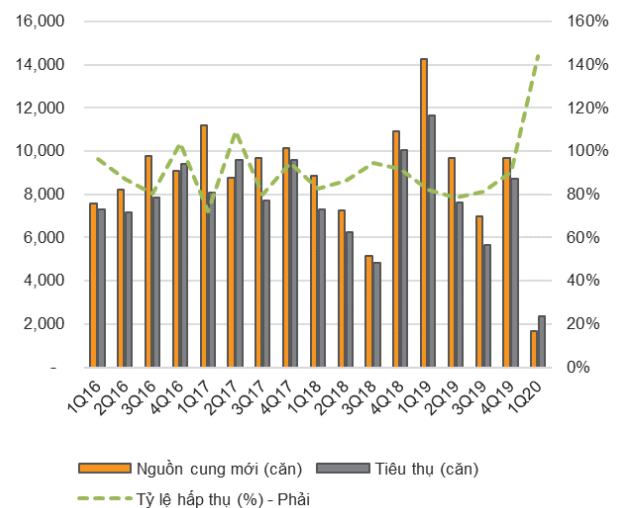
Kết quả là nguồn cung BĐS tại Hà Nội và TP.HCM (bao gồm cả loại hình căn hộ chung cư và BĐS liền thổ) đều ghi nhận mức giảm mạnh trong Quý 1/2020, lần lượt 88,4% và 15,5% sv cùng kỳ.

Hình 35: Nguồn cung BĐS tại Hà Nội Quý 1/2020 giảm 88,4% sv cùng kỳ



Nguồn: VNDIRECT Research, CBRE

Hình 36: Nguồn cung BĐS tại TP.HCM Quý 1/2020 giảm 15,5% sv cùng kỳ



Nguồn: VNDIRECT Research, CBRE

Theo báo cáo thị trường BĐS Quý I/2020 của Bộ Xây dựng, khoảng 80% sản phẩm giao dịch BĐS Việt Nam đóng cửa hoặc tạm ngừng hoạt động do cả sự hạn chế giao dịch của người mua lẫn không có dự án mới mở bán trong thời điểm dịch bệnh Covid-19. Do vậy trong trường hợp dịch bệnh quay trở lại sẽ ảnh hưởng đáng kể đến quá trình hồi phục của toàn ngành.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro này sẽ không tác động quá lớn đến CRE. Trong dài hạn, dịch bệnh sẽ giúp CRE gia tăng vị thế của công ty trong ngành do 1) Các doanh nghiệp lớn, có tiềm lực tài chính mạnh như CRE có khả năng chống chịu trong thời điểm toàn ngành khó khăn và 2) Giảm cách xã hội khiến xu hướng tìm kiếm thông tin và giao dịch BĐS online càng mạnh mẽ hơn, đây chính là thế mạnh của CRE so với các đối thủ trong ngành.

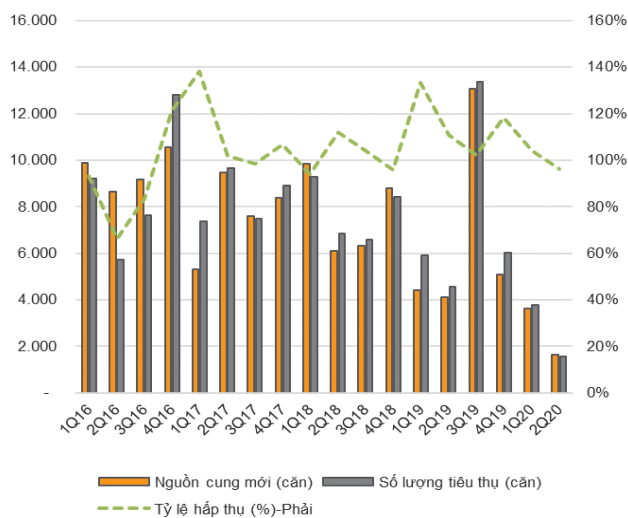
PHỤ LỤC: THỊ TRƯỜNG BĐS VIỆT NAM QUÝ 2/2020

**Giao dịch căn hộ ở TP.HCM trong Q2/2020**

Do quy định cách ly xã hội trong tháng 4/2020 và ảnh hưởng của dịch Covid-19, thị trường căn hộ bán tại TP.HCM Quý 2/2020 ghi nhận số căn chào bán thấp kỷ lục trong 4 năm qua, chỉ có 1.644 căn hộ (giảm 60,1% sv cùng kỳ năm 2019 và giảm 54,4% sv quý trước đó) được chào bán tại 7 dự án.

Quý 2/2020 cũng là quý đầu tiên sau 5 quý ghi nhận số lượng căn hộ tiêu thụ thấp hơn số lượng căn hộ mở bán mới, khi chỉ 1.581 căn được tiêu thụ, tương ứng tỷ lệ hấp thụ 96,2%.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, thị trường TP.HCM có 5.250 căn hộ mở bán mới và 5.338 căn hộ được tiêu thụ, giảm lần lượt 38,6% và 49,1% sv cùng kỳ năm 2019.



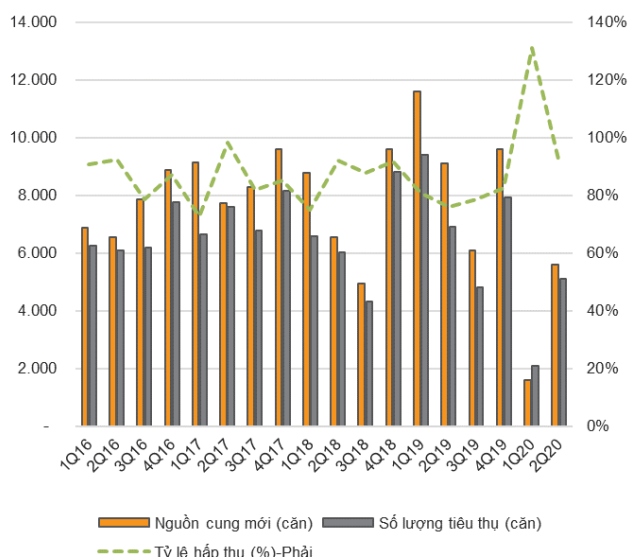
NGUỒN: VNDIRECT Research, CBRE

**Giao dịch căn hộ ở Hà Nội trong Q2/2020**

Trong 6 tháng đầu năm 2020, thị trường Hà Nội ghi nhận 7.200 căn hộ mở bán mới, giảm 65,2% sv cùng kỳ năm 2019, trong đó Quý 2/2020 ghi nhận 5.600 căn mở bán. Mặc dù lượng cung mới trong 6 tháng đầu năm 2020 giảm mạnh sv cùng kỳ năm trước do gián đoạn bởi dịch Covid-19, lượng căn mở bán mới trong Quý 2 cao gấp 3,5 lần sv quý trước đó cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ của các hoạt động bán hàng.

Doanh số bán hàng cũng ghi nhận tín hiệu khả quan trong Quý 2/2020, khi có 5.100 căn hộ bán được, cao hơn gần 2,5 lần sv quý trước đó. Việc sử dụng đa dạng hóa các kênh bán hàng (kết hợp bán hàng trực tiếp với trực tuyến) đã giúp doanh số bán hàng tăng lên trong quý này.

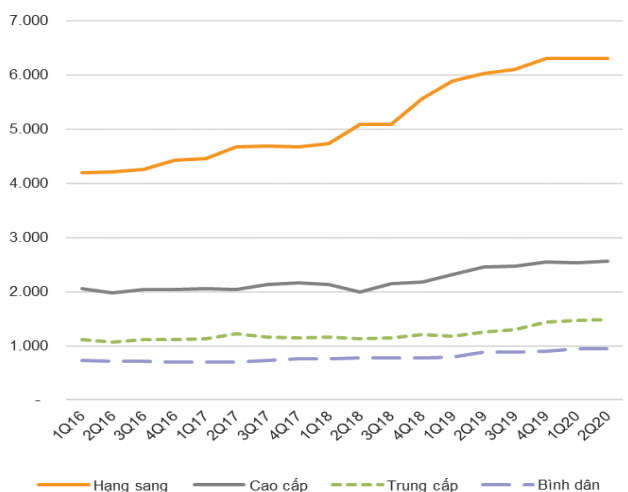
Lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, thị trường Hà Nội đã tiêu thụ được 7.200 căn hộ, giảm mạnh 55,8% sv cùng kỳ năm 2019 (thời điểm mở bán các phần tiếp theo của các dự án Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City).



NGUỒN: VNDIRECT Research, CBRE

**Giá căn hộ sơ cấp ở TP.HCM trong Q2/2020 (USD/m<sup>2</sup>)**

Phân khúc trung cấp ghi nhận mức tăng giá nhẹ 1% sv quý trước đó chủ yếu do các dự án đã được mở bán mới trong Quý 1 là Citi Grand và West Gate Park. Đây cũng là phân khúc ghi nhận mức tăng giá cao nhất sv cùng kỳ năm trước là 10%. Giá bán tại các phân khúc còn lại không thay đổi theo quý, tuy nhiên mặt bằng giá hiện tại đã cao hơn 4%-6% sv cùng kỳ năm trước.

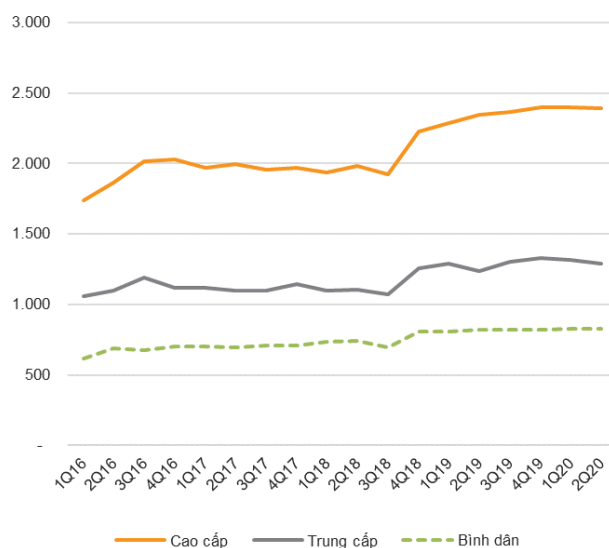


NGUỒN: VNDIRECT Research, CBRE

## Giá căn hộ sơ cấp ở Hà Nội trong Q2/2020 (USD/m<sup>2</sup>)

Tại thị trường Hà Nội, phân khúc trung cấp tiếp tục ghi nhận mức tăng sv cùng kỳ năm trước cao nhất, khi tăng 4%. Điều này xuất phát từ việc các sản phẩm chung cư trung cấp tại các dự án khu đô thị mới có mức giá chào bán cao hơn theo thời gian, do cơ sở hạ tầng, cảnh quan và tiện ích hoàn thiện hơn.

Giá bán sơ cấp dự kiến sẽ không thay đổi nhiều trong nửa cuối năm 2020 do nguồn cung mới vẫn tập trung ở phân khúc trung cấp và mức độ cạnh tranh cao ở phân khúc này sẽ khiến giá bán khó tăng cao.

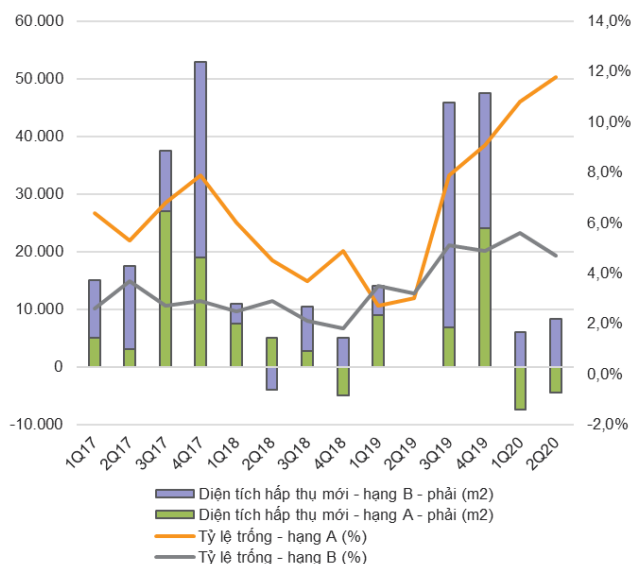


NGUỒN: VNDIRECT Research, CBRE

## Giao dịch văn phòng cho thuê ở TP.HCM trong Q2/2020

Nếu như trong Quý 1/2020, thị trường văn phòng vẫn chưa ghi nhận những tác động đáng kể từ Covid-19 thì đến Quý 2, khách thuê đã có những phản ứng nhất định khi doanh thu của các công ty này đều sụt giảm mạnh trong nửa đầu năm 2020.

Thị trường văn phòng TP.HCM trong Quý 2/2020 không ghi nhận thêm nguồn cung mới nào (vẫn duy trì tổng diện tích cho thuê ở mức 1.370.814 m<sup>2</sup> NLA), phần diện tích cho thuê mới từ năm 2019 và Quý 1/2020 chưa được hấp thụ hết. Khách thuê có xu hướng thu hẹp mặt bằng ở tòa nhà hiện tại để chuyển sang các tòa nhà phân khúc thấp hơn, ở vị trí rìa trung tâm hoặc ngoại vi thành phố nhằm tiết kiệm chi phí. Do đó, các tòa nhà hạng A chịu nhiều ảnh hưởng hơn các tòa nhà hạng B. Tỷ lệ trống hạng A tăng 1 điểm % sv quý trước lên 11,8% trong khi tỷ lệ trống hạng B lại giảm 0,9 điểm % xuống 4,7%.

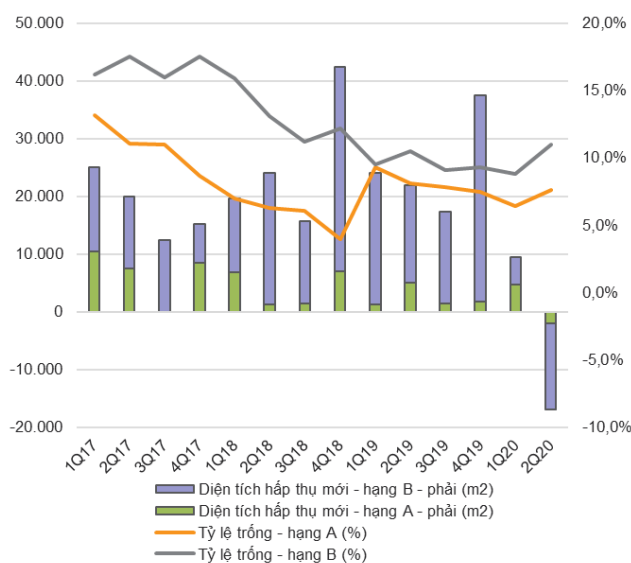


NGUỒN: VNDIRECT Research, CBRE

## Giao dịch văn phòng cho thuê ở Hà Nội trong Q2/2020

Tổng mức hấp thụ của văn phòng Hà Nội Quý 2/2020 giảm khoảng 17.000 m<sup>2</sup> sv quý trước đó, trong đó chủ yếu là văn phòng hạng B với mức giảm 15.000 m<sup>2</sup>. Do sự thu hẹp của khách thuê, tỷ lệ trống của cả hai hạng đã tăng trong Quý 2/2020. Tỷ lệ trống của văn phòng Hạng A tăng 0,4 điểm % so với quý trước, lên mức 7,6%, trong khi tỷ lệ trống của văn phòng hạng B tăng 1,7 điểm % so với quý trước, lên mức 11,0% tại thời điểm cuối Quý 2/2020.

Tổng nguồn cung của văn phòng Hà Nội trong Quý 2/2020 vẫn duy trì ở mức 1.380.000 m<sup>2</sup> NLA do không có thêm dự án mới đi vào hoạt động. Nửa cuối năm 2020 dự kiến sẽ đón thêm các dự án lớn với tổng diện tích mới đạt 160.000 m<sup>2</sup>. Do đó, tỷ lệ trống của văn phòng Hà Nội dự kiến sẽ tăng lên mức 15 - 20% ở cả hai hạng.

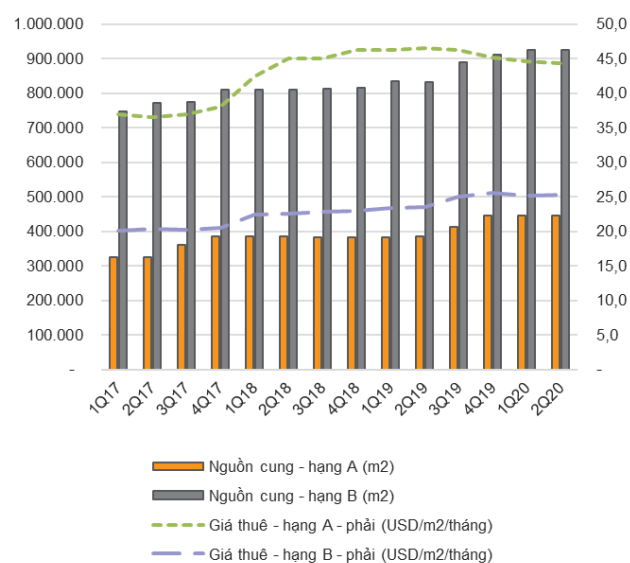


NGUỒN: VNDIRECT Research, CBRE

## Giá thuê văn phòng ở TP.HCM trong Q2/2020

Do chịu ảnh hưởng mạnh hơn bởi Covid-19, giá thuê trung bình của văn phòng hạng A trong Quý 2/2020 giảm 4,9% sv cùng kỳ năm 2019, đạt 44,4 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Trong khi đó, phân khúc hạng B vẫn ghi nhận tình hình hoạt động ở mức ổn định, đặc biệt ở các tòa có mức giá thuê dưới 30 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Giá thuê phân khúc hạng B đạt 25,3 USD/m<sup>2</sup>/tháng, tăng 7,4% sv cùng kỳ năm 2018 do có sự gia nhập của một số tòa nhà mới từ những quý trước mà có chất lượng tốt và giá thuê cao hơn mức trung bình toàn thị trường, như Sonatus Building và Friendship Tower.

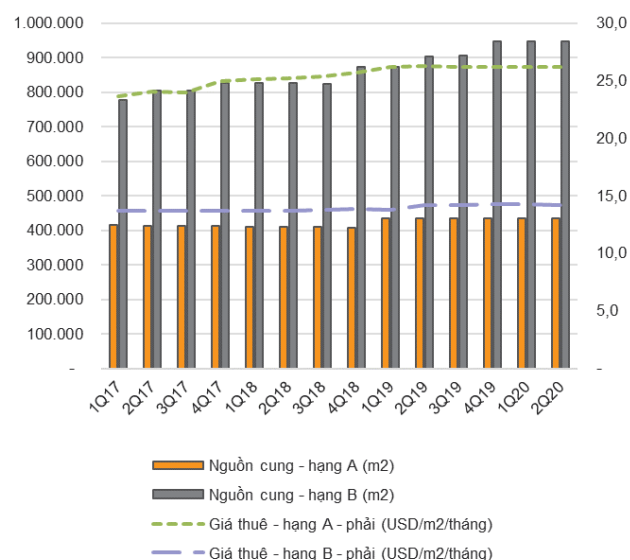
Nguồn cung văn phòng mới vẫn được xây dựng và dự kiến khai trương vào cuối năm nay với hơn 70.000 m<sup>2</sup> diện tích cho thuê ngoài. Do đó, dự kiến vào cuối năm 2020, giá thuê của hai hạng sẽ tiếp tục giảm từ 8%-10% (mức giảm của các nước trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương từ 8% - 15%).



NGUỒN: VNDIRECT Research, CBRE

## Giá thuê văn phòng ở Hà Nội trong Q2/2020

Giá thuê của cả văn phòng hạng A và hạng B gần như không thay đổi nhiều so với quý trước. Đến cuối Quý 2/2020, giá thuê trung bình của văn phòng hạng A là 26,2 USD/m<sup>2</sup>/tháng, giảm 0,2% theo quý và 0,9% theo năm. Giá thuê trung bình của văn phòng hạng B ở mức 14,2USD/m<sup>2</sup>/tháng, giảm 0,9% theo quý và 0,4% theo năm.



NGUỒN: VNDIRECT Research, CBRE

NGUỒN: VNDIRECT Research, CBRE

**Tình hình tài chính**

**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷ đồng)	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần	2.312	2.437	2.994
Giá vốn hàng bán	(1.560)	(1.635)	(1.999)
Chi phí quản lý DN	(191)	(241)	(288)
Chi phí bán hàng	(51)	(52)	(61)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>510</b>	<b>509</b>	<b>646</b>
EBITDA thuần	490	475	602
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>21</b>	<b>34</b>	<b>45</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>510</b>	<b>509</b>	<b>646</b>
Thu nhập lãi	5	4	4
Chi phí tài chính	(25)	(11)	(11)
Thu nhập ròng khác	1	1	2
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>491</b>	<b>503</b>	<b>641</b>
Thuế	(98)	(101)	(128)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(4)	(4)	(4)
<b>LN ròng</b>	<b>389</b>	<b>398</b>	<b>509</b>
Thu nhập trên vốn	389	398	509
Cổ tức phổ thông	0	(80)	(80)
<b>LN giữ lại</b>	<b>389</b>	<b>318</b>	<b>429</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ đồng)	12-19A	12-20E	12-21E
Tiền và tương đương tiền	168	542	609
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.439	1.409	1.727
Hàng tồn kho	142	179	200
Các tài sản ngắn hạn k khác	25	17	21
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.774</b>	<b>2.147</b>	<b>2.557</b>
Tài sản cố định	230	296	332
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn k khác	678	714	877
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.682</b>	<b>3.158</b>	<b>3.766</b>
Vay & nợ ngắn hạn	83	55	28
Phải trả người bán	93	160	195
Nợ ngắn hạn k khác	604	717	831
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>780</b>	<b>931</b>	<b>1.054</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả k khác	4	4	5
Vốn điều lệ và	800	800	800
LN giữ lại	808	1.128	1.555
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.834</b>	<b>2.154</b>	<b>2.635</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	64	68	72
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.682</b>	<b>3.158</b>	<b>3.766</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ đồng)	12-19A	12-20E	12-21E
<b>LN trước thuế</b>	<b>491</b>	<b>503</b>	<b>641</b>
Khấu hao	21	34	45
Thuế đã nộp	(85)	(108)	(119)
Các khoản điều chỉnh khác	(30)	(1)	(88)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(242)</b>	<b>153</b>	<b>(226)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>155</b>	<b>581</b>	<b>253</b>
Đầu tư TSCĐ	(111)	(100)	(80)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	1	2
Các khoản khác	(156)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	4	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(263)</b>	<b>(99)</b>	<b>(78)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	40	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(87)	(28)	(28)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(80)	(80)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(48)</b>	<b>(108)</b>	<b>(108)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	323	168	542
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(155)</b>	<b>375</b>	<b>67</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	168	542	609

**Các chỉ số cơ bản**

	12-19A	12-20E	12-21E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	16,8%	16,3%	17,0%
Vòng quay TS	0,92	0,83	0,86
ROAA	15,5%	13,6%	14,7%
Đòn bẩy tài chính	1,52	1,46	1,45
ROAE	23,6%	20,0%	21,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	227,2	211,6	210,6
Số ngày nắm giữ HTK	33,1	40,1	36,6
Số ngày phải trả tiền bán	21,7	35,7	35,6
Vòng quay TSCĐ	11,82	9,25	9,53
ROIC	19,6%	17,5%	18,6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,3	2,3	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	2,1	2,1	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,6	0,6
Vòng quay tiền	238,6	216,0	211,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	37,1%	5,4%	22,8%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	27,6%	(0,3%)	27,0%
Tăng trưởng LN ròng	23,3%	2,4%	27,9%
Tăng trưởng EPS	(22,9%)	2,4%	27,9%

Nguồn: VNDIRECT 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 – Phó Giám đốc Phân tích

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

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@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>