

CTCP ĐT và KD nhà Khang Điền (HSX: KDH)

- Động lực tăng trưởng của KDH thời gian tới đến từ bàn giao Dự án The Privia cuối 2024 và sẵn sàng mở bán 3 dự án thấp tầng cao cấp GD 2024-2026.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2024-25 có thể tăng trưởng 12.9%/3.0% với động lực chính từ bàn giao các dự án Privia và Classia.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho KDH với giá mục tiêu 43,000 đồng/cp.

Bàn giao Dự án The Privia cuối 2024 và sẵn sàng mở bán 3 dự án thấp tầng phân khúc cao cấp giai đoạn 2024-2026

Tính đến cuối tháng 02/24, dự án The Privia đã bán thành công 99% giỏ hàng, dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu vào Q4/24. Giá trị ký bán từ dự án năm 2023/2024 theo ước tính có thể đạt 3,297/524 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng doanh thu ghi nhận từ The Privia có thể đạt 3,821 tỷ đồng trong năm 2024 (100% dự án). KDH đang trong quá trình triển khai 3 dự án cao cấp thấp tầng là Emerica, Clarita (đang hoàn thiện thi công và dự kiến mở bán vào Q4/24) và Solina (đang thực hiện giải phóng mặt bằng). Theo đó, tổng giá trị ký bán của KDH giai đoạn 2024-25 có thể đạt 1,999/8,729 tỷ VND, tương đương -54.3%/+336.6% svck.

LN ròng 2024-25 có thể tăng 12.9%/3.0% svck nhờ các dự án sẵn sàng bàn giao

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2024-2025 ghi nhận doanh thu đạt 4,249 tỷ đồng (+103.5% svck)/4,832 tỷ đồng (+13.7% svck) và LN ròng đạt 808 tỷ đồng (+12.9% svck)/832 tỷ đồng (+3.0% svck). KDH đặt kế hoạch 2024 doanh thu là 3,900 tỷ đồng (+87% svck) và LNST là 790 tỷ đồng (+10% svck), chúng tôi cho rằng mục tiêu này là khả thi khi thị trường bất động sản đã có những tín hiệu khả quan, giúp doanh nghiệp tiết giảm các chi phí bán hàng và chiết khấu hỗ trợ người mua so với năm 2023. Công ty đã thông qua Phương án chào bán riêng lẻ hơn 110 triệu cp cho 20 nhà đầu tư chuyên nghiệp, dự kiến thu về 3,000 tỷ đồng, được dùng để trả nợ ngân hàng. Với phần lợi nhuận 2023, ĐHCĐ đã thông qua phương án cổ tức cổ phiếu với tỷ lệ 10%, tỷ lệ này nhiều khả năng sẽ được giữ nguyên cho năm 2024.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 43,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan cho KDH dựa trên các luận điểm chính: (1) thị trường BĐS đã bắt đầu có những tín hiệu phục hồi tích cực (2) doanh số ký bán đảm bảo và LN ròng duy trì tăng trưởng (3) Sức khỏe tài chính lành mạnh. Rủi ro giảm giá của KDH gồm: (1) Tiến độ dự án Emerica và Clarita cùng với Keppel không đạt kỳ vọng (2) Dự án Tân Tạo vướng phải các vấn đề pháp lý gây ảnh hưởng đến định giá (3) Thị trường BĐS nói chung yếu đi một cách bất thường.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ tiêu tài chính (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	2,912	2,088	4,249	4,832
Lợi nhuận ròng	1,103	716	808	832
Tăng trưởng DTT	-22.1%	-28.3%	103.5%	13.7%
Tăng trưởng LN ròng	-8.3%	-35.1%	12.9%	3.0%
Biên lợi nhuận gộp	50.1%	76.0%	43.4%	54.2%
Biên LN ròng	37.9%	34.3%	19.0%	17.2%
ROAE	10.1%	5.7%	5.2%	4.7%
ROAA	6.0%	3.0%	3.0%	5.0%
EPS (VND/CP)	1,870	1,539	808	833
BVPS (VND/CP)	11,338	12,743	11,565	13,460

Nguồn: KDH, MBS Research

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND43,000

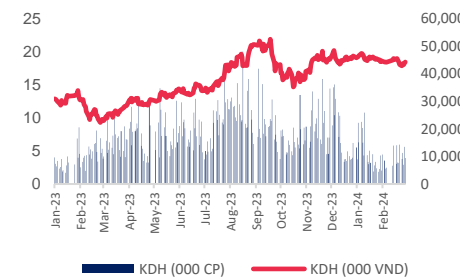
Tiềm năng tăng giá

24.3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	34,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	38,600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25,700
Vốn hóa (tỷ VND)	27,616
P/E (TTM)	35.39
P/B	1.78
Thị suất cổ tức (%)	0.00
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	39.4

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn>

Cơ cấu sở hữu (%)

Dragon Capital	10.95
Công ty TNHH ĐT Thiên Lộc	10.83
PYN Elite Fund	4.70
CTBC Vietnam Equity Fund	3.55
Mai Trần Thanh Trang	2.97

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn>

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Minh Trí

Tri1.NguyenMinh@mbs.com.vn

CTCP ĐT và KD nhà Khang Điền

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của KDH là 43,000 đồng/cổ phiếu (sử dụng phương pháp RNAV) dựa trên các luận điểm chính:

- Thị trường BĐS đã bắt đầu có những tín hiệu hồi phục trong Q1/24 đặc biệt ở các phân khúc chung cư, nhà ở thấp tầng phục vụ nhu cầu ở thực trong khi phân khúc đất nền vẫn còn ảm đạm do (1) 3 luật BĐS quan trọng (Nhà ở, Đất đai, Kinh doanh Bất động sản) đã được thông qua cùng với các thông tư, nghị định góp phần tháo gỡ những vướng mắc cho các doanh nghiệp, (2) các chính sách tín dụng dần được nới rộng, lãi suất cho vay giảm. Tuy vậy, dự kiến nguồn cung trong năm 2024-2025 vẫn bị thắt chặt do các bộ luật vẫn đang đợi Thông tư hướng dẫn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp hiện đang có dự án có tiềm năng mở bán và quỹ đất sạch như KDH có thể hưởng lợi trong giai đoạn này. Khi quỹ đất ở thành phố Hồ Chí Minh dần trở nên khan hiếm, KDH sở hữu một lợi thế đáng kể với hơn 650 ha đất sạch tại thành phố Thủ Đức và huyện Bình Chánh, tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển bền vững của công ty. Ngoài ra, các đại dự án như KDC Tân Tạo (330ha), KCN Lê Minh Xuân (110ha) và KDC Phong Phú 2 (130ha) sẽ mang lại tiềm lực phát triển cho công ty trong dài hạn.
- Doanh nghiệp đang đứng tại thời điểm xuất hiện sự phục hồi trong kết quả kinh doanh, LN ròng trong năm 2024 - 2025 theo dự phóng của chúng tôi có thể đạt 808 tỷ đồng (+12.9% svck)/832 tỷ đồng (+3.0% svck) nhờ vào ghi nhận doanh thu bàn giao dự án Privia (dự kiến Q4/24) và các dự án Emeria, Clarita (dự kiến trong năm 2025).
- Cơ cấu tài chính có sự cải thiện nhờ vào phát hành cổ phiếu và dòng tiền mở bán dự án: chúng tôi kỳ vọng vào sự cải thiện sức khỏe tài chính của công ty với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu theo dự phóng của chúng tôi sẽ giảm từ 19.5% (2023) xuống còn 6.3% (2024).

Rủi ro đầu tư

- Tiến độ dự án Emeria và Clarita không đạt kỳ vọng.
- Dự án Tân Tạo vướng phải các vấn đề pháp lý gây ảnh hưởng đến định giá.
- Thị trường BĐS nói chung yếu đi một cách bất thường.

Định giá

Hình 2: Giá định WACC

Giá định WACC	
Beta	1.0
Chi phí nợ vay	11.0%
Chi phí VCSH	12.0%
Tỷ trọng nợ vay	18.7%
Tỷ trọng VCSH	81.3%
WACC	11.4%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Tóm tắt định giá

Định giá theo RNAV	Giá trị hợp lý	Tỷ lệ sở hữu	Phương pháp	Tình trạng dự án
Phát triển BĐS	39,613		RNAV	
Tân Tạo	23,262	100.0%	Chiết khấu dòng tiền	Đã có Chủ trương đầu tư của Thủ tướng chính phủ, đang thực hiện công tác Giải phóng mặt bằng
KCN Lê Minh Xuân (mở rộng)	1,862	100.0%	Chiết khấu dòng tiền	Giai đoạn 1: đã hoàn thành giải phóng mặt bằng 89ha, đang trong tiến trình xác định tiền sử dụng đất và xin Giấy phép xây dựng 2 Giai đoạn còn lại: đang trong quá trình giải phóng mặt bằng
Emeria	1,423	51.0%	Chiết khấu dòng tiền	Đã có 1/500, hoàn tất nộp tiền thuê đất, bắt đầu xây dựng từ cuối tháng 10/2023, cố gắng mở bán các sản phẩm thấp tầng vào cuối 2024
Solina	4,422	100.0%	Chiết khấu dòng tiền	
KDC Phong Phú 2	3,351	100.0%	BV	Đang thực hiện các thủ tục pháp lý và GPMB
Clarita	1,391	51.0%	Chiết khấu dòng tiền	Đã có 1/500, hoàn tất nộp tiền thuê đất, bắt đầu xây dựng từ cuối tháng 10/2023, cố gắng mở bán các sản phẩm thấp tầng vào cuối 2024
Classia	189	100.0%	Chiết khấu dòng tiền	Đã bán hết 95% rở sản phẩm
The Privia	1,062	100.0%	Chiết khấu dòng tiền	Đã bán hết 1,043 căn tính đến cuối tháng 02 năm 2024, dự kiến bàn giao toàn bộ trong Q4/24.
Khác	2,650	100.0%	BV	
Cộng:				
Tiền và khoản tương đương tiền	3,730			
Khoản phải thu ngắn hạn	4,073			
Trừ:				
Nợ vay	6,346			
Phải trả khác	4,612			
RNAV	34,385			
SLCP đang lưu hành (triệu)	799			
Giá mục tiêu (đồng/cp)	43,000			

Nguồn: MBS Research

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		D/E		ROE (%)	
						TTM	24	TTM	24	TTM	24	TTM	24
Doanh nghiệp phát triển BĐS													
CTCP Tập đoàn ĐT Địa ốc NoVa	NVL VN Equity	15,200	NA	KKN	1,168.9	49.0	NA	0.8	NA	1.3	NA	1.6	NA
CTCP PT BĐS Phát Đạt	PDR VN Equity	26,700	NA	KKN	777.9	32.2	NA	2.5	NA	0.3	NA	7.7	NA
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN Equity	16,350	25,100	Khả quan	509.0	77.0	74.9	1.4	1.3	0.4	0.5	1.6	1.6
CTCP ĐT Nam Long	NLG VN Equity	37,900	45,000	Khả quan	633.1	20.9	31.0	1.4	1.5	0.5	0.4	5.2	4.0
Tổng Cty CP ĐT PT XD	DIG VN Equity	28,300	NA	KKN	746.7	157.1	NA	2.6	NA	0.4	NA	2.2	NA
CTCP Vinhomes	VHM VN Equity	40,700	NA	KKN	7,555	5.3	NA	1.0	NA	0.3	NA	15.3	NA
<i>Trung bình</i>						56.9	53.0	1.6	1.4	0.5	0.5	5.6	2.8
CTCP ĐT và KD Nhà Khang Điền	KDH VN Equity	34,600	43,000	Khả quan	1,181.2	35.4	53.2	2.1	2.5	0.4	0.3	5.7	5.2

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tóm tắt kết quả kinh doanh 2023

Lợi nhuận ròng giảm 30.0% svck do thị trường bất động sản còn khó khăn

Hình 5: So sánh KQKD năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2022	2023	% svck	Nhận xét
Doanh thu thuần	2,912	2,088	-28.3%	
- Doanh thu thuần từ chuyển nhượng BĐS	2,852	2,032	-28.7%	- Doanh thu chủ yếu đến từ (1) Bàn giao dự án Classia (180 sản phẩm, đã bàn giao được 90% vào cuối năm 2023) với giá bán trung bình khoảng 50 triệu/m ² và (2) Chuyển nhượng một lô đất không còn phù hợp với chiến lược phát triển của công ty
- Doanh thu thuần dịch vụ và cho thuê	60	55	-8.1%	
Các khoản giảm trừ doanh thu	62	79	27.4%	
Biên lợi nhuận gộp	50.1%	76.0%	25.9%	
- Biên lợi nhuận gộp từ chuyển nhượng BĐS	51.0%	77.8%		- Biên lợi nhuận gộp tăng 26.8 điểm % do (1) Cơ cấu sản phẩm của dự án Classia là biệt thự thấp tầng có biên lợi nhuận cao (2) Phần lớn các chi phí đã được dồn hạch toán vào trong năm 2022.
- Biên lợi nhuận gộp dịch vụ và cho thuê	8.8%	8.5%		
Lợi nhuận gộp	1,460	1,587	8.7%	
Chi phí bán hàng	175	162	-7.3%	
% Chi phí bán hàng	6.0%	7.8%		
Chi phí quản trị	219	205	-6.7%	
% Chi phí quản trị	7.5%	9.8%		
Lợi nhuận hoạt động	1,065	1,220	14.5%	
Thu nhập tài chính	18	50	180.6%	- Thu nhập tài chính tăng chủ yếu do lãi tiền gửi (47.7 tỷ VND)
Chi phí tài chính	91	148	62.2%	- Chi phí tài chính tăng cao chủ yếu do chiết khấu thanh toán, hỗ trợ người mua nhà đạt 147 tỷ VND (+81.5% svck)
LNTT	1,411	1,069	-24.2%	
Thuế TNDN	328	340	3.4%	
LNST	1,082	730	-32.6%	
% Biên lợi nhuận sau thuế	37%	35%		
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	21	-14	-166.8%	
Lợi nhuận ròng	1,062	743	-30.0%	- Lợi nhuận giảm chủ yếu do hoạt động chuyển nhượng bất động sản sụt giảm mạnh.

Nguồn: KDH, MBS Research

Động lực tăng trưởng từ bàn giao Dự án The Privia cuối 2024 và sẵn sàng mở bán 3 dự án thấp tầng cao cấp giai đoạn 2024-2026

The Privia – Bắt đầu bàn giao từ cuối Q4/24

Hình 6: Thông tin dự án Privia



The Privia

- Vị trí: Quận Bình Tân, TP. Hồ Chí Minh
- Diện tích: 1.8 ha
- Loại hình: Căn hộ
- Quy mô: 3 tòa, 25 tầng nổi, 1,040 căn hộ cao tầng.
- Tổng vốn đầu tư: 6,100 tỷ đồng
- Tình trạng: tính đến cuối tháng 2 năm 2024 đã mở bán thành công 99% tổng số căn. Cả 3 tòa đã hoàn thành cốt nóc vào Q1/24.
- Tiến độ ghi nhận doanh thu: Q4/24.

Nguồn: KDH, MBS Research

Mở bán lần đầu vào tháng 11 năm 2023 với giá bán khởi điểm 48 triệu VND/m², dự án đã được đón nhận vô cùng nồng nhiệt với 99% số căn được bán tính tới cuối tháng 2 năm 2024. Điều này đã cho thấy: (1) Nhu cầu nhà ở thương mại tại khu vực nội thành Thành phố Hồ Chí Minh vẫn còn rất lớn, (2) Sự khan hiếm của các dự án phục vụ nhu cầu ở thực tại khu vực nội thành. Đến cuối tháng 1 năm 2024, toàn bộ 3 block đã hoàn thành cốt nóc và dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao toàn bộ vào cuối Q4/24. Giá trị ký bán từ dự án năm 2023/2024 theo ước tính của chúng tôi đạt 3,297 tỷ đồng/524 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng doanh thu ghi nhận từ The Privia có thể đạt 3,821 tỷ đồng trong năm 2024 (100% dự án).

Dự án Emerica, Clarita, Solina – Tâm điểm hoạt động kinh doanh giai đoạn 2024 - 2026

Hình 7: Thông tin dự án Emerica



Emerica

- Vị trí: Bình Trưng Đông, TP. Thủ Đức
- Diện tích: 6.0 ha.
- Sản phẩm: Biệt thự, nhà liền kề, căn hộ.
- Quy mô: ~60 sản phẩm thấp tầng và ~600 căn hộ.
- Tổng vốn đầu tư: 3,200 tỷ đồng
- Tình trạng: Đang trong quá trình xây dựng (khởi công tháng 10 năm 2023) và đã hoàn thành phần lớn cơ sở hạ tầng.
- Giá trị ghi nhận trên BCTC cuối năm 2023: 3,381 tỷ VND.
- Kế hoạch mở bán: kỳ vọng cuối năm 2024

Nguồn: KDH, MBS Research

Hình 8: Thông tin dự án Clarita



Clarita

- Vị trí: Bình Trưng Đông, Thành phố Thủ Đức
- Diện tích: 5.8ha.
- Sản phẩm: Biệt thự, nhà liền kề.
- Quy mô: ~160 sản phẩm thấp tầng.
- Tình trạng: Đang trong quá trình xây dựng (khởi công từ Q4/23).
- Giá trị ghi nhận trên BCTC cuối năm 2023: 3,157 tỷ VND.
- Kế hoạch mở bán: kỳ vọng cuối năm 2024.

Nguồn: KDH, MBS Research

Hình 9: Thông tin dự án The Solina



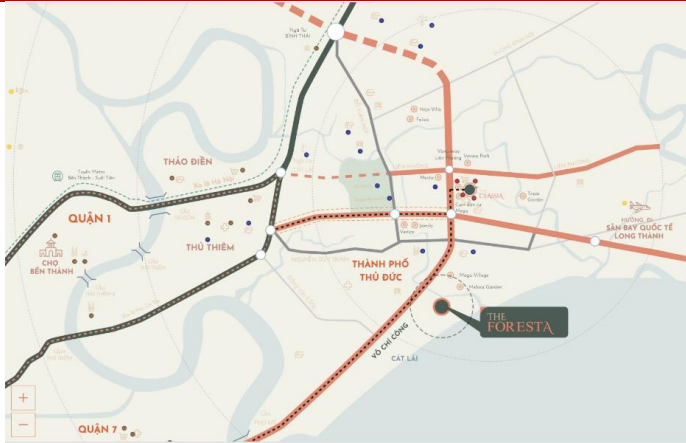
The Solina

- Vị trí: Bình Chánh, TP. HCM
- Diện tích: 16.42ha.
- Sản phẩm: Căn hộ cao cấp, nhà liền kề và biệt thự cao cấp.
- Quy mô: gồm 2 giai đoạn;
- Giai đoạn 1: Diện tích gần 14ha, đất nhóm nhà ở (gồm chung cư cao tầng và đất ở thấp tầng) chiếm tỷ lệ 40%, phần còn lại là công trình công cộng.
- Giai đoạn 2: Diện tích hơn 2.4ha.
- Tổng vốn đầu tư: 5,200 tỷ đồng
- Tình trạng: Hoàn thành giải phóng mặt bằng Giai đoạn 1.
- Giá trị ghi nhận trên BCTC cuối năm 2023: 610 tỷ VND.
- Kế hoạch mở bán: kỳ vọng trong năm 2025.

Nguồn: KDH, MBS Research

Trong giai đoạn 2024-2026, 3 dự án Solina, Emeria và Clarita sẽ là động lực tăng trưởng chính. Trong đó dự án Solina đã hoàn thành giải phóng mặt bằng Giai đoạn 1 và được kỳ vọng sẽ mở bán trong năm 2025. 2 dự án Emeria và Clarita là 2 dự án thành phần của cụm dự án Foresta (Dự án Đoàn Nguyên) chủ yếu tập trung vào phân khúc cao cấp với các sản phẩm biệt thự, nhà liền kề, căn hộ tọa lạc tại khu vực Bình Trưng Đông của thành phố Thủ Đức. Cả 2 dự án này đều đã khởi công từ Q4/23 và được kỳ vọng sẽ mở bán vào cuối năm 2024.

Hình 10: Vị trí dự án Emeria và Clarita



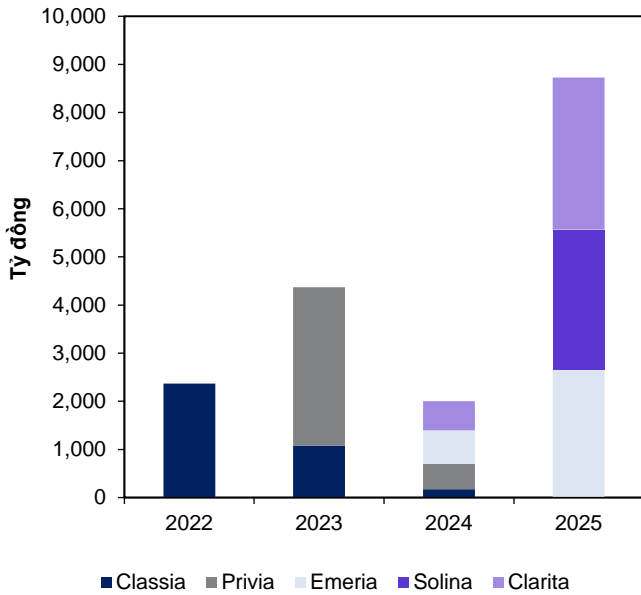
Nguồn: KDH, MBS Research

Cụm dự án này tọa lạc tại ngay mặt tiền đường Võ Chí Công, phường Phú Hữu, thành phố Thủ Đức, TP.HCM. Đây là vị trí tương đối đắc địa, nằm ngay trung tâm của khu vực Đông Sài Gòn, với khả năng kết nối giao thông thuận tiện đến các khu vực trọng điểm của thành phố như Quận 1, Quận 2, Quận 7 (cầu Phú Mỹ) và hưởng lợi từ các dự án cơ sở hạ tầng trong tương lai như đường Liên Phường kết nối với Quận 1 giúp rút ngắn đáng kể thời gian di chuyển của cư dân dự án và sân bay Long Thành thông qua cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây. Việc kết hợp với chủ đầu tư uy tín đến từ nước ngoài là Keppel Land cộng với nguồn cung bị hạn chế trong năm 2024 – Foresta là dự án thấp tầng cao cấp duy nhất trong năm 2024 tại khu Đông thành phố (nguồn cung mới cho cả năm 2024 gồm 3 dự án là Foresta, The Meadow và L'Arcade) – chúng tôi tin rằng dự án sẽ được đón nhận tốt từ phía người mua. Giá bán trên 1 m² đất dự kiến tại hai dự án này có thể gấp 1.5 lần so với dự án The Classia, có thể đạt 250-260 triệu/m². Giá trị ký bán của dự án Emeria trong năm 2024/25 theo dự phóng của chúng tôi lần lượt là 699 tỷ VND/ 2,658 tỷ VND và dự án Clarita là 600 tỷ VND/3,159 tỷ VND.

Trong Q2 và Q3 của năm 2023, KDH đã bán 49% phần vốn trong hai dự án Emeria và Clarita cho nhà phát triển BĐS đến từ Singapore – Keppel Land, để thu về 3,181 tỷ VND. Khoản lãi 1,131 tỷ VND được ghi nhận vào nguồn vốn chủ sở hữu do đây là giao dịch chuyển nhượng một phần lợi ích trong công ty con không mất quyền kiểm soát. Điều này đồng nghĩa phần Lợi ích của cổ đông không kiểm soát trong các năm tới của dự án sẽ tăng mạnh.

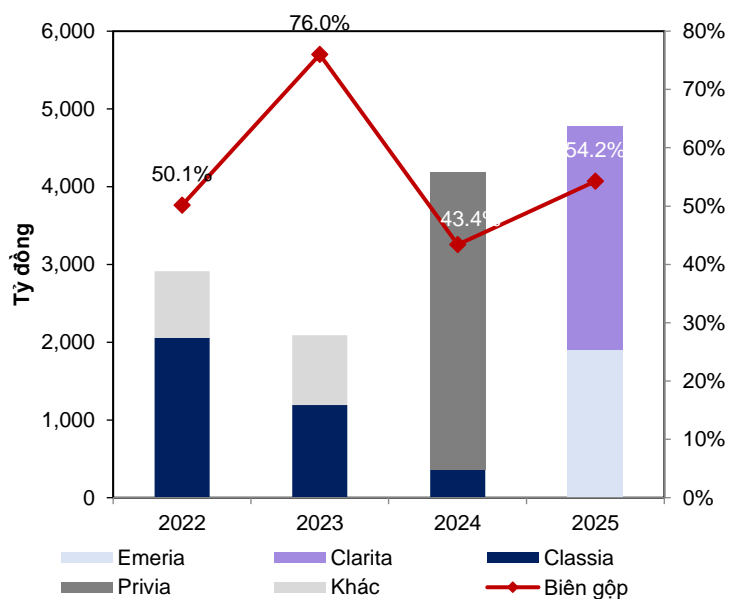
Chúng tôi dự phóng 2 dự án Emeria, Clarita sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu của công ty kể từ năm 2025 với lần lượt 1,901 tỷ VND và 2,870 tỷ VND, lần lượt chiếm 39.8% và 60.2% tổng doanh thu năm 2025.

Hình 11: Dự phóng giá trị ký bán của KDH 2024-2025



Nguồn: KDH, MBS Research

Hình 12: Dự phóng doanh thu mảng BĐS KDH 2024 -2025



Nguồn: KDH, MBS Research

Các đại dự án sẽ là động lực trong dài hạn sau 2026

Dự án	Vị trí	Loại hình	Tỷ lệ sở hữu của KDH	Quy mô (ha)	Tình trạng
Khu dân cư Phong Phú 2	Bình Chánh, TP.HCM	Khu dân cư	100.0%	132.9	Đang thực hiện các thủ tục pháp lý và GPMB Giá trị ghi nhận trên BCTC cuối năm 2023: 1,675 tỷ VND.
KCN Lê Minh Xuân (mở rộng)	Bình Chánh, TP.HCM	Khu công nghiệp	100.0%	109.9	Đã có Chủ trương đầu tư, Quy hoạch 1/500 Giai đoạn 1: đã hoàn thành giải phóng mặt bằng 89ha, đang trong tiến trình đóng tiền sử dụng đất và xin Giấy phép xây dựng 2 Giai đoạn còn lại: 20ha đang trong quá trình giải phóng mặt bằng Giá trị ghi nhận trên BCTC cuối năm 2023: 931 tỷ VND.
KDC Tân Tạo	Bình Tân, TP.HCM	Khu dân cư	100.0%	330.0	Đã có Chủ trương đầu tư, Quy hoạch 1/500 và đang thực hiện công tác GPMB Giá trị ghi nhận trên BCTC cuối năm 2023: 6,353 tỷ VND.

Nguồn: KDH, MBS Research

Hình 13: Kế hoạch phát triển dự án của KDH

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu KDH	Quy mô (ha)	Số sản phẩm	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Sau 2026
Phong Phú 2	Bình Chánh, TP.HCM	N/A	100.0%	132.9	N/A							
Lê Minh Xuân (mở rộng)	Bình Chánh, TP.HCM	Khu công nghiệp	100.0%	109.9	N/A							
KDC Tân Tạo	Bình Tân, TP.HCM	N/A	100.0%	330.0	N/A							
The Solina	Bình Chánh, TP.HCM	Căn hộ, nhà liền kề, biệt thự cao cấp	100.0%	16.4	N/A							
Clarita	Bình Trưng Đông, Thủ Đức	Biệt thự, nhà liền kề	51.0%	5.8	160							
Emeria	Bình Trưng Đông, Thủ Đức	Biệt thự, nhà liền kề, căn hộ	51.0%	6.0	660							
The Privia	Bình Tân, TP.HCM	Căn hộ	100.0%	1.8	1,040							
Classia	Phú Hữu, Thủ Đức	Biệt thự	100.0%	4.3	180							

■ Bán hàng ■ Ghi nhận DT

Nguồn: KDH, MBS Research

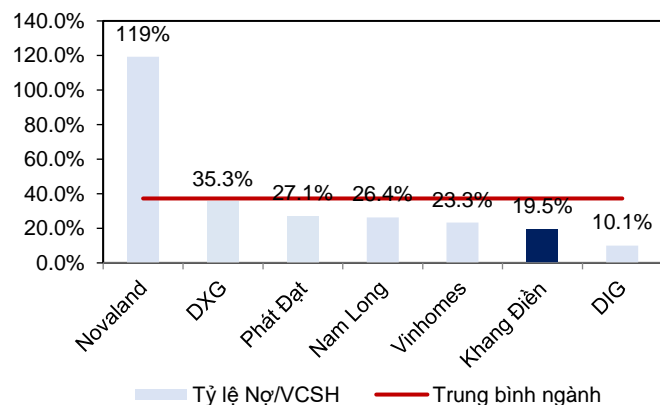
Kế hoạch kinh doanh 2024 khả thi, sức khỏe tài chính được kỳ vọng dần cải thiện

KDH đặt kế hoạch 2024 doanh thu 3,900 tỷ đồng (+87% svck) và LNST là 790 tỷ đồng (+10% svck), chúng tôi cho rằng mục tiêu này là khả thi khi thị trường bất động sản đã có những tín hiệu khả quan và các dự án của doanh nghiệp đều đang được đón nhận nồng nhiệt, giúp doanh nghiệp tiết giảm các chi phí bán hàng và chiết khấu hỗ trợ người mua so với năm 2023.

Tính đến cuối năm 2023, tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH của KDH đạt 19.5%, là một trong số những doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp nhất trong ngành. Vừa qua, KDH cũng đã thông qua phương án phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp với hơn 110 triệu cổ phiếu với giá chào bán là 27,250 đồng/cổ phiếu. Số tiền dự kiến thu được từ đợt chào bán riêng lẻ này dự kiến là khoảng 3,000 tỷ VND, trong đó 300 tỷ VND sẽ được dùng để thanh toán nợ vay và phần còn lại sẽ đầu tư góp vốn cho Công ty TNHH MTV ĐT KT nhà Khang Phúc cũng nhằm để thanh toán các khoản nợ vay tại Ngân hàng. Với phần lợi nhuận 2023, ĐHCĐ đã thông qua phương án cổ tức cổ phiếu với tỷ lệ 10%, tỷ lệ này nhiều khả năng sẽ được giữ nguyên cho năm 2024.

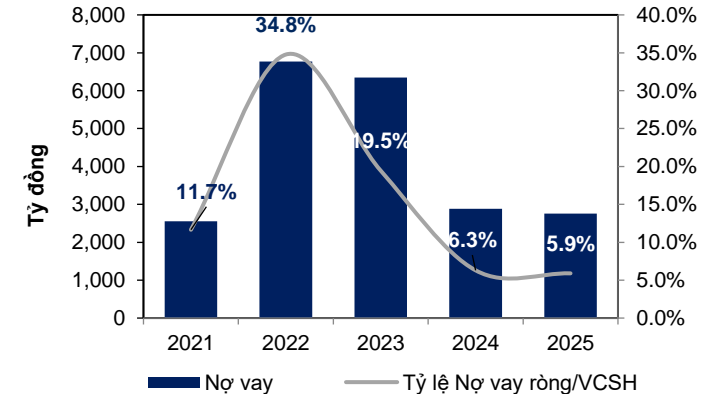
Với việc phát hành cổ phiếu và dòng tiền thu được từ mở bán mới, chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH của KDH sẽ giảm mạnh về còn 6.3% (-13.2 điểm % svck) trong năm 2024 và 5.9% trong năm 2025 (-0.4 điểm % svck).

Hình 14: Tỷ lệ Nợ ròng/VCSH của KDH so với trung bình ngành



Nguồn: KDH, MBS Research

Hình 15: Dự phóng cơ cấu vốn KDH



Nguồn: KDH, MBS Research

Dự báo lợi nhuận ròng có thể đạt mức tăng 12.9%/3.0% svck trong 2024-25

Hình 16: Tóm tắt dự báo KQKD 2024/2025 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2023	2024F	% svck	2025F	%svck	Nhận xét
Giá trị ký bán	4,373	1,999	-54.3%	8,729	336.6%	-Giá trị ký bán của dự án Emeria trong năm 2024/25 theo dự phóng của chúng tôi lần lượt là 699 tỷ VND/2,658 tỷ VND và dự án Clarita là 600 tỷ VND/3,159 tỷ VND.
Doanh thu	2,088	4,249	103.5%	4,832	13.7%	
- Doanh thu thuần từ chuyển nhượng BĐS	2,032	4,191	106.2%	4,770	13.8%	- Doanh thu chủ yếu đến từ bàn giao dự án Privia, chúng tôi dự phóng bàn giao 1,043 căn trong năm 2024, chiếm 91.2% tổng doanh thu. - Dự án Emeria và Clarita được kỳ vọng mở bán vào cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng 2 dự án sẽ đóng góp 4,770 tỷ VND/3,408 tỷ VND trong giai đoạn 2025-2026
- Doanh thu thuần dịch vụ và cho thuê	55	58	5.0%	61	5.0%	
Các khoản giảm trừ doanh thu	79	96	22.1%	65	-31.8%	
Biên lợi nhuận gộp	76.0%	43.4%		54.2%		
- Biên lợi nhuận từ chuyển nhượng BĐS	77.8%	43.9%		54.8%		- Biên lợi nhuận gộp sẽ có sự điều chỉnh giảm 33.9 điểm % do thay đổi cơ cấu sản phẩm bàn giao năm 2024 chủ yếu là các sản phẩm căn hộ cao tầng Privia.
- Biên lợi nhuận gộp dịch vụ và cho thuê	8.5%	10.0%		10.0%		
Lợi nhuận gộp	1,587	1,844	16.2%	2,621	42.1%	
Chi phí bán hàng	162	251	54.8%	285	13.5%	- Các chi phí bán hàng sẽ tăng lên khi các hoạt động bán hàng quay trở lại.
% Chi phí bán hàng	7.8%	5.9%		5.9%		
Chi phí quản trị	205	361	76.6%	338	-6.4%	
% Chi phí quản trị	9.8%	8.5%		7.0%		
Lợi nhuận hoạt động	1,220	1,232	1.0%	1,998	62.2%	
Thu nhập tài chính	50	45	-9.8%	23	-48.9%	
Chi phí tài chính	148	231	56.1%	143	-37.9%	- Tăng lên chủ yếu do các chi phí chiết khấu, hỗ trợ người mua nhà.
LNTT	1,069	1,028	-3.9%	1,866	81.6%	
Thuế TNDN	340	226	-33.4%	411	81.6%	
LNST	730	802	9.9%	1,456	81.6%	
% Biên lợi nhuận sau thuế	34.9%	18.9%		30.1%		
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	14	-6	-144.3%	624		- Phân chia lợi nhuận 2 dự án Emeria và Clarita cho đối tác Keppel (tỷ lệ góp vốn 49.0%).
Lợi nhuận ròng	716	808	12.9%	832	3.0%	

Nguồn: KDH, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Lưu chuyển tiền tệ	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Doanh thu thuần	2,912	2,088	4,249	4,832	LN trước thuế	1,411	1,069	1,028	1,866
Giá vốn hàng bán	(1,452)	(501)	(2,405)	(2,211)	Khấu hao	(255)	(5)	33	34
Lợi nhuận gộp	1,460	1,587	1,844	2,621	Thuế đã nộp	(236)	(805)	(226)	(411)
Chi phí quản lý DN	(219)	(205)	(361)	(338)	Điều chỉnh khác	(565)	(839)	(45)	(23)
Chi phí bán hàng	(175)	(162)	(251)	(285)	Thay đổi VLĐ	(1,401)	(964)	(2,384)	325
LN từ HĐKD	1,065	1,220	1,232	1,998	LCTT từ HĐKD	(1,047)	(1,543)	(1,594)	1,792
Thu nhập lãi	18	50	45	23	Đầu tư TSCĐ	(61)	(194)	(102)	(112)
Chi phí tài chính	(91)	(148)	(231)	(143)	Thu từ nhượng bán TSCĐ	(779)	2,936	-	-
Thu nhập ròng khác	419	(53)	(18)	(11)	LCTT từ đầu tư	(797)	2,813	(57)	(89)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	231	135	3,170	-
LN trước thuế	1,411	1,069	1,028	1,866	Tiền vay ròng nhận được	3,000	(425)	(3,464)	(122)
Thuế TNDN	(328)	(340)	(226)	(411)	Dòng tiền từ HĐTC khác	(0)	(3)	-	-
Lợi nhuận sau thuế	1,082	730	802	1,456	Cổ tức cho CSH	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	(21)	14	(6)	624	LCTT từ hoạt động TC	3,231	(293)	(294)	(122)
Lợi nhuận ròng	1,103	716	808	832	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,365	2,753	3,730	1,784
					LC tiền thuần trong năm	1,387	977	(1,945)	1,581
					Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,753	3,730	1,784	3,366
Bảng cân đối kế toán	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Các chỉ số cơ bản	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tiền và tương đương tiền	2,753	3,730	1,784	3,366	Tăng trưởng DTT	-22.1%	-28.3%	103.5%	13.7%
Đầu tư ngắn hạn	43	9	9	9	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-10.2%	-32.6%	9.9%	81.6%
Phải thu khách hàng	5,208	1,831	3,560	3,395	Tăng trưởng EBT	-8.4%	-24.2%	-3.9%	81.6%
Hàng tồn kho	12,453	18,787	18,885	22,662	Tăng trưởng LN ròng	-8.3%	-35.1%	12.9%	3.0%
Tài sản ngắn hạn khác	49	381	400	420					
Tổng tài sản ngắn hạn	20,506	24,737	24,638	29,852	Biên LN gộp	50.1%	76.0%	43.4%	54.2%
Phải thu dài hạn	73	76	76	76	Biên LN ròng	37.9%	34.3%	19.0%	17.2%
Tài sản cố định	81	81	72	61	ROAE	10.1%	5.7%	5.2%	4.7%
Xây dựng cơ bản dở dang	750	933	1,026	1,128	ROAA	6.0%	3.0%	3.0%	5.0%
BĐS đầu tư	102	131	116	102					
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Vòng quay tài sản	0.1	0.1	0.2	0.1
Đầu tư vào công ty LD,LK	-	-	-	-	Tổng nợ vay/VCSH	40.9%	14.8%	13.2%	7.5%
Đầu tư dài hạn khác	14	-	-	-	Nợ vay ròng/VCSH	23.1%	-4.3%	4.7%	-7.4%
Lợi thế thương mại	0	-	-	-	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	13.6%	-3.2%	3.0%	-2.6%
Tổng tài sản dài hạn	1,033	1,744	1,483	2,653					
Tổng tài sản	21,539	26,481	26,121	32,505	Số ngày phải thu	67.5	41.8	9.5	12.0
					Số ngày tồn kho	2,536.4	11,376.9	2,858.6	3,429.8
Vay & nợ ngắn hạn	6,771	6,346	2,882	2,760	Số ngày phải trả tiền bán	33.1	73.2	40.5	70.1
Phải trả người bán	109	92	442	407					
Phải trả ngắn hạn khác	734	736	736	736	Khả năng thanh toán ngắn hạn	5.9	4.6	5.7	3.2
Tổng nợ ngắn hạn	3,503	5,346	4,330	9,250	Khả năng thanh toán nhanh	2.3	1.1	1.3	0.8
Vay & nợ dài hạn	5,576	4,901	1,582	1,590	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.8	0.7	0.4	0.4
Các khoản phải trả khác	666	711	715	716					
Tổng Nợ dài hạn	6,242	5,612	2,296	2,306					
Tổng nợ	9,745	10,958	6,627	11,555					
Vốn điều lệ	7,168	7,993	9,993	9,993					
Thặng dư vốn cổ phần	1,312	1,339	3,308	3,308					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
LN giữ lại	2,780	3,766	3,775	4,607					
Các quỹ thuộc VCSH	(0)	(0)	(0)	(0)					
Vốn chủ sở hữu	11,557	13,451	17,429	18,261					
Lợi ích cổ đông thiểu số	237	2,072	2,066	2,690					
Tổng vốn chủ sở hữu	11,795	15,523	19,495	20,950					
Tổng nợ và VCSH	21,539	26,481	26,121	32,505					

Nguồn: KDH, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Lê Minh Anh

Nghiêm Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Lan Phương

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản – KCN - VLXD

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Nguyễn Minh Trí

Công nghệ - hóa chất

Nguyễn Đức Hào

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly