



CTCP BẤT ĐỘNG SẢN THẾ KỶ (CRE: HOSE)

Nền tảng vững chắc với hệ thống phân phối đa dạng

BÁO CÁO LẦN ĐẦU
14/09/2018

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích
ngaphb@kbsec.com.vn

CENLAND là công ty đi đầu trong lĩnh vực môi giới bất động sản với hệ thống phân phối đa dạng trên khắp cả nước.

CENLAND đã xây dựng được hệ thống kinh doanh vững chắc với cả hình thức kinh doanh truyền thống và hiện đại với 4 kênh phân phối bao gồm: siêu thị dự án STDA, website nghemoigoi.vn, hệ thống văn phòng đại diện cũng như chi nhánh trên cả nước và nước ngoài và hơn 700 sàn liên kết. Đây là lợi thế cạnh tranh lớn của CENLAND so với các doanh nghiệp trong ngành. Trong năm 2017, thị phần môi giới của CENLAND là 42% đứng đầu tại khu vực miền Bắc và 18% đứng thứ 2 trên cả nước, số lượng căn hộ giao dịch thành công tăng 18.7% yoy đạt 11,555 sản phẩm.

Định hướng kinh doanh rõ ràng mở ra triển vọng lớn cho doanh nghiệp.

Định hướng của công ty trong giai đoạn tiếp theo là không chỉ chú trọng vào mảng môi giới thuần túy như trước mà còn đẩy mạnh mảng đầu tư thứ cấp và đặt cọc bao tiêu sản phẩm. Hai hình thức kinh doanh này giúp công ty có thể phần nào điều tiết được nguồn cung sản phẩm, cũng như đem lại lợi nhuận cao hơn cho CENLAND.

Doanh thu và LNST năm 2018 đạt được như kế hoạch của doanh nghiệp với mức tăng trưởng tốt.

KBSV dự báo doanh thu năm 2018 của CENLAND đạt 1709.5 tỷ đồng (tăng 53.3 % yoy) và LNST đạt 306 tỷ đồng (tăng 24.3% yoy), sát với kế hoạch của doanh nghiệp đã đặt ra.

Rủi ro luôn hiện hữu.

Tuy số liệu cho thấy thị trường vẫn tiếp tục khả quan trong thời gian tới, CRE vẫn gặp phải một số rủi ro có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của công ty, bao gồm những rủi ro đặc thù của doanh nghiệp môi giới bất động sản và diễn biến mang tính chu kỳ của thị trường Bất động sản Việt Nam.

Mua

Giá mục tiêu	55,700VND
Tăng/Giảm	26%
Giá hiện tại (13/09/2018)	44,200VND
Giá mục tiêu	55,700VND
Vốn hóa thị trường	2,135 tỷ VNĐ (91.9 triệu USD)
Tỷ giá ngày 13/09/2018:	1USD = 23,225 VNĐ

Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	50,000,000
KLGD khớp lệnh TB 52T	264,426
% sở hữu nước ngoài	25%

Dự phóng doanh thu và định giá

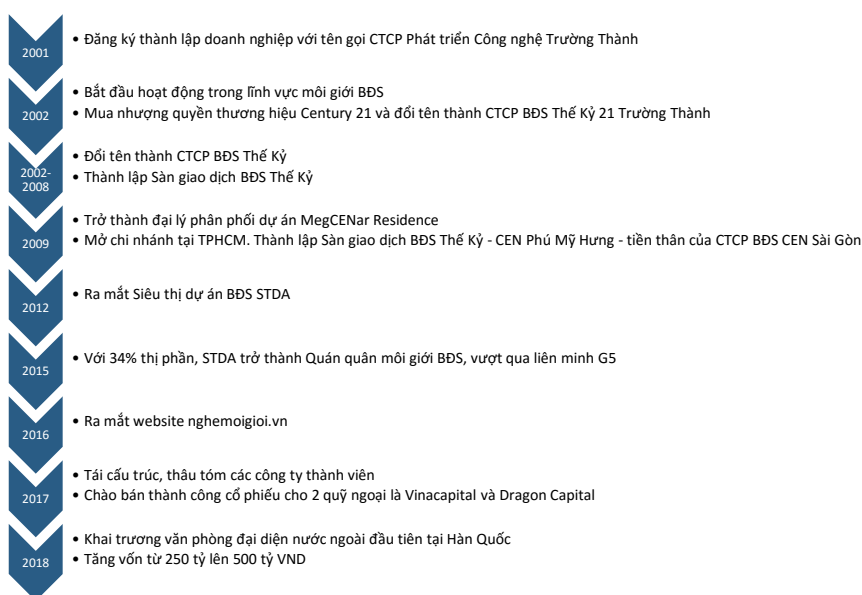
Đơn vị: tỷ đồng	2016A	2017A	2018F
Doanh thu	605.06	1,115.46	1709.5
Tốc độ tăng trưởng (%)	29.4%	84.4%	53.3%
Lợi nhuận gộp	275	444.8	621.3
Biên lợi nhuận gộp (%)	45.5%	39.9%	36.3%
Lợi nhuận ròng	135.5	253	306
Tốc độ tăng trưởng (%)	108.2%	87%	20.9%
EPS(ngàn đồng)	6.870	11.970	6.120
P/E	6.43	3.69	7.2

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

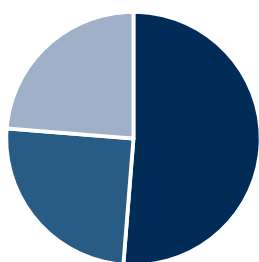
CENLAND là một công ty con của CTCP Tập đoàn Thế Kỷ (CENGROUP) được thành lập vào năm 2002 chuyên về môi giới Bất động sản. Vốn điều lệ hiện tại của CENLAND là 500 tỷ đồng.

Vào ngày 05/09/2018, CENLAND đã niêm yết toàn bộ 50 triệu cổ phiếu trên sàn HOSE với mã cổ phiếu là CRE. Như vậy, CENLAND là doanh nghiệp thuần về môi giới BĐS đầu tiên niêm yết trên sàn. Giá tham chiếu phiên chào sàn là 50,000VND/cổ phiếu, tương đương vốn hóa thị trường là 2,500 tỷ đồng.

1. Lịch sử hình thành và phát triển của doanh nghiệp



Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông



- Cổ đông tổ chức trong nước
- Cổ đông tổ chức nước ngoài
- Cổ đông cá nhân trong nước

Nguồn: CRE

Cấu trúc doanh nghiệp và cơ cấu sở hữu

Tính đến ngày 30/06/2018, Công ty có 02 công ty con hoạt động trong lĩnh vực phân phối BĐS là CTCP Bất động sản Cen Sài Gòn và CTCP Dịch vụ Bất động sản Ngôi sao Toàn cầu. Ngoài ra, CENLAND còn có 01 công ty con – CTCP Truyền thông và Giải trí Ngôi sao mới hoạt động trong lĩnh vực truyền thông, marketing. Tỷ lệ nắm giữ của CENLAND là 80%.

Cơ cấu cổ đông hiện tại của CENLAND đang khá cô đặc, trong đó CENGROUP nắm giữ 51.15%, 2 quỹ ngoại là Vinacapital, Dragon Capital đang nắm giữ lần lượt 12%, 13%, ban lãnh đạo và người liên quan nắm hơn 3,14%, cán bộ nhân viên sở hữu 12%, các cổ đông khác hơn 8,7% (Biểu đồ 1). Tỷ lệ sở hữu tối đa của nhà đầu tư nước ngoài tại CENLAND là 49%.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Mô hình kinh doanh

Hoạt động kinh doanh của CENLAND tập trung 3 mảng chính: (1) dịch vụ môi giới (2) hoạt động đầu tư thứ cấp và (3) nghiên cứu, tư vấn marketing cho các dự án BĐS.

(1) Hoạt động môi giới

- ❖ CENLAND đã xây dựng được hệ thống kinh doanh vững chắc với cả hình

STDA là một mô hình sàn giao dịch đặc thù với các sản phẩm dự án BĐS chất lượng, đầy đủ pháp lý.

Website nghemoigoi.vn đem lại lợi thế cạnh tranh lớn cho CENLAND.

Công ty có hệ thống văn phòng đại diện và chi nhánh trên khắp cả nước và đang tiến hành mở rộng sang nước ngoài.

Phân phối truyền thống

Phân phối có điều kiện

Hoạt động đầu tư thứ cấp đem lại doanh thu cao hơn so với môi giới thuần túy nhưng cũng đi kèm nhiều rủi ro.

thức kinh doanh truyền thống và hiện đại.

- Kênh bán hàng truyền thống với hệ thống siêu thị dự án Bất động sản STDA cung cấp dịch vụ môi giới BĐS trên khắp cả nước với giỏ hàng đa dạng và với nhiều phân khúc sản phẩm. Hiện STDA đã có 1917 nhân viên môi giới chính thức.
- CENLAND cũng tiên phong trong việc phát triển kênh tư vấn bán hàng online thông qua việc xây dựng website nghemoigoi.vn vào tháng 9/2016. Website này cung cấp thông tin về các dự án mà CENLAND phân phối cũng như cho phép môi giới check căn, đặt cọc và thanh toán online. Hiện nay, website có hơn 270,000 user và 748 sàn liên kết với 15,000 cộng tác viên (Mentor-Connector) tham gia giúp kết nối khách hàng với các sản phẩm BĐS. Chỉ trong vòng 6 tháng đầu năm 2018 đã có 861 giao dịch online, tổng giá trị hàng hóa giao dịch online lên đến gần 1000 tỷ đồng.
- Ngoài trụ sở chính tại Hà Nội, Công ty còn có hệ thống văn phòng đại diện, văn phòng giao dịch và các chi nhánh tại các tỉnh thành khác như Hải Phòng, Hạ Long, Đà Nẵng, Nha Trang, Quy Nhơn, TP HCM,... Tháng 1/2018, CENLAND đã khai trương văn phòng đại diện nước ngoài đầu tiên tại Hàn Quốc. Trong năm 2018, CENLAND sẽ mở rộng hệ thống văn phòng đại diện tại các tỉnh thành trên toàn quốc cùng các chi nhánh văn phòng tại Nhật Bản, Singapore,... để đáp ứng được nhu cầu của các khách hàng cũng như nhà đầu tư quan tâm đến thị trường BĐS Việt Nam.
- ❖ Hiện có hai hình thức môi giới BĐS: Phân phối truyền thống và phân phối có điều kiện.
- Công ty chỉ tiến hành bán hàng đơn thuần và nhận phí môi giới cho số lượng hàng bán được. Với hình thức phân phối này, công ty không phải quản lý hàng tồn kho và không chịu rủi ro lớn. Tuy nhiên, phí môi giới chỉ dao động từ 3 đến 4% trên tổng giá trị trên hợp đồng mua bán.
- Công ty có thể ký hợp đồng môi giới độc quyền phân phối toàn bộ dự án hoặc bao tiêu một số lượng hàng nhất định cho chủ đầu tư và cam kết số lượng hàng bán được trong một khoảng thời gian nhất định. Đối với hình thức phân phối này, công ty nhận được chi phí môi giới cao hơn từ 6-10%, tuy nhiên công ty phải đặt cọc 1 số tiền đảm bảo nhất định tùy theo hợp đồng hoặc cam kết sẽ mua lại phần không phân phối hết. Với hình thức phân phối này, công ty gặp rủi ro lớn hơn khi mất khoản tiền đặt cọc nếu như không bán được hàng như cam kết.

(2) Hoạt động đầu tư thứ cấp

Bên cạnh hoạt động môi giới truyền thống là thế mạnh của công ty, CENLAND cũng tiến hành mua lại một phần dự án và bán lẻ sản phẩm cho người mua ở mức giá cao hơn. Chênh lệch giữa giá bán thực tế và giá mua sỉ sẽ là doanh thu của CENLAND. Hoạt động này đem lại doanh thu cao hơn so với hoạt động môi giới thuần túy, nhưng cũng đem lại rủi ro lớn hơn cho doanh nghiệp. Công ty phải bỏ ra số vốn lớn hơn để hợp tác đầu tư, thời gian thu hồi vốn dài hơn và tiến độ bán hàng cũng sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới doanh thu của CRE.

CENLAND đã hợp tác đầu tư và phát triển các dự án như : GAMUDA Gardens

(The One Residence, The Two Residence,...), The Golden Palm, Sentosa Riverside, Sentosa City, Helios Tower,...

(3) Hoạt động nghiên cứu, tư vấn marketing cho các dự án BĐS

Hoạt động Marketing giúp xây dựng và phát triển thương hiệu CENLAND.

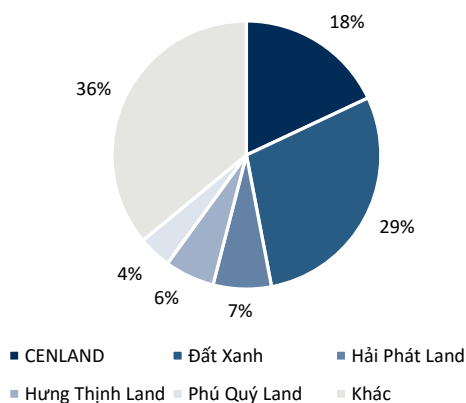
Công ty con của CENLAND là CTCP Truyền thông và Giải trí Ngôi Sao Mới (RSM) chuyên về hoạt động nghiên cứu, tư vấn marketing cho các dự án BĐS. RSM cung cấp dịch vụ truyền thông cho chủ đầu tư, đối tác và khách hàng bao gồm tư vấn và triển khai chiến lược marketing, thiết kế bộ nhận diện thương hiệu, website, tổ chức sự kiện. Thông qua RSM, hoạt động marketing của CENLAND tập trung vào việc xây dựng hình ảnh của CENLAND trong mắt chủ đầu tư và khách hàng qua đó hỗ trợ cho việc hoạt động kinh doanh của Công ty.

Vị thế của doanh nghiệp

CENLAND là công ty môi giới BĐS đứng thứ nhất tại khu vực miền Bắc và đứng thứ hai trên cả nước.

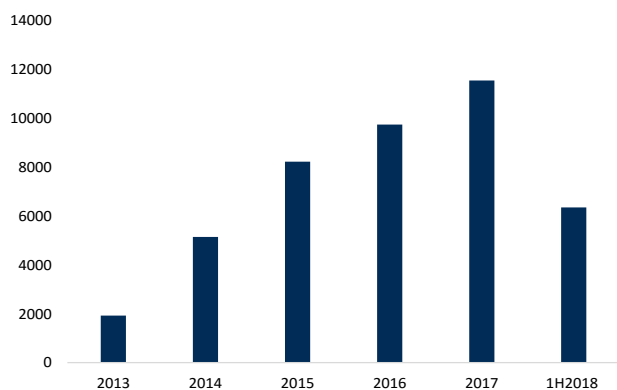
Với hệ thống phân phối đa dạng và tệp khách hàng lên tới 1.2 triệu người, CENLAND luôn là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực môi giới BĐS. Năm 2017, với 11,555 giao dịch thực hiện thành công (tăng 18% so với 2016), CENLAND là doanh nghiệp môi giới đứng thứ 2 cả nước, chiếm 18% thị phần toàn quốc (Biểu đồ 2,4). Số giao dịch tại thị trường Hà Nội đạt 7,428 giao dịch, đứng đầu tại Hà Nội với 42% thị phần môi giới BĐS (Biểu đồ 3). Cơ cấu giao dịch của CENLAND trong năm 2017 có thêm lượng giao dịch thông qua website nghemoigioi.vn (có sự liên kết của các sàn giao dịch với nhau) chiếm 50%. Tuy nhiên, số lượng giao dịch qua STDA thì lượng giao dịch giảm so với năm trước.

Biểu đồ 2: Thị phần môi giới cả nước năm 2017



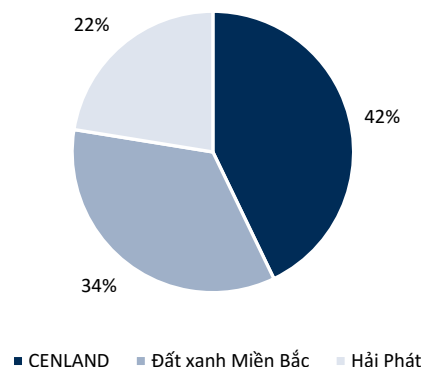
Nguồn: Hiệp hội môi giới BĐS

Biểu đồ 4: Số lượng giao dịch của CENLAND qua các năm



Nguồn: CRE

Biểu đồ 3: Thị phần môi giới Hà Nội năm 2017



Nguồn: Hiệp hội môi giới BĐS

Kết quả kinh doanh của CENLAND khả quan trong những năm gần đây thể hiện qua sự tăng trưởng của cả số lượng giao dịch thành công, doanh thu và LNST.

Công ty mở rộng hệ thống sàn liên kết dẫn tới tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu tăng.

Trong năm 2017, biên lợi nhuận gộp giảm mặc dù doanh thu lợi nhuận cùng tăng.

Với đặc thù của doanh nghiệp môi giới BĐS, ROE và ROA của CENLAND cao hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

Hoạt động marketing không đem lại nhiều doanh thu cho doanh nghiệp do mang tính hỗ trợ cho các hoạt động bán hàng.

Kết quả hoạt động kinh doanh

Số lượng giao dịch căn hộ thành công kể từ năm 2013 đến 2017 liên tục tăng trưởng, CAGR trong 4 năm 2013-2017 đạt 56.5%, trong đó phần lớn là các giao dịch các căn hộ chung cư.

Doanh thu tăng trưởng nhanh và liên tục trong những năm gần đây với CAGR của doanh thu trong 3 năm 2014-2017 đạt 86.7%. Doanh thu của công ty tăng từ 171 tỷ vào năm 2014 lên 1115 tỷ vào năm 2017, chủ yếu đến từ hoạt động môi giới.

Lợi nhuận sau thuế tăng từ 42 tỷ trong năm 2014 lên 253 tỷ trong năm 2017. Tốc độ tăng trưởng CAGR của LNST trong 3 năm 2014-2017 đạt 81.6% (Biểu đồ 5).

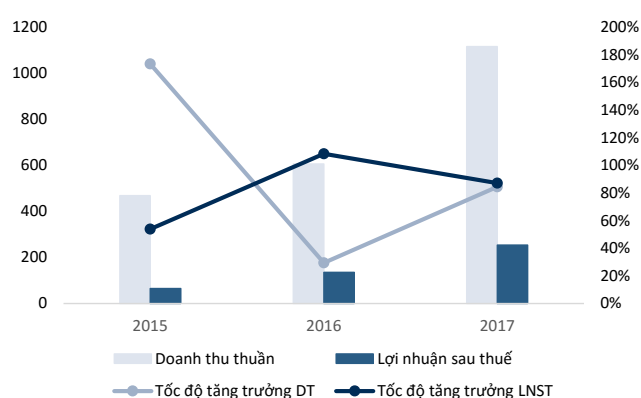
Giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu CENLAND, năm 2016 đạt 54.5%, năm 2017 đạt 60.1% và 6 tháng đầu năm 2018 đạt 57.63%. Đây là chi phí hoa hồng phải trả cho đội ngũ môi giới bao gồm nhân viên môi giới của STDA, các sàn liên kết và các cộng tác viên. Tỷ trọng giá vốn hàng bán trong năm 2017 trên tổng doanh thu trong năm 2017 cao hơn so với năm 2016 là do công ty mở rộng mạng lưới sàn liên kết, theo đó chi phí hoa hồng phải trả cho sàn liên kết cao hơn so với nhân viên của STDA.

Trong năm 2017, doanh thu của công ty đạt 1,115.46 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 253.26 tỷ đồng, tăng lần lượt 87% và 82% so với năm trước đó. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm chỉ đạt 39.9%, so với năm 2016 là 45.5%. Nguyên nhân là do công ty tiến mở rộng mảng đầu tư thứ cấp và phân phối có tiền đảm bảo. Đây là những hoạt động kinh doanh đem lại doanh thu cao hơn so với môi giới đơn thuần, tuy nhiên, biên lợi nhuận của mảng đầu tư thứ cấp thường thấp hơn so với hoạt động môi giới BĐS.

ROE và ROA trong năm 2017 lần lượt đạt 25.59% và 55.14%, cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Nguyên nhân là do Công ty có lượng hàng tồn kho và tài sản cố định hữu hình thấp, dẫn đến hệ số vòng quay tài sản cao (Biểu đồ 6).

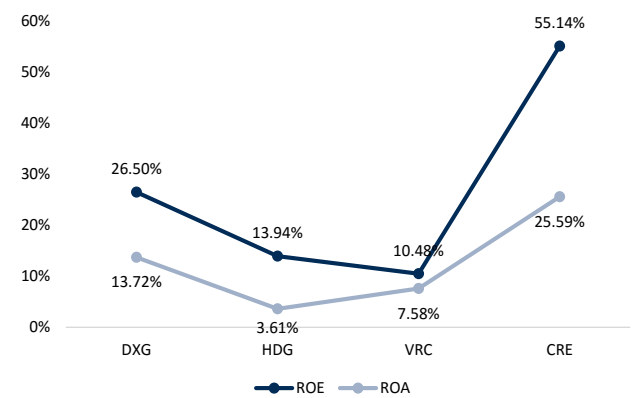
Bên cạnh hai mảng hoạt động chính, hoạt động marketing hiện chưa đóng góp tỷ trọng lớn vào doanh thu (chiếm khoảng 8% doanh thu), chủ yếu là hỗ trợ hoạt động môi giới và đầu tư thứ cấp của công ty.

Biểu đồ 5: Doanh thu – Lợi nhuận năm 2015-2017



Nguồn: CRE (đơn vị: tỷ đồng)

Biểu đồ 6: So sánh ROE và ROA



Nguồn: KBSV

Tình hình tài chính doanh nghiệp

Các khoản phải thu tăng do công ty đẩy mạnh đầu tư thứ cấp.

Tài sản ngắn hạn vào cuối quý II năm 2018 tăng 61.8% so với đầu kỳ, đạt 1.156,9 tỷ, trong đó chủ yếu là sự gia tăng của các khoản phải thu (tăng 327.9 tỷ) và hàng tồn kho (tăng 97.3 tỷ). Đóng góp chính vào sự gia tăng của khoản phải thu là số tiền vốn góp vào hai dự án The Lovera Park Đồng Kỳ và Làng Việt Kiều Quốc Tế của Nam Hồng và Việt Anh, trong khi đó hàng tồn kho là giá trị các BĐS mà công ty đã tiến hành mua sỉ để bán lẻ.

Công ty có tỷ lệ đòn bẩy thấp.

Với đặc thù là công ty môi giới BĐS, Công ty không tiến hành đầu tư vào các dự án. Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu thấp, vào khoảng 17.6%, chủ yếu là vay nợ cá nhân ngắn hạn. Trong 6 tháng đầu năm 2018, công ty không có vay nợ phát sinh trong kỳ.

Công ty có nhiều giao dịch với các bên liên quan cần được theo dõi và đánh giá thêm.

Tính đến cuối năm 2017, Công ty có khoản phải thu dài hạn 220 tỷ với CENINVEST, là công ty con cùng tập đoàn CENGROUP. Khoản phải thu này là khoản tiền đảm bảo làm tổng đại lý phân phối cho các dự án của CENINVEST và chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản. Do vậy, cần đánh giá thêm về khả năng thu hồi khoản tiền này do có ảnh hưởng trực tiếp tới doanh thu của doanh nghiệp.

Các dự án đang triển khai

(1) Các dự án đầu tư thứ cấp của CENLAND

Dự án Lovera Garden Đồng Kỳ

Đây là dự án CENLAND hợp tác đầu tư và phát triển cùng với Công ty TNHH Nam Hồng nằm tại thị trấn Từ Sơn, Bắc Ninh. Nam Hồng sẽ chịu trách nhiệm công tác triển khai và xây dựng dự án; trong khi đó CENLAND sẽ chịu trách nhiệm góp vốn bằng tiền để đảm bảo tài chính cho Nam Hồng thực hiện các công việc triển khai dự án. CENLAND được quyền chỉ định đơn vị bán hàng với mức chi phí bán hàng (đã bao gồm VAT) là 5% doanh thu. Tỷ lệ vốn góp và doanh thu (sau khi trừ đi 5% chi phí bán hàng) của CENLAND và Nam Hồng là 70%:30%. Tổng diện tích dự án là 17ha, trong đó 4.9 ha là đất ở liền kề và shophouse, chiếm 28.8% mật độ khu. Dự án bao gồm 77 lô shophouse được xây thô hoàn thiện mặt ngoài và 344 lô đất ở liền kề được phân lô bán nền cho khách tự xây dựng theo thiết kế. Dự án đã được khởi công vào tháng 6/2018 và đang trong quá trình hoàn thiện cơ sở hạ tầng, dự kiến bàn giao các lô đất ở liền kề vào tháng 9/2018 và các căn shophouse vào tháng 3/2019. Dự án vẫn đang được triển khai bán hàng hiện đã bán được gần 100 lô với giá bán dao động từ 20-27 triệu/m² tùy theo diện tích và vị trí. Giá bán có thể tăng lên vào các giai đoạn bán hàng tiếp theo khi dự án ngày càng hoàn thiện.

Dự án The Central Thanh Hóa

Dự án nằm tại Khu đô thị Đông Sơn, thành phố Thanh Hóa, do vậy được thừa hưởng toàn bộ hạ tầng cũng như tiện ích của khu đô thị. Dự án tiếp giáp với mặt đường Cao Sơn (QL47) thuộc TP Thanh Hóa, là tuyến đường huyết mạch kết nối TP Thanh Hóa với 12 huyện phía Tây của tỉnh Thanh Hóa và là tuyến đường từ TP. Thanh Hóa đi sân bay Thọ Xuân. Tổng diện tích của dự án là 1.03ha bao gồm 83 lô liền kề và biệt thự và đã có sổ đỏ cho từng lô. Chúng tôi đánh giá dự án có triển vọng tiêu thụ tích cực vì dự án có vị trí tốt, hồ sơ pháp lý đầy đủ và được thừa hưởng hạ tầng có sẵn của khu đô thị.

Dự án Làng Việt Kiều Quốc tế

Dự án nằm tại phường Vĩnh Niệm, quận Lê Chân, Hải Phòng. Dự án nằm cách trung tâm thành phố Hải Phòng 2km và cách sân bay Cát Bi và cảng Hải Phòng

5km. Chủ đầu tư là CTCP Đầu tư và Phát Triển Việt Anh, CEN Hải Phòng – Văn phòng đại diện của Cenland là đơn vị phân phối. Dự án được khởi công xây dựng từ tháng 8/2018 và dự kiến hoàn thiện vào quý I/2019. Tổng diện tích dự án là 92,233m² trong đó CENLAND sẽ đầu tư vào 5,768m², bao gồm 45 căn thấp tầng được xây thô và hoàn thiện mặt ngoài. Giá trị quyền sử dụng đất của các lô đất là 25 triệu đồng/m² là doanh thu của Việt Anh, doanh thu của CENLAND được tính bằng chênh lệch giữa giá bán thực tế và đơn giá đất trừ đi chi phí xây dựng (5.5 triệu đồng/m²). Chúng tôi đánh giá dự án có triển vọng tiêu thụ khá tích cực.

(2) Các dự án công ty đang thực hiện môi giới giai đoạn 2017 – 2018 (Bảng:)

Bảng 7: Danh mục dự án công ty đang thực hiện môi giới 2017-2018 và doanh thu ước tính

Chủ đầu tư	Sản phẩm phân phối	Doanh thu ước tính
CTCP Bất động sản Mặt Trời 2	Dự án Sun Grand City - Ancora Residence - Số 3 Lương Yên, Hà	28 tỷ VND
CTCP Đầu tư và Dịch vụ Khách sạn Soleil	Dự án D'. LE ROI SOLEIL - Quảng An - Số 2 Đặng Thai Mai, Hà Nội	73 tỷ VND
CTCP Đầu tư Bất động sản Mỹ Đình	Dự án Emerald CT8 Mỹ Đình, Hà Nội	95 tỷ VND
CTCP Đầu tư và Phát triển BĐS Thế Kỷ	Dự án The K Park - Lê Trọng Tấn, Hà Đông	88 tỷ VND
CTCP Đầu tư và Phát triển BĐS Thế Kỷ	Dự án Ngọc Dương Riverside - Điện Bàn, Quảng Nam	147 tỷ VND
CTCP Ecoland	Dự án EcoLake View - Số 32 Đại Từ, Hà Nội	14 tỷ VND
CTCP FLC Quy Nhơn Golf and Resort	Dự án The Coastal Hill FLC Quy Nhơn	17 tỷ VND
CTCP Tập đoàn FLC	Dự án FLC Grand Hotel Sầm Sơn	12 tỷ VND
CTCP Tập đoàn Phúc Sơn	Dự án Piana City Nha Trang	59 tỷ VND
CTCP Tập đoàn FLC	Dự án FLC Hạ Long	15 tỷ VND
CTCP Xây dựng và Phát triển nhà San Hồ	Dự án Citadines Hạ Long	19 tỷ VND
Công ty THNN Gamuda Land Vietnam	Dự án Gamuda Garden	67 tỷ VND
Công ty TNHH Hòa Bình	Dự án Hòa Bình Green Đà Nẵng	25 tỷ VND
Công ty TNHH Sản xuất và Thương mại Bách Đạt	Dự án Sentosa Riverside và Peaceful Land - Điện Bàn, Quảng Nam	85 tỷ VND
Tập đoàn Geleximco	Dự án An Bình - 232-234 Phạm Văn Đồng, Hà Nội	124 tỷ VND
CTCP Khai Sơn	Dự án Khai Sơn	100 tỷ VND
CTCP TMS Bất động sản	Dự án TMS Grand City Phúc Yên	40 tỷ VND
CTCP Tập đoàn Trung Thủy	Dự án LancCENer Lincoln - 428-430 Nguyễn Tất Thành, TP HCM	95 tỷ VND
CTCP Đầu tư kinh doanh Bất động sản Thuận Phát	Dự án Lovera Park - Bình Chánh, TP HCM	105 tỷ VND
CTCP Đầu tư LDG	Dự án Sài Gòn Intela - Bình Chánh, TP HCM	50 tỷ VND
Công ty TNHH XD và SX Hưng Lộc Phát	Dự án Green Star - TP HCM	30 tỷ VND
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	Dự án Rosiata - TP HCM	22 tỷ VND
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	Dự án Sapphire - TP HCM	100 tỷ VND

Nguồn: CRE

Rủi ro

Rủi ro cạnh tranh trong ngành

CENLAND có thể gặp phải rủi ro từ sự cạnh tranh của các doanh nghiệp môi giới Bất động sản khác hoặc từ chính chủ đầu tư của dự án. Để bán được hàng, nhân viên kinh doanh có thể “cắt %” từ hoa hồng của chính mình cho khách hàng để bán được căn hộ, dẫn tới việc cạnh tranh không lành mạnh.

Rủi ro của thị trường Bất động sản liên quan đến các yếu tố kinh tế vĩ mô.

Doanh thu của CENLAND phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh Bất động sản thương mại và nhà ở, do vậy, sự tăng trưởng, lên xuống của thị trường Bất động sản sẽ có ảnh hưởng rất lớn tới hoạt động của công ty.

Rủi ro khác

CENLAND có thể gặp rủi ro từ việc không bán được hàng do sản phẩm không phù hợp với thị hiếu của khách hàng, ở vị trí không thuận tiện hoặc chưa đầy đủ về mặt pháp lý. Ngoài ra, Công ty có thể gặp rủi ro khi Chủ đầu tư gặp khó khăn trong hoạt động và không có khả năng thanh toán phí môi giới.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Kế hoạch kinh doanh

CENLAND đặt ra kế hoạch doanh thu cho năm 2018 đạt 1676.16 tỷ đồng (tăng 50.3% yoy) và năm 2019 đạt 2221.73 tỷ đồng (tăng 32.5% yoy). LNST năm 2018 theo kế hoạch là 320 tỷ (tăng 30% yoy) và năm 2019 là 430 tỷ (tăng 34.4% yoy) (Bảng 8).

Công ty có khả năng đạt được Doanh thu và LNST như kế hoạch đã đặt ra.

Trong 6 tháng đầu năm 2018, Công ty ghi nhận doanh thu thuần đạt 591 tỷ đồng (hoàn thành 35.3% kế hoạch năm) và LNST đạt 145 tỷ đồng (hoàn thành 44.2% kế hoạch năm). Theo nhận định của chúng tôi, công ty hoàn toàn có thể đạt được doanh thu và lợi nhuận năm 2018 như kế hoạch đã đặt ra. Do thị trường thường giao dịch sôi động vào các quý cuối năm, kết quả kinh doanh cuối tháng cuối năm dự báo sẽ tích cực hơn và hoàn toàn có thể đạt được doanh thu lợi nhuận kỳ vọng.

Công ty tiến hành mở rộng mảng đầu tư thứ cấp và có kế hoạch tăng thị phần tại khu vực phía Nam.

Tại thời điểm hiện tại, hoạt động của công ty chủ yếu ở khu vực phía Bắc. Công ty đã và đang có kế hoạch mở rộng và gia tăng thị phần tại khu vực phía Nam vì theo đánh giá của doanh nghiệp, đây là khu vực còn nhiều tiềm năng để khai thác. Bên cạnh đó, công ty tiến hành mở rộng sang hoạt động đầu tư thứ cấp, đặc biệt là tại các tỉnh, thành phố lân cận như Hải Phòng, Bắc Ninh, Thanh Hóa,... Đây là những khu vực dân cư đông, nhu cầu nhà ở cao, quỹ đất sạch còn nhiều và cơ sở hạ tầng cũng như các tuyến đường nối từ Hà Nội tới khu vực này đang được đầu tư xây dựng. Mảng đầu tư thứ cấp đem lại doanh thu và lợi nhuận lớn hơn cho công ty nhưng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro khi công ty phải quản lý lượng hàng tồn kho lớn hơn và đòi hỏi lượng vốn nhiều hơn.

Dự phóng Kết quả kinh doanh năm 2018

KBSV dự báo doanh thu năm 2018 của CENLAND đạt 1709.5 tỷ đồng (tăng 53.3 % yoy) và LNST đạt 306 tỷ đồng (tăng 24.3% yoy) (Bảng 9) với những giả định như sau:

- Doanh thu từ hoạt động môi giới tăng 18% yoy đạt 1095 tỷ đồng.
- Doanh thu từ đầu tư thứ cấp dự báo đạt 525 tỷ, đến từ việc bàn giao 344 lô đất liền kề của dự án Lovera Park Đồng Kỵ. Theo quan điểm của chúng tôi, 77 căn shophouse còn lại sẽ được bàn giao và ghi nhận vào doanh thu vào năm 2019.
- Doanh thu từ dịch vụ truyền thông marketing không thay đổi, đạt 89.5 tỷ đồng, chỉ chiếm 5% trên tổng doanh thu.
- Công ty không cần đến các khoản vay để tài trợ cho hoạt động kinh doanh trong năm 2018, do đó không hạch toán chi phí lãi vay.
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp chiếm 14% doanh thu, đạt 239 tỷ, tăng 77% yoy.

Biên lợi nhuận gộp giảm từ 39.9% xuống còn 36%, do biên lợi nhuận gộp của mảng đầu tư thứ cấp thấp hơn mảng môi giới thuần túy.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi tính mức P/E bình quân của các doanh nghiệp trong ngành Bất động sản có quy mô hoặc hoạt động kinh doanh tương tự với CENLAND. P/E bình quân của các doanh nghiệp này hiện nay ở mức 9.1x. Theo đó, giá hợp lý đối với cổ phiếu CRE theo phương pháp này là 55,700VNĐ/cổ phiếu.

CENLAND là một doanh nghiệp đi đầu trong lĩnh vực môi giới BĐS với mạng lưới phân phối đa dạng và trải dài trên khắp cả nước, đặc biệt là việc ứng dụng công nghệ vào kinh doanh BĐS với website nghemoigoi.vn. Đây là những lợi thế cạnh tranh lớn của CENLAND. Công ty hiện đang tập trung đẩy mạnh mảng đầu tư thứ cấp tại các tỉnh lân cận với quỹ đất trống còn nhiều và hạ tầng đang được đầu tư xây dựng. Với những dấu hiệu tích cực của thị trường BĐS cùng với định hướng kinh doanh rõ ràng của doanh nghiệp, CENLAND cho thấy nhiều tiềm năng phát triển.

Dựa trên kết quả định giá và triển vọng kinh doanh trong thời gian tới, KBSV đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CRE với giá mục tiêu là 55,700 VND/cổ phiếu, cao hơn 26% so với giá thị trường.

Bảng 8: Kế hoạch kinh doanh năm 2018 và 2019

	Năm 2018	Năm 2019
Số căn hộ bán được	16,365	23,623
Tốc độ tăng trưởng	41.6%	44.3%
Doanh thu	1676.16	2221.61
Tốc độ tăng trưởng DT	50.30%	32.50%
Chi phí	1276.16	1684.11
Lợi nhuận trước thuế	400	537.5
Chi phí thuế	80	107.5
Lợi nhuận sau thuế	320	430
Tốc độ tăng trưởng LNST	30%	34.4%

Nguồn: CRE (đơn vị:tỷ đồng)

Bảng 10: So sánh P/E

	Mã	P/E pha loãng	Vốn điều lệ (VNĐ)	Tỷ lệ	P/E theo trọng
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	10.15	3,425,714,120,000	43.61%	4.43
CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín	SCR	7.14	3,170,337,940,000	40.36%	2.88
CTCP Bất động sản và Đầu tư VRC	VRC	8.22	500,000,000,000	6.36%	0.52
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG	13.22	759,680,800,000	9.67%	1.28
P/E Trung bình					9.11

Nguồn: FiinPro, KBSV

Bảng 9: Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2018

(tỷ đồng VND)	2017A	2018F
Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch	1,115.5	1,709.5
Hoạt động môi giới		1,095
Hoạt động đầu tư thứ cấp		525
Hoạt động Marketing		89.5
Giá vốn hàng bán	670.6	1,088.3
Hoạt động môi giới		602.3
Hoạt động đầu tư thứ cấp		403
Hoạt động Marketing		83
Lợi nhuận gộp	444.9	621.3
Chi phí lãi vay	3.6	-
Chi phí bán hàng và quản lý	124.7	239.3
Lợi nhuận sau thuế	253	305.5
EPS (nghìn đồng)	11,970	6,120

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

Chỉ số tài chính

Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh

TỶ VNĐ	2016	2017
Doanh số	605.06	1,115.46
Các khoản giảm trừ	0.00	0.00
Doanh số thuần	605.06	1,115.46
Giá vốn hàng bán	-330.05	-670.65
Lãi gộp	275.01	444.82
Thu nhập tài chính	0.54	0.41
Chi phí tài chính	-9.07	-3.66
Trong đó: Chi phí lãi vay	-9.07	-3.66
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0.00	0.00
Chi phí bán hàng	-16.05	-30.55
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-85.85	-94.26
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	164.57	316.75
Thu nhập khác	6.90	1.17
Chi phí khác	-3.37	-1.92
Thu nhập khác, ròng	3.53	-0.75
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	168.10	316.00
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-32.65	-62.73
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	0.00	0.00
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-32.65	-62.73
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	135.46	253.26
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.00	7.06
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	135.46	246.20

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2016	2017
Lãi trước thuế	168.10	316.00
Khấu hao TSCĐ	1.24	2.83
Phân bổ lợi thế thương mại	-7.62	-1.02
Chi phí dự phòng	0.93	-0.93
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-0.09	-0.23
Chi phí lãi vay	9.04	3.66
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động (Tăng)/giảm các khoản phải thu	-680.83	-126.49
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-4.69	0.66
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	32.47	113.64
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	2.46	10.31
Chi phí lãi vay đã trả	-0.04	-15.65
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã trả	-18.38	-56.12
Tiền chi khác từ các hoạt động kinh doanh	0.00	-0.13
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-497.39	246.53
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-4.64	-11.56
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0.00	0.30
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0.00	6.60
Cổ tức và tiền lãi nhận được	0.09	0.11
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-4.55	-4.55
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0.00	81.00
Tiền thu được các khoản đi vay	462.53	100.00
Tiền trả các khoản đi vay	-210.21	-335.43
Cổ tức đã trả	0.00	-100.52
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	252.32	-254.94
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-249.63	-12.96
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	323.85	74.22
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	74.22	61.27

Các chỉ số tài chính

Tỷ suất thanh toán nhanh		0.41	1.50
Tỷ suất thanh toán hiện thời		0.44	1.51
EBIT	TỶ VNĐ	173.11	320.00
EBITDA	TỶ VNĐ	174.35	322.83
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	45.45%	39.88%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	22.39%	22.70%
Hệ số quay vòng tài sản		0.65	1.13
Hệ số quay vòng vốn CSH		1.78	2.43
ROE%	%	39.80%	53.60%
ROA%	%	14.64%	24.87%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng		4.58	4.47
Hệ số quay vòng HTK		70.41	153.95
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp		16.97	10.08
P/E		4.10	4.34
P/B		1.67	1.91

Nguồn: CRE, FinnPro, KBSV

Bảng cân đối kế toán

TỶ VNĐ	2016	2017
TÀI SẢN NGẮN HẠN	256.20	715.06
Tiền và tương đương tiền	74.22	61.27
Tiền	74.22	61.27
Các khoản phải thu	168.26	648.62
Phải thu khách hàng	131.97	367.32
Trả trước người bán	15.97	7.25
Phải thu khác	25.70	279.44
Dự phòng nợ khó đòi	-5.39	-5.39
Hàng tồn kho, ròng	4.69	4.02
Hàng tồn kho	4.69	4.02
Dự phòng giảm giá HTK	0.00	0.00
Tài sản lưu động khác	9.03	1.15
Trả trước ngắn hạn	9.03	1.15
TÀI SẢN DÀI HẠN	669.21	339.14
Phải thu dài hạn	652.53	315.07
Phải thu dài hạn khác	652.53	315.07
Tài sản cố định	8.88	18.34
GTCL TSCĐ hữu hình	8.24	15.09
Nguyên giá TSCĐ hữu hình	12.85	21.17
Khấu hao lũy kế TSCĐ hữu hình	-4.61	-6.08
GTCL tài sản cố định vô hình	0.64	3.24
Nguyên giá TSCĐ vô hình	0.88	4.16
Khấu hao lũy kế TSCĐ vô hình	-0.24	-0.92
Tài sản dài hạn khác	7.81	5.73
Trả trước dài hạn	7.81	5.73
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	925.41	1,054.20
NỢ PHẢI TRẢ	585.07	475.86
Nợ ngắn hạn	585.07	473.86
Phải trả người bán	19.45	113.60
Người mua trả tiền trước	73.27	53.57
Thuế và các khoản phải trả Nhà nước	62.80	78.72
Phải trả người lao động	51.90	58.98
Chi phí phải trả	4.52	38.67
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	0.00	6.38
Phải trả khác	22.98	4.72
Vay ngắn hạn	329.88	100.00
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	19.35	19.22
Nợ dài hạn	0.00	2.00
Phải trả dài hạn khác	0.00	2.00
VỐN CHỦ SỞ HỮU	340.34	578.34
Vốn và các quỹ	340.34	578.34
Vốn góp	130.00	250.00
Cổ phiếu phổ thông	130.00	250.00
Thặng dư vốn cổ phần	12.90	0.00
Quỹ đầu tư và phát triển	0.00	12.90
Lãi chưa phân phối	189.82	296.51
LNST chưa phân phối lũy kế đến cuối kỳ trước	54.37	50.31
LNST chưa phân phối kỳ này	135.46	246.20
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	7.62	18.93
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	925.41	1,054.20

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail:

Website: www.kbsec.com.vn