

CTCP Đầu tư & Kinh doanh Nhà Khang Điền - KDH

KHẢ QUAN

Các nút thắt dần được tháo gỡ kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng

Giá mục tiêu (12T)

Bất động sản | **CẬP NHẬT**

VND39.400

Consensus*: Mua:6 Giữ:5 Bán:0

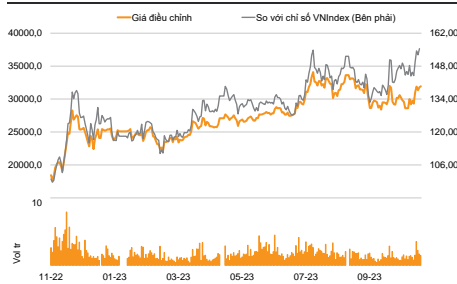
Giá mục tiêu / Consensus: -0,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh LN ròng năm 2024 tăng 20,1% so với dự phóng trước.
- Điều chỉnh giá mục tiêu tăng 31,3%.

Khuyến nghị cũ	Trung lập
Giá mục tiêu cũ	VND30.000
Giá thị trường	VND31.800
Cao nhất 52 tuần (VND)	34.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16.409
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)	1.9
Thị giá vốn (triệu USD)	1.042,4
Free float	56,0%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
P/E trượt (x)	32,4
P/B hiện tại (x)	1,77

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH Đầu tư Tiên Lộc	11,0%
Công ty TNHH Đầu tư Gam Ma	8,8%
Cty TNHH ĐT Thương Mại Á Âu	8,5%
Khác	71,7%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Trung Kiên

kien.trantrung@vndirect.com.vn

- Chúng tôi nâng khuyến nghị từ Trung lập lên Khả quan với tiềm năng tăng giá 23,1% và tỷ suất cổ tức 0,0%. Chúng tôi đã nâng giá mục tiêu lên 31,3% trong khi đó giá cổ phiếu tăng 28,3% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thay đổi của chúng tôi chủ yếu do điều chỉnh giả định WACC và giá mở bán của các dự án cao hơn kỳ vọng của chúng tôi.
- P/B hiện tại ở mức 1,7x trên mức trung bình ngành nhưng vẫn thấp hơn so với dự phóng trong 2023-2024.

Điểm nhấn tài chính

- Lợi nhuận ròng (LNR) 9T23 đã giảm 33,4% svck còn 655 tỷ đồng (26,9 triệu USD) do thu hẹp hoạt động bàn giao, tuy nhiên kết quả kinh doanh vẫn theo sát dự phóng LN ròng là 856 tỷ đồng (35,1 triệu USD) của chúng tôi.
- Hàng tồn kho (HTK) tăng 32,4% trong Q3/23 lên 17.152 tỷ đồng (703,6 triệu USD) phần lớn đến từ dự án Tân Tạo và dự án The Clarita (dự án Bình Trưng Đông mở rộng) do hoạt động đền bù và giải phóng mặt bằng.
- Chúng tôi kỳ vọng LNR lần lượt tăng trưởng -22,5/+59,2 svck trong giai đoạn 2023-24.

Luận điểm đầu tư

Doanh thu 2024 tăng trưởng ấn tượng nhờ hoạt động bàn giao mạnh mẽ

DT 9T23 giảm nhẹ 3,3% svck còn 1.616 tỷ đồng (66,7 triệu USD) do KDH chỉ tập trung phát triển một vài dự án trọng điểm trong giai đoạn kinh tế nhiều biến động. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu 2024 của KDH sẽ tăng mạnh 105,5% svck lên 4.578 tỷ đồng (187,7 triệu USD), nhờ vào doanh thu ghi nhận từ bàn giao dự án Privia (mở bán vào T11/23 và dự kiến bàn giao vào Q4/24), và dự án Clarita (đã xây dựng vào T10/23 dự kiến bàn giao vào Q4/24).

Các nút thắt dần được tháo gỡ nhưng vẫn cần thận trọng

Chúng tôi nhận thấy nhiều yếu tố tích cực tác động lên triển vọng ngành trong 2024: 1) Mặt bằng lãi giảm kích thích nhu cầu của người mua nhà và các DN phát triển BĐS; 2) Các cơ quan chức năng đang quyết liệt tháo gỡ nút thắt pháp lý của hàng loạt dự án BĐS; 3) Các DN BĐS tích cực tái cấu trúc nguồn vốn bằng cách giảm nợ vay và tăng cường hợp tác với các đối tác lớn có uy tín.

Chúng tôi nâng dự phóng LN 2024 nhờ xu hướng vĩ mô được cải thiện

Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất hạ cùng với các nút thắt pháp lý đang được tháo gỡ một cách quyết liệt sẽ hỗ trợ các đợt mở bán mới của KDH. Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ mở bán dự án căn hộ phân khúc trung cấp The Privia với tỷ lệ hấp thụ đạt 60-70% trong 2023, và dự án The Clarita trong năm 2024 sẽ mang tới giá trị ký bán giai đoạn 2023-24 tăng trưởng ấn tượng lần lượt tăng 44,3%/16,0% svck.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.738	2.912	2.228	4.578
Tăng trưởng DT thuần	(17,5%)	(22,1%)	(23,5%)	105,5%
Biên lợi nhuận gộp	48,0%	47,6%	61,2%	47,4%
Biên EBITDA	41,3%	57,2%	47,2%	37,1%
LN ròng (tỷ)	1.202	1.105	856	1.362
Tăng trưởng LN ròng	4,3%	(8,1%)	(22,5%)	59,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(1,1%)	22,0%	(22,5%)	59,2%
EPS cơ bản	2.078	1.718	1.194	1.900
EPS điều chỉnh	1.565	1.718	1.194	1.900
BVPS	17.602	17.975	17.203	19.104
ROAE	15,0%	13,8%	10,7%	17,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD Q3/23 và 9T23: Thận trọng trước những khó khăn

Hình 1: So sánh KQKD Q3/23 và 9T23

(Tỷ đồng)	3Q/23	% svck	9T23	% svck	9T22 / 2022	% sv. dự phóng 2023
Doanh thu thuần	616	-23,5%	1.626	-3,4%	57,6%	72,9%
_ Doanh thu từ bán giao nhà	593	-24,9%	1.570	-4,0%	57,3%	72,6%
_ Doanh thu từ cung cấp dịch vụ	22	68,2%	48	21,1%	68,9%	86,4%
_ Doanh thu từ cho thuê	1	-56,5%	8	63,8%	178,2%	69,2%
LN gộp	433	-15,1%	1.281	18,1%	74,3%	93,9%
Chi phí BH&QLDN	(120)	28,2%	257	15,2%	56,7%	110,4%
LN tài chính	(55)	-11,2%	(54)	-22,9%	59,9%	283,8%
LNTT	226	-47,1%	956	-22,2%	87,1%	88,5%
LN ròng	208	-34,2%	655	-33,4%	90,9%	76,5%
Biên LN gộp	70,2%	-6,9% điểm %	78,9%	14,4 điểm %		
Biên LN ròng	33,7%	-10,1 điểm %	40,3%	-18,2 điểm %		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu Q3/23 giảm do KDH chỉ tập trung vào một số dự án chính

Doanh thu Q3/23 của KDH giảm 23,5% svck xuống còn 616,4 tỷ đồng (25,3 triệu USD) do KDH thu hẹp danh mục phát triển các dự án và chủ yếu tập trung vào một số dự án trọng điểm. Dự án Classia đã hoàn thành việc xây dựng và cơ sở hạ tầng của tất cả 176 căn nhà phố và bàn giao 132 căn vào cuối Q3/23, với tỷ lệ hấp thụ đạt 92%. Dự án Privia gồm 3 block cung cấp 1.043 căn hộ đang được triển khai xây dựng: Block A đã xây dựng đến tầng 16, Block B đến tầng 18 và Block C đến tầng 21; dự án sẽ được mở bán vào 11/2023 và dự kiến bàn giao vào Q4/24.

Tuy nhiên doanh thu 9T23 vẫn phù hợp với dự báo của chúng tôi

Trong 9T23, KDH ghi nhận doanh thu đạt 1.626 tỷ đồng (66,2 triệu USD) (chỉ giảm 3,3% svck) chủ yếu từ việc bàn giao dự án Classia (khoảng 50 căn – phân khúc nhà phố), hoàn thành 73,0% dự phóng lợi nhuận của chúng tôi cho năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động bàn giao dự án Classia và phần còn lại của các dự án khác trong Q4/23 sẽ giúp hoàn thành dự báo doanh thu năm 2023 của chúng tôi.

Biên LN gộp đã cải thiện, tuy nhiên biên LN ròng bị ảnh hưởng đáng kể do chi phí tài chính tăng cao và sự thiếu hụt của khoản thu nhập bất thường

Sản phẩm được bàn giao trong 9T23 chủ yếu ở phân khúc nhà phố (khoảng 50 căn) từ dự án Classia với giá trung bình từ 18 tỷ đồng – 50 tỷ đồng/căn (0,7 triệu USD – 2,0 triệu USD). Dự án Classia đóng góp hơn 90% vào doanh thu 9T23 của KDH và có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn các dự án khác. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp 9T23 đã cải thiện đáng kể lên 78,9%, (+14,4 điểm % svck). Tuy nhiên, chi phí tài chính 9T23 tăng 67,0% yoy lên 87 tỷ đồng (3,6 triệu USD) và thu nhập khác giảm mạnh chỉ còn 41 tỷ đồng (1,7 triệu USD - 91,4% svck) do thiếu khoản thu nhập bất thường. Vì vậy, KDH ghi nhận biên lợi nhuận ròng giảm đáng kể xuống 40,3% trong 9T23 (-18,2 điểm % svck). Lợi nhuận ròng 9T23 giảm 33,4% svck nhưng vẫn hoàn thành dự báo LNR cả năm của chúng tôi là 856 tỷ đồng (34,8 triệu USD).

Động lực tăng trưởng chính giai đoạn 2023-24 đến từ dự án The Classia và dự án The Privia

Chúng tôi tin rằng lợi nhuận của KDH sẽ duy trì ổn định từ Q4/23 trở đi nhờ việc bàn giao phần còn lại của dự án Classia (44 căn nhà phố) cũng như kế hoạch bàn giao dự án trọng điểm Privia trong năm 2024. Mặt khác, lãi suất giảm và tổng nợ vay của KDH giảm đáng kể 26,4% so với đầu năm xuống còn 4.984 tỷ đồng (202,9 triệu USD) sẽ giúp lợi nhuận được cải thiện.

Triển vọng 2023-25: Năm 2024 kỳ vọng tăng trưởng ấn tượng nhờ mức nền thấp của năm 2023

Điều chỉnh dự phóng KQKD cho giai đoạn 2023-25

Hình 2: LN gộp 2024 sẽ cải thiện tốt hơn nhờ giá bán thực tế của dự án Privia vượt kỳ vọng của chúng tôi.

(tỷ đồng)	Mới		Cũ		Thay đổi		Dự phóng mới 2024	Lưu ý
	2023	2024	2023	2024	2023	2024		
Doanh thu thuần	2.228	4.578	2.228	4.275	0,0%	7,1%	4.356	Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu bàn giao nhà 2024 nhờ giá bán thực tế của dự án Privia cao hơn giá định.
Lợi nhuận gộp	1.363	2.171	1.363	1.869	0,0%	16,2%	2.303	
Biên LN gộp	61,2%	47,4%	61,2%	43,7%	-	3,7 điểm %	52,9%	Biên LN gộp 2024 giảm 13,8 điểm % do sản phẩm bàn giao chủ yếu thuộc phân khúc trung cấp (dự án Privia) khi so với năm 2023, phần lớn sản phẩm bàn giao là nhà phố (dự án Classia), có tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn. Sự phục hồi của biên LN gộp trong năm 2025 được thúc đẩy bởi các hoạt động bàn giao phân khúc thấp tăng với biên LN gộp tốt hơn (dự án Clarita, Solina).
Chi phí BH&QLDN	(232)	(392)	(232)	(380)	0,0%	3,2%	(437)	
LN từ HĐKD	1.131	1.779	1.131	1.489	0,0%	19,5%	1.866	
Thu nhập khác	40	42	40	42	0,0%	0,0%	44	
LNTT	1.080	1.730	1.080	1.437	0,0%	20,4%	1.799	
Lợi nhuận ròng	856	1.362	856	1.134	0,0%	20,1%	1.416	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

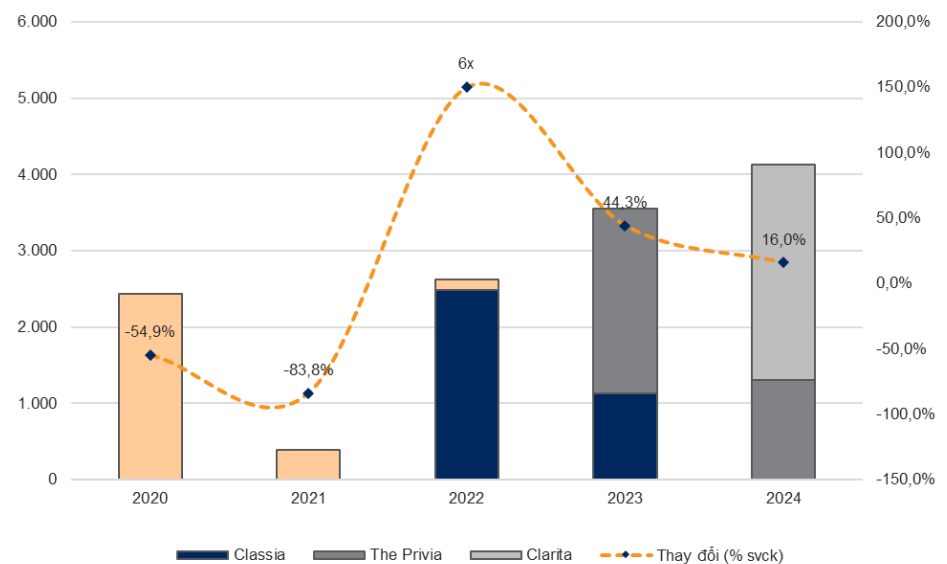
Giá trị ký bán tăng trưởng tốt nhờ sản phẩm phù hợp với khách hàng

Chúng tôi nhận thấy nhiều yếu tố tích cực tác động lên triển vọng ngành 2024: 1) Mặt bằng lãi suất điều chỉnh giảm kích thích nhu cầu của người mua nhà và các DN phát triển BĐS; 2) các cơ quan quản lý đang tích cực giải quyết các dự án vướng thủ tục pháp lý trong bối cảnh nguồn cung mới tại TP.HCM giảm đáng kể 57,2% svck xuống còn khoảng 7.700 căn trong khi thủ tục pháp lý phê duyệt dự án xây dựng mới bị trì hoãn, các DN phát triển BĐS gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn, và vấn đề mất cân đối cung cầu nhà ở; 3) Các DN BĐS tích cực tái cấu trúc nguồn vốn bằng cách giảm nợ vay và tăng cường hợp tác với các đối tác lớn có uy tín.

Chúng tôi tin rằng doanh số ký bán của KDH sẽ tăng trưởng mạnh mẽ và ít chịu ảnh hưởng bởi những khó khăn còn tồn đọng của thị trường hơn so với các DN cùng ngành nhờ sản phẩm đáp ứng nhu cầu thực sự của người mua nhà, pháp lý dự án minh bạch và sản phẩm đã tạo được uy tín trên thị trường. KDH hiện có ba dự án trọng điểm đã có được giấy phép xây dựng, bao gồm The Privia (cung cấp 1.043 căn hộ trung cấp, đang xây dựng) và The Clarita (cung cấp 159 căn hộ thấp tầng, đã hoàn tất thủ tục đền bù) và The Solina giai đoạn 1 (500 căn thấp tầng, đã hoàn tất thủ tục đền bù).

Mặt bằng lãi suất hạ nhiều cùng với các nút thắt pháp lý đang được tháo gỡ một cách quyết liệt kỳ vọng giúp các đợt mở bán mới của KDH sẽ đạt kỳ vọng. Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ mở bán dự án căn hộ phân khúc trung cấp The Privia với tỷ lệ hấp thụ đạt 60-70% trong 2023, và dự án The Clarita trong năm 2024 sẽ mang tới giá trị ký bán giai đoạn 2023-24 tăng trưởng ấn tượng lần lượt tăng 44,3%/16,0% svck.

Hình 3: Chúng tôi dự phóng giá trị ký bán giai đoạn 2023-24 lần lượt tăng 44,3%/16,0% svck nhờ ba dự án mới được mở bán (Tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Kế hoạch phát triển dự án

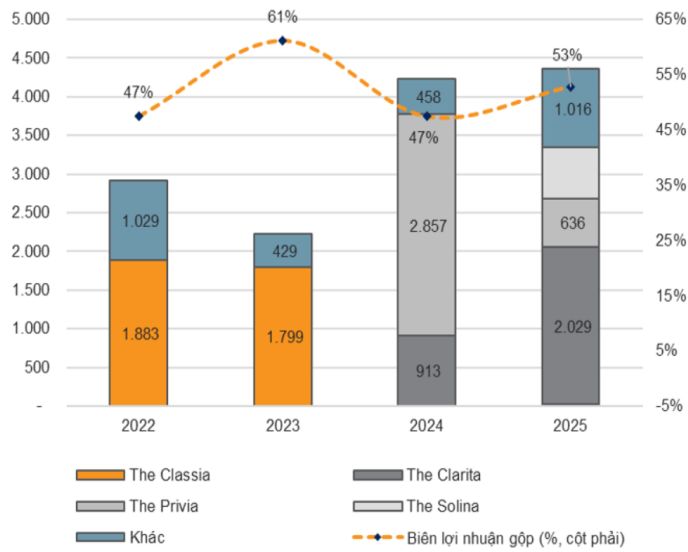
Dự án	Vị trí	Loại hình	Tỷ lệ sở hữu của KDH	Diện tích (ha)	Ước tính biên LN gộp	Kế hoạch thực hiện*					
						2021	2022	2023	2024	2025	Từ 2026
Classia	TP. Thủ Đức	Thấp tầng	100%	4,3	65%						
Privia	Bình Tân, TP. HCM	Căn hộ	100%	1,8	45%						
Clarita	TP. Thủ Đức	Thấp tầng	51%	5,8	52%						
Emeria	TP. Thủ Đức	Thấp tầng, căn hộ	51%	6,0	48%						
Solina	Bình Chánh, TP. HCM	Khu đô thị	100%	16,4	63%						
Lê Minh Xuân	Bình Chánh, TP. HCM	Khu công nghiệp	100%	109,9	63%						
Tân Tạo	Bình Tân, TP. HCM	Khu đô thị	100%	330,0	64%						
Green Village	Bình Chánh, TP. HCM	Khu đô thị	100%	132,9	59%						

(* Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xám. Kế hoạch phát triển chi tiết không được thông báo bởi công ty.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

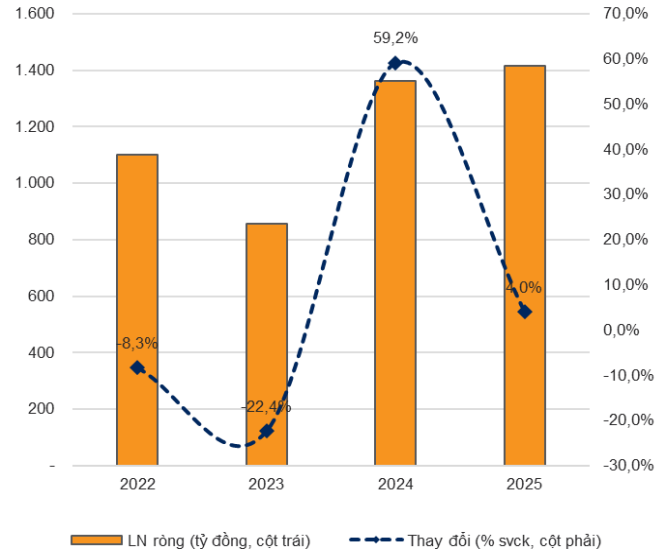
Chúng tôi ước tính doanh thu 2023 của KDH giảm 23,5% svck xuống còn 2.228 tỷ đồng (91,4 triệu USD), với biên LN gộp tăng 13,7 điểm % svck lên 61,2% nhờ bàn giao dự án thấp tầng Classia. Biên lợi nhuận gộp sẽ thu hẹp trong năm 2024 và giảm xuống còn 47,4%, giảm 13,8 điểm % do sản phẩm bàn giao ở phân khúc trung cấp với biên lợi nhuận gộp thấp hơn (dự án The Privia), chiếm 67,6% doanh thu năm 2024. Lợi nhuận ròng giai đoạn 2024-25 lấy lại mốc hơn 1.000 tỷ đồng với mức tăng lần lượt đạt +59,2% svck/+4,0% svck nhờ doanh thu ký bán giai đoạn 2023-24 từ dự án The Privia, dự án The Clarita.

Hình 5: Dự báo doanh thu 2024 giảm 23,5% svck với biên LN gộp tăng đáng kể nhờ bàn giao dự án thấp tầng The Classia (tỷ đồng)...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: ... từ đó LN ròng 2023 giảm 22,4% svck do thiếu các khoản thu nhập bất thường (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nâng khuyến nghị từ Trung lập lên Khả quan với giá mục tiêu 39.400 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 39.400 đồng/cổ phiếu bởi:

1) Phản ánh chi phí vốn đã điều chỉnh giảm đáng kể so với lần cập nhật trước. Chúng tôi áp dụng giả định WACC thấp hơn là 13,6% (từ 14,8% trong báo cáo cập nhật trước), với lãi suất phi rủi ro Rf là 2,7% (lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ Việt Nam tính đến ngày 30 tháng 9 năm 2023) và phần bù rủi ro thị trường Rm là 9,6% (theo điều chỉnh từ NYU Stern).

2) Giá bán thực tế của dự án The Privia cao hơn 14,3% so với giả định trong báo cáo cập nhật trước.

Hình 7: Định giá (tỷ đồng)

Tên dự án	Giá trị hợp lý Q4/22	Giá trị hợp lý Q2/23	Giá trị hợp lý Q3/23	Phương pháp	Lưu ý
Tân Tạo	9.887	10.847	11.972	DCF	
The Solina	2.077	2.183	2.258	DCF	
Green Village	4.703	4.980	5.151	DCF	
The Clarita	1.322	1.635	3.318	DCF	Vào tháng 6/23, Keppel Land đã mua lại 49% cổ phần trong dự án The Clarita để cùng hợp tác phát triển với KDH, dự kiến mở bán vào nửa cuối năm 2024.
The Emeria	3.258	3.344	3.369	DCF	Vào tháng 6/23, Keppel Land đã mua lại 49% cổ phần trong dự án The Emeria để cùng hợp tác phát triển với KDH, dự kiến mở bán vào nửa cuối năm 2025.
The Classia	1.292	1.286	1.133	DCF	
KCN Lê Minh Xuân	1.417	1.669	1.757	DCF	
The Privia	1.302	1.874	2.224	DCF	Điều chỉnh tăng nhờ giá bán thực tế của dự án cao hơn 14.3% so với giá định.
Khác	895	499	1.660	BV	
Tổng	22.895	28.317	32.842		Hàng tồn kho tăng trong Q3/23 phần lớn đến từ dự án Tân Tạo và dự án Clarita do hoạt động đền bù và giải phóng mặt bằng.
Cộng:					
Tiền và tương đương tiền	2.752	2.022	2.334		
Tài sản khác	5.945	6.984	3.203		
Trừ:					
Nợ vay	6.771	5.803	4.984		
Nợ phải trả khác	3.067	3.701	3.105		
Lợi ích cổ đông thiểu số	237	1.288	2.074		
RNAV	21.516	26.833	28.216		
Số lượng CPDLH (triệu CP)	717	717	717		
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	30.000	37.400	39.400		Tương đương với P/B 2,1 lần với giá mục tiêu được đưa ra.
Giá định WACC					
Phân bù rủi ro thị trường (Rm)	11,0%	10,0%	9,6%		
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	4,0%	3,0%	2,7%		
Beta	1,3	1,3	1,3		
Chi phí VCSH	18,3%	16,0%	15,2%		
Chi phí nợ vay	11,0%	11,0%	11,0%		
Tỷ trọng nợ vay	36,7%	30,1%	24,5%		
Tỷ trọng VCSH	63,3%	69,9%	75,5%		
WACC	14,8%	13,8%	13,6%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nâng khuyến nghị từ Trung lập lên Khả quan

Chúng tôi ưu thích KDH vì:

- Chúng tôi ưu thích KDH nhờ quy mô, năng lực tài chính, quỹ đất lớn có vị trí tiềm năng tại TP.HCM (gồm khoảng 606ha đất khu dân cư và 110ha đất cho khu công nghiệp tính đến cuối Q3/23) cũng như tính minh bạch về mặt pháp lý. Chúng tôi cho rằng những yếu tố này giúp KDH nắm bắt tốt nhu cầu sử dụng BĐS như nơi “trú ẩn” lạm phát;
- KDH sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp, phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu sử dụng thực của người dân;

Cấu trúc tài chính của KDH đã được củng cố đáng kể so với đầu năm, với tổng nợ vay giảm 26,4% so với đầu năm xuống còn 4.984 tỷ đồng (204,4 triệu USD) nhằm duy trì sức khỏe tài chính lành mạnh trong bối cảnh thị trường còn nhiều thách thức. Ngoài ra, KDH đã hợp tác với Keppel Land để phát triển hai dự án trọng điểm tại TP Thủ Đức là dự án The Clarita và dự án The Emeria, với mức tổng đầu tư của Keppel là 3.180 tỷ đồng để mua 49% cổ phần của cả hai dự án, tương đương 47,6% giá trị hợp lý của hai dự án theo mô hình định giá DCF của chúng tôi. Điều này không chỉ cung cấp nguồn vốn cho KDH phát triển các dự án mà còn đảm bảo các dự án được phát triển toàn diện cùng với tập đoàn có tên tuổi, mà còn giúp KDH giảm thiểu rủi ro của việc phát triển dự án độc lập.

Tiềm năng tăng giá đến từ việc các cơ quan quản lý vào cuộc quyết liệt hơn nhằm giải quyết các nút thắt trong lĩnh vực BĐS nhà ở, qua đó giúp tâm lý thị trường chung được cải thiện. Rủi ro giảm giá: 1) tiến độ bàn giao, cấp phép xây dựng và cấp phép mở bán mới chậm hơn dự kiến; 2) Sức hấp thụ của các đợt mở bán mới của KDH chưa đạt kỳ vọng.

Hình 8: So sánh các DN cùng ngành BĐS nhà ở (tỷ đồng)

Công ty	Mã	Giá	Giá	Khuyến	Vốn	P/E (lần)			P/B (lần)			EPS 3 năm		ROE (%)		Nợ ròng/VCSH tại Q3/23 (%)
		hiện tại	mục tiêu			Tr. USD	Trượt 12T	2023	2024	Hiện tại	2023	2024	Tăng trưởng kép	2023	2024	
BĐS nhà ở, nghỉ dưỡng																
Vinhomes	VHM VN	41.350	90.000	Khả quan	7.384	4,3	5,2	5,3	1,0	1,0	0,9	(0,4)	20,7	18,3	19,7	
Novaland	NVL VN	15.750	KKN	KKN	1.260	N/A	N/A	N/A	0,8	0,9	0,9	11,2	(3,8)	(0,7)	126,4	
Phát Đạt	PDR VN	26.400	KKN	KKN	727	145,2	N/A	N/A	2,1	N/A	N/A	38,7	N/A	N/A	38,2	
Nam Long	NLG VN	37.000	39.850	Khả quan	583	22,7	25,9	15,0	1,6	1,5	1,5	(16,1)	6,6	9,1	16,4	
Đất Xanh	DXG VN	20.150	12.700	N/A	504	N/A	73,2	39,1	1,3	1,3	1,2	53,1	6,2	9,6	33,8	
Đầu tư phát triển xây dựng	DIG VN	25.000	KKN	KKN	625	148,9	N/A	N/A	2,0	N/A	N/A	0,1	2,6	N/A	30,5	
An Gia	AGG VN	26.000	KKN	KKN	133	N.a	N/A	N/A	1,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	36,5	
<i>Trung bình</i>						<i>80,3</i>	<i>34,8</i>	<i>19,8</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>	<i>14,4</i>	<i>6,5</i>	<i>9,1</i>	<i>43,1</i>	
<i>Trung vị</i>						<i>84,0</i>	<i>25,9</i>	<i>15,0</i>	<i>1,3</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>	<i>5,7</i>	<i>6,2</i>	<i>9,4</i>	<i>33,8</i>	
Khang Điền	KDH VN	31.800	39.400	Khả quan	1.042	32,4	24,6	24,9	1,8	1,7	1,7	(6,9)	10,7	17,0	17,3	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Các dự án trọng điểm KDH dự kiến triển khai giai đoạn 2024-25

Hình 9: Dự án Classia – Đã hoàn thành xây dựng 176 căn nhà phố và đã bàn giao 132 căn tính đến cuối Q3/23, với tỷ lệ hấp thụ đạt 92%.



- Vị trí: TP. Thủ Đức
- Tổng diện tích: 4,3ha
- Mật độ xây dựng: 36%
- Số sản phẩm: 176 sản phẩm thấp tầng
- Sản phẩm chính: Nhà phố / Biệt thự
- Tổng giá trị phát triển (GDV): 3.650 tỷ đồng
- Thời gian mở bán: từ Q3/22, tỷ lệ hấp thụ hơn 90%
- Thời gian bàn giao: Q3/22 - Q1/2024

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Dự án The Privia – Gồm 3 block đang thực hiện xây dựng: Block A đang xây dựng tầng 16, Block B đang xây dựng tầng 18, Block C đang xây dựng tầng 21.



- Vị trí: Bình Tân, TP. HCM
- Tổng diện tích: 1,8ha
- Mật độ xây dựng: 30%
- Số sản phẩm: 1.043 căn hộ phân khúc trung cấp
- Sản phẩm chính: Căn hộ
- Tổng GDV: 3.300 tỷ đồng
- Thời gian mở bán dự kiến: Tháng 11/2023
- Thời gian bàn giao dự kiến: Q4/24

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Dự án The Clarita – Đã bắt đầu xây dựng vào tháng 10/2023.



- Vị trí: TP. Thủ Đức
- Tổng diện tích: 5,8ha
- Số sản phẩm: 159 căn thấp tầng
- Sản phẩm chính: Nhà phố / Biệt thự
- GDV: 3.241 tỷ đồng
- Thời gian mở bán dự kiến: Q3/24
- Thời gian bàn giao dự kiến: nửa cuối 2024 - 2025

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Dự án The Emeria – Đã hoàn thành quy trình đền bù và giải phóng mặt bằng, kỳ vọng bắt đầu xây dựng vào Q1/25.



- Vị trí: TP. Thủ Đức
- Tổng diện tích: 6,0ha
- Sản phẩm chính: Nhà phố / Căn hộ
- Thời gian mở bán dự kiến: nửa cuối 2025
- Thời gian bàn giao dự kiến: nửa cuối 2025 - 2026

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

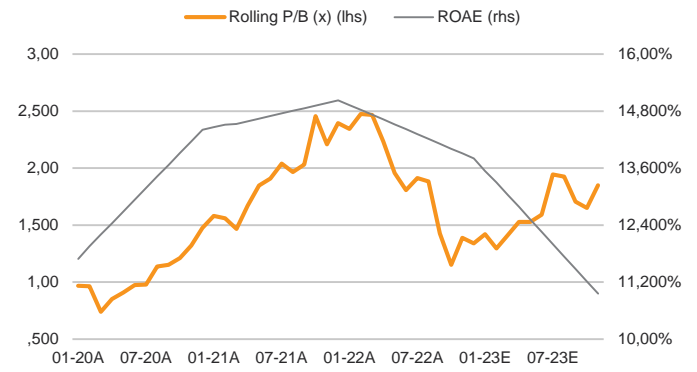
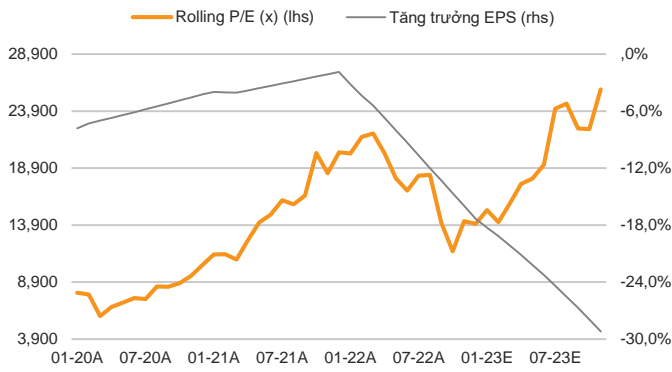
Hình 13: Dự án The Solina – Kỳ vọng hoàn thành tất cả thủ tục pháp lý và bắt đầu xây dựng vào nửa đầu 2025.



- Vị trí: Bình Chánh, TP. HCM
- Tổng diện tích: 16,4ha
- Sản phẩm chính: Căn hộ / Biệt thự / Nhà phố
- Thời gian mở bán dự kiến: nửa cuối 2025
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2025-2026

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	2.912	2.228	4.578
Giá vốn hàng bán	(1.526)	(865)	(2.407)
Chi phí quản lý DN	(220)	(155)	(190)
Chi phí bán hàng	(103)	(78)	(202)
LN hoạt động thuần	1.062	1.131	1.779
EBITDA thuần	1.317	1.102	1.749
Chi phí khấu hao	(255)	29	30
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.062	1.131	1.779
Thu nhập lãi	18	42	42
Chi phí tài chính	(82)	(61)	(60)
Thu nhập ròng khác	412	(31)	(31)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.411	1.080	1.730
Thuế	(327)	(223)	(365)
Lợi ích cổ đông thiểu số	21	(2)	(2)
LN ròng	1.105	856	1.362
Thu nhập trên vốn	1.105	856	1.362
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	1.105	856	1.362

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	2.752	2.830	1.579
Đầu tư ngắn hạn	44	44	44
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.303	2.330	3.521
Hàng tồn kho	12.441	16.862	18.892
Các tài sản ngắn hạn khác	61	65	68
Tổng tài sản ngắn hạn	20.601	22.131	24.103
Tài sản cố định	830	896	969
Tổng đầu tư	14	14	14
Tài sản dài hạn khác	186	176	165
Tổng tài sản	21.632	23.217	25.252
Vay & nợ ngắn hạn	1.028	439	395
Phải trả người bán	108	61	171
Nợ ngắn hạn khác	2.290	2.339	2.645
Tổng nợ ngắn hạn	3.427	2.839	3.211
Vay & nợ dài hạn	5.743	4.704	5.000
Các khoản phải trả khác	668	1.267	1.271
Vốn điều lệ và	7.168	7.168	7.168
LN giữ lại	2.779	3.635	4.997
Vốn chủ sở hữu	11.557	12.332	13.694
Lợi ích cổ đông thiểu số	237	2.074	2.076
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	21.632	23.217	25.252

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	1.411	1.080	1.730
Khấu hao	(255)	29	30
Thuế đã nộp	(246)	(223)	(365)
Các khoản điều chỉnh khác	(571)	(42)	(42)
Thay đổi VLD	(2.160)	903	(2.806)
LC tiền thuần HKĐK	(1.822)	1.748	(1.454)
Đầu tư TSCĐ	(63)	(83)	(91)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	43	42	42
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(20)	(42)	(49)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	230	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	4.209	0	252
Dòng tiền từ HĐTC khác	(1.208)	(1.628)	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	3.230	(1.628)	252
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.365	2.752	2.830
LC tiền thuần trong năm	1.389	79	(1.252)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.754	2.831	1.579

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	37,9%	38,4%	29,8%
Vòng quay TS	0,21	0,16	0,33
ROAA	7,9%	6,1%	9,7%
Đòn bẩy tài chính	1,75	1,75	1,75
ROAE	13,8%	10,7%	17,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	62,7	62,7	62,9
Số ngày nắm giữ HTK	2.974,7	7.116,8	2.873,2
Số ngày phải trả tiền bán	25,9	25,9	26,0
Vòng quay TSCĐ	3,59	2,58	4,91
ROIC	6,0%	4,4%	6,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	6,0	7,8	7,5
Khả năng thanh toán nhanh	2,4	1,9	1,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	1,0	0,5
Vòng quay tiền	3.011,5	7.153,6	2.910,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(22,1%)	(23,5%)	105,5%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(24,5%)	6,4%	57,3%
Tăng trưởng LN ròng	(8,1%)	(22,5%)	59,2%
Tăng trưởng EPS	(17,3%)	(30,5%)	59,2%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị ngành

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

KHUYẾN CÁO

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

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

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

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Trần Trung Kiên – Chuyên viên Phân tích

Email: kien.trantrung@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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