

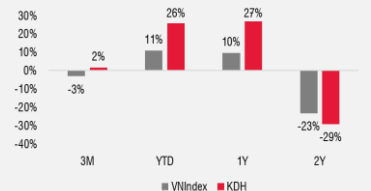
## Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (KDH: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 26/12/2023  
**NGÀNH:** BẤT ĐỘNG SẢN  
**TPPT:** Trịnh Anh Tuấn  
**Email:** [tuanta2@ssi.com.vn](mailto:tuanta2@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-24 3936 6321 ext. 8713

**Khuyến nghị:** **TRUNG LẬP**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **30.950 Đồng**  
**Giá CP ngày 25/12/2023:** 30.300 Đồng  
**% tăng giá:** **+2,1%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 990  
**Giá trị vốn hoá (tỷ VND):** 24,019  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 799  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 1,563,633  
**Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):** 34.1/22.1  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 48.2  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 37.9  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

KDH thành lập vào năm 2001 và trở thành chủ đầu tư nổi tiếng ở khu vực miền Nam. Công ty có mức vốn điều lệ hiện tại là 7,99 nghìn tỷ đồng, KDH cung cấp hơn 20.000 sản phẩm nhà phố và biệt thự hạng sang, căn hộ ở khu vực phí Tây và Đông TP. HCM. Hiện tại, KDH có hơn 600 ha đất tại TP. HCM cho dự án phát triển trong tương lai bao gồm cả đất ở và đất KCN.

## Tâm lý thị trường cải thiện với việc mở bán thành công dự án The Privia

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho KDH, nhưng nâng giá mục tiêu lên **30.950 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 2%), cao hơn một chút so với giá mục tiêu trước đó của chúng tôi là 30.500 đồng/cổ phiếu, phản ánh sự thay đổi trong giả định của chúng tôi về mở bán của dự án The Clarita, The Emerica và The Solina, dự kiến sẽ mở bán muộn hơn so với giả định trước đó và do chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang năm 2024.

Trong Q3/2023, KDH đạt 616,4 tỷ đồng (giảm 23,2% svck & tăng 5,9% so với quý trước) và LNST đạt 210 tỷ đồng (giảm 39,1% svck & giảm 17,9% so với quý trước). Doanh thu giảm mạnh svck là do doanh số bán bất động sản trong Q3/2023 giảm (giảm 24,6% svck đạt 593 tỷ đồng trong Q3/2023), trong khi LNST giảm svck là do thu nhập khác thấp hơn so với Q3/2022 (đền bù chậm dứt hợp đồng với giá trị 123 tỷ đồng và được ghi nhận vào thu nhập khác trong Q3/2022). So với quý trước, mặc dù doanh thu cao hơn, LNST trong Q3/2023 vẫn thấp hơn so với Q2/2023 do biên lợi nhuận gộp được ghi nhận trong Q2/2023 cao hơn nhiều với mức 88,7% so với 70,2% trong Q3/2023.

Trong Q4/2023, chúng tôi ước tính KDH sẽ tiếp tục bàn giao các căn hộ trong dự án The Classia cho người mua nhà và đạt 773 tỷ đồng doanh thu (giảm 37% svck & tăng 25% so với quý trước), LNST đạt 365 tỷ đồng (tăng 230% svck & tăng 74% so với quý trước). Cùng với kết quả kinh doanh 9T2023, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST năm 2023 lần lượt là 2,39 nghìn tỷ đồng (giảm 17,7% svck) và 1,03 nghìn tỷ đồng (giảm 4,7% svck), hoàn thành 77% và 101% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận ròng cả năm của công ty, với việc ghi nhận doanh thu lớn từ dự án The Classia.

Cho năm 2024, cùng với một dự án cao tầng được mở bán (The Privia) vào cuối năm 2023, KDH dự kiến sẽ mở bán hai dự án mới khác là The Clarita và The Emerica trong nửa cuối năm 2024. KDH đã bán 49% cổ phần của hai dự án này cho Keppel Land trong quý 2 và quý 3 năm 23. Do đó, chúng tôi dự báo KDH sẽ: i) bán hàng và bàn giao các căn thấp tầng còn lại trong dự án The Classia; ii) triển khai bàn giao căn hộ tại dự án The Privia, và iii) mở bán và bàn giao căn thấp tầng tại dự án The Clarita. Nhờ đó, KDH dự kiến đạt doanh thu và LNST lần lượt là 3,3 nghìn tỷ đồng (tăng 38,5% svck) và 910 tỷ đồng (giảm 11,8% svck). Nguyên nhân LNST thấp hơn so với năm 2023 là do biên lợi nhuận gộp của sản phẩm cao tầng tại dự án The Privia ước tính thấp hơn sản phẩm thấp tầng tại dự án The Classia được ghi nhận trong năm 2023.

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** Các căn hộ thấp tầng ở TP.HCM của KDH có tỷ lệ hấp thụ thấp do giá chào bán cao, dao động từ 600 nghìn USD đến 1 triệu USD/căn, và (2) thủ tục pháp lý của các dự án chậm trễ ảnh hưởng đến kế hoạch bán hàng của công ty.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	2.813	4.532	3.738	2.912	2.398	3.320
Tăng trưởng doanh thu thuần	-3,5%	61,1%	-17,5%	-22,1%	-17,7%	38,5%
Lợi nhuận gộp	1.500	1.964	1.794	1.460	1.851	1.563
Biên lợi nhuận gộp	53,33%	43,33%	47,98%	50,12%	77,20%	47,07%
Thu nhập tài chính	41	35	21	18	47	30
Chi phí tài chính	-42	-85	-73	-91	-93	-8
SG&A	-278	-416	-387	-394	-377	-398
Thu nhập ròng khác	-33	-39	185	419	-10	-17
LNTT	1.190	1.458	1.540	1.411	1.418	1.170
LN ròng	917	1.154	1.205	1.082	1.032	910
Tăng trưởng LN ròng	13,3%	25,9%	4,3%	-10,2%	-4,6%	-11,8%
Biên LN ròng	32,6%	25,5%	32,2%	37,2%	43,1%	27,4%
EPS (VND)	1.681	1.992	1.870	1.539	1.242	938

Nguồn: KDH, SSI ước tính

Tỷ đồng	3Q23	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							3Q23	3Q22	2Q23	2022
Doanh thu thuần	616	803	-23,2%	582	5,9%	52%				
Lợi nhuận gộp	433	509	-15,1%	516	-16,2%		70,2%	63,5%	88,7%	50,1%
Lợi nhuận hoạt động	257	367	-29,8%	439	-41,3%		41,8%	45,7%	75,3%	34,4%
EBIT	256	483	-47,1%	414	-38,2%		41,5%	60,2%	71,1%	48,8%
EBITDA	256	483	-47,1%	414	-38,2%		41,5%	60,2%	71,1%	40,0%
Lợi nhuận trước thuế	256	483	-47,1%	413	-38,1%		41,5%	60,2%	70,9%	48,4%
Lợi nhuận ròng	210	345	-39,1%	256	-17,9%	67%	34,1%	43,0%	44,0%	37,2%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	208	352	-41,0%	247	-16,0%		33,7%	43,8%	42,4%	37,9%

Nguồn: KDH, SSI Research

### Doanh số bán hàng thấp, mặc dù việc bàn giao căn hộ tiếp tục thúc đẩy lợi nhuận

Trong Q3/2023, KDH đạt 616,4 tỷ đồng (giảm 23,2% svck & tăng 5,9% so với quý trước) và LNST đạt 210 tỷ đồng (giảm 39,1% svck & giảm 17,9% so với quý trước). Cụ thể, doanh thu bất động sản trong Q3/2023 (chiếm 95,2% doanh thu thuần) giảm 24,6% svck do doanh số bán hàng từ dự án The Classia thấp hơn.

Cùng với doanh thu giảm trong Q3/2023, không có khoản lãi bất thường từ việc bồi thường các hợp đồng bị chấm dứt do hủy bán đất trong Q3/2023 như đã diễn ra trong Q3/2022 (trị giá 123 tỷ đồng). Như vậy, LNST Q3/2023 giảm 39,1% svck đạt 210 tỷ đồng.

Lũy kế 9T2023, doanh thu thuần và LNST của KDH lần lượt đạt 1,62 nghìn tỷ đồng (giảm 3,2% svck) và 667 tỷ đồng (giảm 31,3% svck), hoàn thành 52% và 67% kế hoạch cả năm của công ty. Chúng tôi tin rằng công ty đã ghi nhận doanh số bán hàng tại dự án The Classia sau khi mở bán vào Q3/2022.

Biên lợi nhuận gộp trong 9T2023 là 78,9%, cao hơn nhiều so với mức 64,7% trong 9T2022, chủ yếu từ việc khác biệt trong việc bàn giao các loại hình bất động sản khác nhau. Trong 3 quý đầu năm 2023, chỉ có biệt thự/nhà liền kề tại dự án The Classia được bàn giao cho người mua nhà, là loại sản phẩm thường có biên lợi nhuận gộp cao hơn các sản phẩm bất động sản khác. Trong khi so với cùng kỳ năm trước, chúng tôi cho rằng căn hộ cao tầng tại dự án Lovera Vista, là loại sản phẩm có biên lợi nhuận gộp thấp hơn sản phẩm thấp tầng và biệt thự/nhà liền kề tại Verosa Park đã được bàn giao cho người mua nhà.

## Tiền độ phát triển một số dự án trọng điểm

### Dự án The Classia



Dự án Classia bao gồm 176 căn nhà phố/biệt thự, có tổng diện tích 4,3 ha tọa lạc tại P. Phú Hữu, Quận 9, TP.HCM. Diện tích căn hộ bình quân bao gồm bất động sản và quyền sử dụng đất gắn liền của dự án là 115m<sup>2</sup>, cao 4 tầng, giá dao động từ 150 triệu đồng đến 180 triệu đồng/m<sup>2</sup> đất.

Các thủ tục pháp lý của dự án đã được hoàn tất khi có giấy phép xây dựng vào ngày 21/9/2021 và giấy phép bán hàng của Sở Xây dựng TP.HCM vào tháng 4/2022. Dự án bắt đầu mở bán vào tháng 9 và bàn giao những căn đầu tiên vào tháng 10/2022. Tính đến tháng 11/2023, dự án vẫn còn 20 căn để bán. Chúng tôi kỳ vọng rằng dự án sẽ hoàn thành việc bán hàng và bàn giao vào đầu năm 2024.

### Dự án The Privia

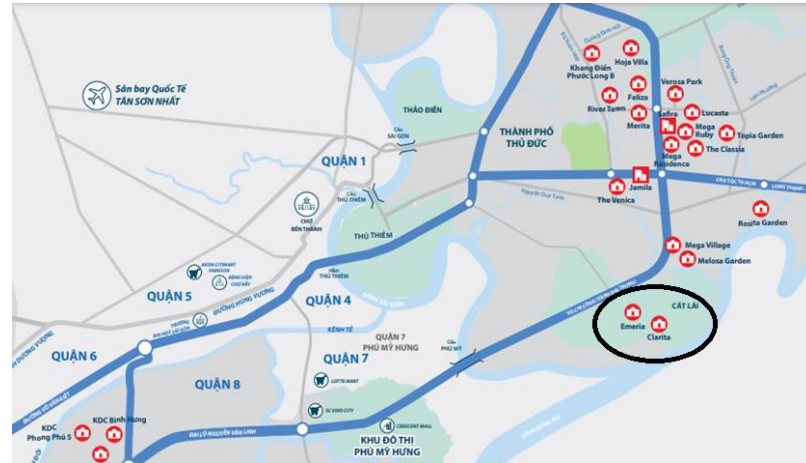


Dự án The Privia có tổng diện tích đất 1,84 ha và sẽ phát triển 1.043 căn hộ chung cư tọa lạc tại 158 An Dương Vương, P. An Lạc, Q. Bình Tân, TP.HCM. Diện tích căn hộ trung bình tại dự án này là 60m<sup>2</sup>, giá khởi điểm ước

tính khoảng 50 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Giữa tháng 12/2023, dự án đang thi công tầng thượng các tòa tháp chung cư trong dự án.

Dự án đã hoàn tất thủ tục pháp lý và có giấy phép bán hàng từ Sở Xây dựng TP.HCM từ tháng 10/2023. Dự án bắt đầu mở bán chính thức vào ngày 25/11/2023, tính đến nay doanh số bán hàng khá ấn tượng, với 90% số căn mở bán đã được bán, tương đương với khoảng 600 căn. Việc bán hàng nhanh chóng cho thấy tâm lý thị trường đã cải thiện và nhu cầu nhà ở đang quay trở lại sau một vài quý trầm lắng. Chúng tôi ước tính Công ty sẽ hoàn tất việc bán hàng và bắt đầu bàn giao nhà cho người mua vào cuối Q4/2024.

### Dự án The Clarita



Dự án The Clarita bao gồm 159 căn nhà phố/biệt thự, với tổng diện tích 5,77 ha tọa lạc tại P. Bình Trưng Đông, Q. Thủ Đức, TP.HCM. Diện tích đất trung bình của mỗi căn của dự án là khoảng 160m<sup>2</sup>.

Dự án này gần như hoàn tất các thủ tục pháp lý và đã nhận được giấy phép xây dựng từ Sở Xây dựng TP.HCM vào tháng 12/2022. Trong Q3/2023, KDH đã bán 49% dự án cho Keppel Land và ghi nhận 875 tỷ đồng lợi nhuận chưa phân phối. Sau khi thực hiện thương vụ, KDH dự kiến sẽ hợp tác với Keppel Land để phát triển các căn hộ cao cấp trong dự án này và có thể mở bán vào nửa cuối năm 2024.

### Dự án Emeria

Cạnh dự án The Clarita, dự án The Emeria có tổng diện tích 6,07 ha tọa lạc tại P. Bình Trưng Đông, Q. Thủ Đức, TP.HCM. Tổng diện tích đất ở để bán ước tính là 3 ha, trong đó 1,74 ha dành để xây dựng 67 căn hộ thấp tầng và 1,26 ha dành cho khoảng 600 căn hộ cao tầng.

Công ty đang hoàn thiện thủ tục pháp lý cho dự án. Một số văn bản pháp lý quan trọng đã được hoàn thiện, như quy hoạch tổng thể được phê duyệt năm 2010, giấy chứng nhận đầu tư được phê duyệt năm 2012 và giấy chứng nhận quyền sử dụng đất trong năm 2015. Trong Q2/2023, KDH đã bán 49% dự án cho Keppel Land, và ghi nhận 256 tỷ đồng lợi nhuận chưa phân phối. Tương tự như dự án Clarita, KDH dự kiến sẽ hợp tác với Keppel Land để phát triển dự án này và có thể mở bán vào nửa cuối năm 2024.



## Dự án The Solina

Dự án The Solina tọa lạc tại P. Bình Hưng, H. Bình Chánh, TP.HCM, có tổng diện tích lên tới 16,4 ha và chia làm 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 sẽ bao gồm 14 ha đất cao tầng và thấp tầng (với 7 tòa chung cư), trong khi giai đoạn 2 rộng 2,4 ha để xây dựng nhà phố. Vì có hai dự án mới dự kiến mở bán trong năm 2024 nên chúng tôi ước tính dự án Solina sẽ khởi động vào năm 2025.

## Các dự án khác

KCN Lê Minh Xuân mở rộng, TP.HCM: KCN mở rộng có tổng diện tích 109,9 ha, trong đó có 67,7 ha dành cho các khách hàng công nghiệp thuê. Công ty đã hoàn thiện các văn bản pháp lý quan trọng, bao gồm quy hoạch tổng thể và quyết định phê duyệt chủ trương đầu tư trong năm 2016. Theo ban lãnh đạo của KDH, công ty đang xem xét cơ cấu sản phẩm để phù hợp với khách thuê tiềm năng và chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ mở bán vào năm 2026.

Khu đô thị Tân Tạo, TP.HCM: Dự án có tổng diện tích đất 329,9 ha. Công ty đang triển khai công tác giải phóng mặt bằng và đã hoàn thành được 80% tổng diện tích đất đền bù.

Dự án khu đô thị cao tầng Lộc Minh: Ngày 20/12/2023, HĐQT KDH thông qua việc mua lại 99% dự án Khu đô thị cao tầng Lộc Minh rộng 1,9 ha, tọa lạc tại P. Bình Trưng Đông, Q. Thủ Đức với tổng giá trị giao dịch là 350 tỷ đồng. Theo kế hoạch sử dụng đất năm 2023 của Q. Thủ Đức, 1,9 ha đất nông nghiệp sẽ được chuyển đổi mục đích thành đất ở và chúng tôi cho rằng KDH vẫn phải làm việc với chính quyền Q. Thủ Đức để xin chuyển đổi mục đích sử dụng đất và xin quy hoạch tổng thể. Việc này có thể mất khá nhiều thời gian nên chúng tôi chưa đưa dự án này vào danh mục dự án đầu tư của KDH để tính toán.

Tóm tắt thông tin các dự án của KDH và tiến độ bán hàng dự kiến như sau:

Tên dự án	Diện tích đất (ha)	Loại hình sản phẩm	KDH sở hữu	Tiến độ bán hàng dự kiến						
				2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 trở đi
The Classia	4,3	176 biệt thự/nhà phố	99.4%							
The Clarita	5,8	159 biệt thự/nhà phố	51.0%							
The Emerica	6,0	67 biệt thự/nhà phố & ~600 căn chung cư	50.9%							
The Solina	16,4	6,5 ha đô thị xây chung cư cao tầng và thấp tầng	100%							
The Privia	1,8	1.043 căn chung cư	100%							
KCN Lê Minh Xuân	109,9	67,7 ha cho thuê	100%							
Green Village- Phong Phú 2	132,0	Không có chi tiết	100%							
Khu đô thị Tân Tạo	329,9	Không có chi tiết	100%							

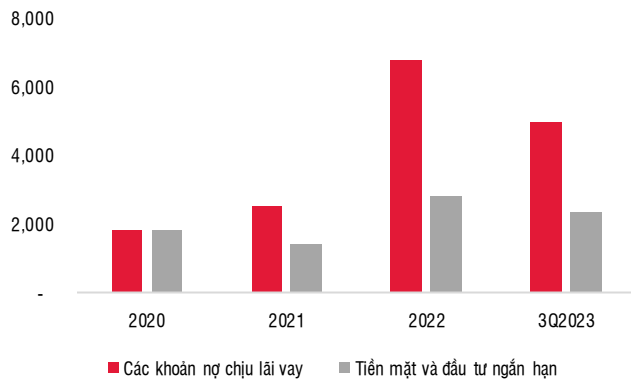
## KDH đã ký biên bản ghi nhớ với Keppel Land, giúp KDH củng cố cơ cấu vốn

Như đã đề cập trong báo cáo trước, KDH và Keppel Land đã ký Biên bản ghi nhớ (MOU) vào tháng 2/2023 để hợp tác phát triển các dự án nhà ở. Tiếp nối theo MOU đã ký, vào tháng 6 và tháng 7/2023, KDH đã bán 49% The Emerica và The Clarita cho Keppel Land với tổng giá trị giao dịch là 3,18 nghìn tỷ đồng, thu về 1,13 nghìn tỷ đồng lợi nhuận ròng và được ghi nhận vào lợi nhuận giữ lại.

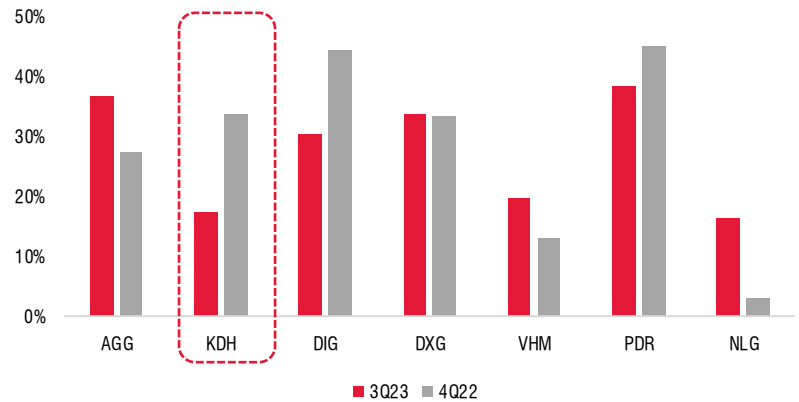
Nhờ việc bán cổ phần hai dự án cho Keppel Land, trong ba quý đầu năm 2023, KDH đã giảm đáng kể nợ phải trả lãi, từ 6,77 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2022 xuống còn 4,98 nghìn tỷ đồng vào Q3/2023. Trong khi đó, vị

thể tiền mặt vẫn ở trạng thái tốt với 2,33 nghìn tỷ đồng vào cuối Q3/2023 (so với 2,75 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2022). Theo đó, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu vào cuối Q3/2023 là 17,3%, thấp hơn so với năm 2022 là 33,7% và KDH thuộc nhóm có tỷ lệ nợ/VCSH thấp nhất trong số các chủ đầu tư niêm yết.

**Biểu đồ 1: Tiền và nợ của KDH (tỷ đồng)**



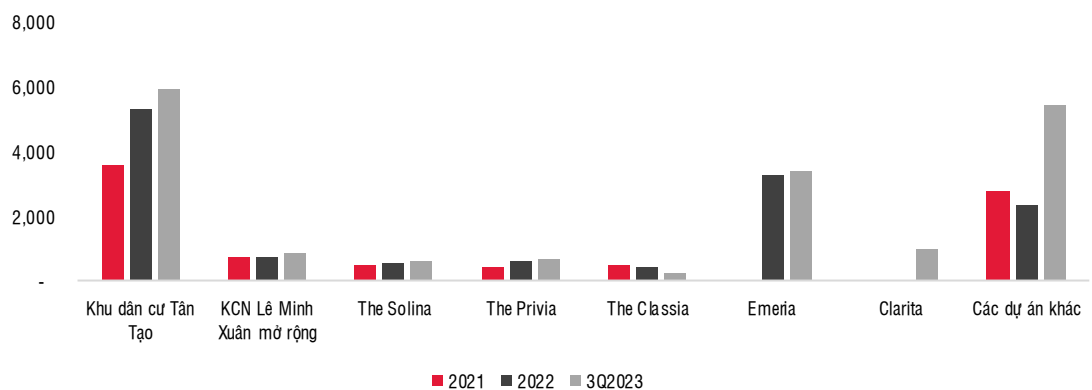
**Biểu đồ 2: Tỷ lệ Nợ ròng/VCSH của các chủ đầu tư niêm yết trong Q4/2022 so với Q3/2023 (%)**



Nguồn: KDH, SSI Research

Trong 3 quý đầu năm 2023, cùng với việc giảm nợ để đối phó với lãi suất cho vay tăng cao, KDH tiếp tục phát triển các dự án lớn như Khu đô thị Tân Tạo, KCN Lê Minh Xuân, The Privia, The Solina. Như vậy, tổng giá trị hàng tồn kho đã tăng từ 12,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 lên 17,1 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023, tương đương mức tăng 38%.

**Biểu đồ 3: Hàng tồn kho của KDH theo dự án trong năm 2021-Q3/2023 (tỷ đồng)**



Nguồn: KDH, SSI Research

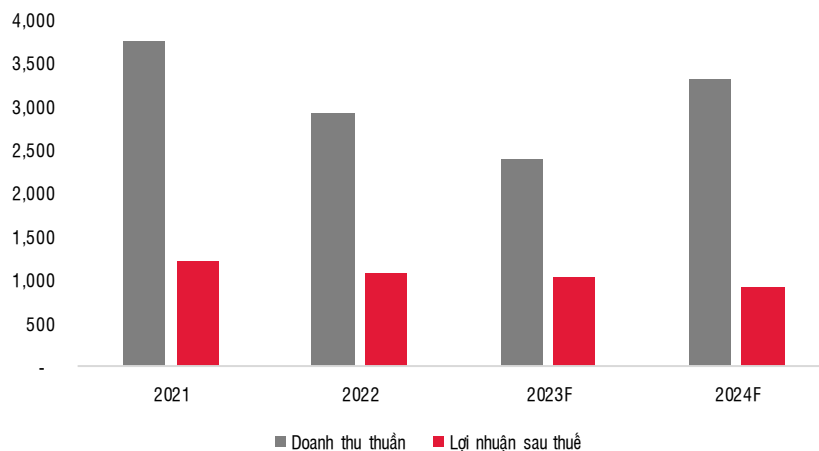
## Triển vọng và luận điểm đầu tư

Như đã đề cập trong báo cáo trước, KDH có quỹ đất lớn trong quỹ đất nằm ở các khu vực hấp dẫn của TP.HCM, tại đây có nhu cầu nhà ở cao hơn và ổn định hơn so với các khu vực cấp 2 khác, bao gồm 496 ha đất ở và 109,9 ha đất công nghiệp ở TP. HCM. Tuy nhiên, ngay cả với những lô đất ở vị trí hấp dẫn tại TP.HCM, ban lãnh đạo KDH vẫn thận trọng mở bán các dự án và chỉ mở bán nếu dự án đáp ứng nhu cầu và có pháp lý rõ ràng. Do vậy, các căn hộ mang thương hiệu KDH sẽ được hấp thụ nhanh chóng, nhưng sự hấp thụ nhanh chóng của người mua nhà và chiến lược mở bán thận trọng các dự án mới của KDH cũng đồng nghĩa với việc công ty có thể bỏ lỡ cơ hội thị trường sau này khi thị trường phát triển bùng nổ và có thể hỗ trợ giá bán trung bình cao hơn nhằm tối đa hóa lợi nhuận của công ty.

Trong Q4/2023, chúng tôi ước tính KDH sẽ tiếp tục bàn giao các căn hộ trong dự án The Classia cho người mua nhà và đạt 773 tỷ đồng doanh thu (giảm 37% svck & tăng 25% so với quý trước), LNST đạt 365 tỷ đồng (tăng 230% svck & tăng 74% so với quý trước). Điều này được thúc đẩy từ doanh số bán hàng từ dự án The Classia trong năm. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và LNST năm 2023 của công ty lần lượt đạt 2,39 nghìn tỷ đồng (giảm 17,7% svck) và 1,03 nghìn tỷ đồng (giảm 4,7% svck), hoàn thành lần lượt 77% và 101% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận ròng cả năm của công ty.

Cho năm 2024, chúng tôi dự báo KDH sẽ: i) bán hàng và bàn giao các căn hộ thấp tầng còn lại trong dự án The Classia, khoảng 20 căn tồn kho tại thời điểm tháng 11/2023; ii) hoàn thành bán hàng và bắt đầu bàn giao căn hộ tại dự án The Privia trong quý 4/2024, và iii) mở bán các căn thấp tầng tại hai dự án The Clarita và The Emeria với sự hợp tác cùng Keppel Land. Nhờ đó, KDH dự kiến đạt doanh thu và LNST lần lượt là 3,32 nghìn tỷ đồng (tăng 38,5% svck) và 910 tỷ đồng (giảm 11,8% svck). Nguyên nhân LNST thấp hơn so với năm 2023 là do biên lợi nhuận gộp của sản phẩm cao tầng tại dự án The Privia ước tính thấp hơn sản phẩm thấp tầng tại dự án The Classia được ghi nhận trong năm 2023.

**Biểu đồ 4: Ước tính lợi nhuận cho KDH (tỷ đồng)**



*Nguồn: KDH, SSI Research*

Với mức giá hiện tại là 30.300 đồng/cổ phiếu, KDH đang giao dịch ở mức P/E và P/B 2024 lần lượt là 32,0x và 1,65x, tương đối cao hơn so với các chủ đầu tư niêm yết khác. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu nhưng nâng giá mục tiêu 1 năm lên **30.950 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 2%) khi kết hợp các phương pháp định giá giữa RNAV và định giá thị trường.

*Một số lý do để chúng tôi đưa ra khuyến nghị như sau:*

- i) Dự báo của chúng tôi cho năm 2024 thấp hơn ước tính năm 2023 và kết quả kinh doanh năm 2024 sẽ phụ thuộc phần lớn vào việc bàn giao dự án Privia, sớm nhất có thể là từ cuối năm 2024.
- ii) Các dự án lớn như KCN Lê Minh Xuân mở rộng, Green Village- Phong Phú 2 và Khu đô thị Tân Tạo vẫn đang trong giai đoạn phát triển và dự kiến chưa sẵn sàng để bán trong 2 năm tới, do đó kết quả kinh doanh của KDH sẽ phụ thuộc vào doanh thu của các dự án nhỏ, điều này sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến kết quả hoạt động của công ty.
- iii) Mức định giá của KDH cho năm 2024 tương đối cao hơn so với các chủ đầu tư niêm yết vốn hóa trung bình khác như NLG, HDC, CEO với P/E ước tính 32,0x và P/B 1,65x.

Bảng chi tiết định giá của chúng tôi như sau:

Dự án	RNAV (triệu đồng)
Khu dân cư Tân Tạo	13.855.800
The Classia	1.172.999
The Privia	970.019
The Emeria	1.257.205
The Clarita	1.029.670
The Solina (11A UA)	1.969.142
Bình Trưng - Bình Trưng Đông	2.870.714
KCN Lê Minh Xuân (mở rộng)	2.009.032
Green Village - Khu đô thị Phong Phú 2	7.392.000
Khác	2.538.228
<b>Tổng cộng</b>	<b>35.064.809</b>
Cộng: Tiền và các khoản tương đương tiền	2.338.127
Trừ: Nợ	-4.984.329
<b>Giá trị vốn cổ phần</b>	<b>32.418.607</b>
Số cổ phần	799.312.995
<b>Giá trị cổ phiếu (đồng)</b>	<b>40.600</b>

*Nguồn: SSI Research*

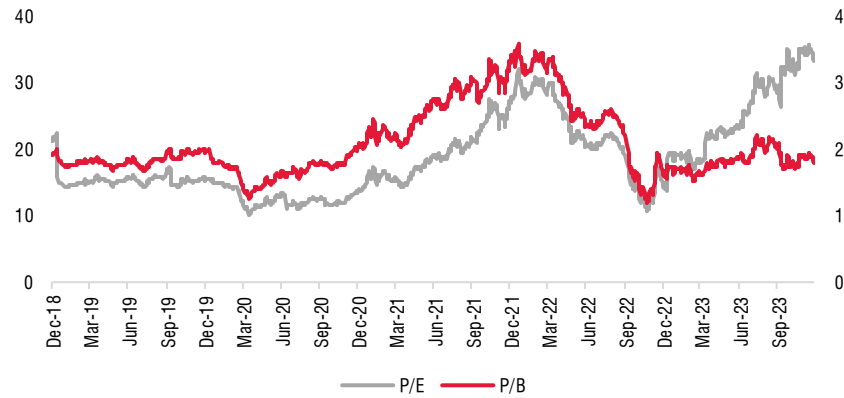
Chỉ tiêu	2024F	PE/PB mục tiêu	Giá kỳ vọng
EPS (VND)	940	15,0	14.100
BVPS (VND)	19.013	1,5	28.500

*Nguồn: SSI Research*

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị	Giá mục tiêu
RNAV	50%	40.600	20.300
P/E	25%	14.100	3.525
P/B	25%	28.500	7.125
<b>Giá mục tiêu theo 3 pp</b>			<b>30.950</b>

*Nguồn: SSI Research*



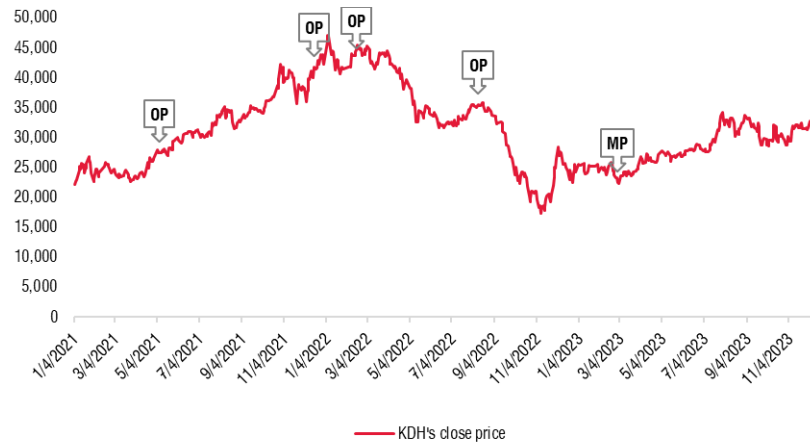
**Biểu đồ 5: Hệ số P/E và P/B của NLG**

Nguồn: KDH, SSI Research

#### Quan điểm ngắn hạn: Trung lập

- Tâm lý thị trường có thể cải thiện khi doanh số bán bất động sản phục hồi nhẹ.
- Trong Q4/2023, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan khi căn hộ tại dự án The Classia tiếp tục được bàn giao cho người mua nhà, và cụ thể, doanh thu dự kiến đạt 773 tỷ đồng (giảm 37% svck & tăng 25% so với quý trước), và LNST dự kiến đạt 365 tỷ đồng (tăng 230% svck & tăng 74% so với quý trước), nhờ doanh số bán hàng từ dự án The Classia trong năm.

#### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.365	2.753	2.974	4.093
+ Đầu tư ngắn hạn	69	43	0	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	4.206	5.208	2.155	2.984
+ Hàng tồn kho	7.733	12.453	17.492	17.037
+ Tài sản ngắn hạn khác	48	49	211	240
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>13.421</b>	<b>20.506</b>	<b>22.833</b>	<b>24.354</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	79	73	74	103
+ GTCL Tài sản cố định	40	81	72	52
+ Bất động sản đầu tư	58	102	129	123
+ Tài sản dài hạn dở dang	751	750	882	898
+ Đầu tư dài hạn	14	14	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	9	13	497	694
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>952</b>	<b>1.033</b>	<b>1.655</b>	<b>1.870</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.373</b>	<b>21.539</b>	<b>24.487</b>	<b>26.224</b>
+ Nợ ngắn hạn	2.254	3.503	3.164	3.616
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>815</i>	<i>1.195</i>	<i>457</i>	<i>490</i>
+ Nợ dài hạn	1.898	6.242	5.415	5.804
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>1.738</i>	<i>5.576</i>	<i>4.742</i>	<i>5.081</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.151</b>	<b>9.745</b>	<b>8.579</b>	<b>9.421</b>
+ Vốn góp	6.429	7.168	7.993	7.993
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.177	1.312	1.339	1.339
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.342	2.780	4.132	4.843
+ Quỹ khác	273	534	2.445	2.629
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.221</b>	<b>11.795</b>	<b>15.909</b>	<b>16.804</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.373</b>	<b>21.539</b>	<b>24.487</b>	<b>26.224</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-2.010	-1.047	555	748
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-106	-797	1.102	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.646	3.231	-1.436	371
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-470</b>	<b>1.387</b>	<b>221</b>	<b>1.119</b>
Tiền đầu kỳ	1.836	1.365	2.753	2.974
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>1.365</b>	<b>2.753</b>	<b>2.974</b>	<b>4.093</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	5,95	5,85	7,22	6,73
Hệ số thanh toán nhanh	2,5	2,29	1,62	1,96
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,64	0,8	0,94	1,13
Nợ ròng / EBITDA	0,38	2,23	2,15	1,54
Khả năng thanh toán lãi vay	97,68	151,93	198,56	153,21
Ngày phải thu	63,4	67,5	39,9	18,1
Ngày phải trả	37,2	33,1	43,9	15
Ngày tồn kho	1.414,40	2.536,40	9.997,60	3.539,40
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,71	0,55	0,65	0,64
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,29	0,45	0,35	0,36
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,41	0,83	0,54	0,56
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,25	0,57	0,33	0,33
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,08	0,1	0,03	0,03

Nguồn: KDH, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.738</b>	<b>2.912</b>	<b>2.398</b>	<b>3.320</b>
Giá vốn hàng bán	-1.945	-1.452	-547	-1.757
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.794</b>	<b>1.460</b>	<b>1.851</b>	<b>1.563</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	21	18	47	30
Chi phí tài chính	-73	-91	-93	-8
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-205	-175	-156	-216
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-182	-219	-221	-181
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.355</b>	<b>992</b>	<b>1.427</b>	<b>1.187</b>
Thu nhập khác	185	419	-10	-17
Lợi nhuận trước thuế	1.540	1.411	1.418	1.170
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.205</b>	<b>1.082</b>	<b>1.032</b>	<b>910</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>1.202</b>	<b>1.103</b>	<b>1.013</b>	<b>765</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2	-21	19	145
EPS cơ bản (VND)	1.870	1.539	1.242	938
Giá trị sổ sách (VND)	15.842	16.123	17.285	18.223
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	1.556	1.420	1.425	1.178
EBITDA	1.566	1.165	1.450	1.203
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-17,5%	-22,1%	-17,7%	38,5%
EBITDA	6,6%	-25,6%	24,5%	-17,0%
EBIT	6,7%	-8,7%	0,4%	-17,3%
Lợi nhuận ròng	4,3%	-10,2%	-4,6%	-11,8%
Vốn chủ sở hữu	25,3%	15,4%	34,9%	5,6%
Vốn điều lệ	11,1%	11,5%	11,5%	0,0%
Tổng tài sản	3,1%	49,9%	13,7%	7,1%
<b>Định giá</b>				
PE	18,9	17,2	24,2	32
PB	2,2	1,6	1,7	1,6
Giá/Doanh thu	5,8	6,2	10	7,2
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	0,7	19,7	16,7	20,1
EV/Doanh thu	0,3	7,9	10,1	7,3
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48,0%	50,1%	77,2%	47,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	36,7%	34,4%	57,9%	35,1%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	32,2%	37,2%	43,1%	27,4%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	5,5%	6,0%	6,5%	6,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	4,9%	7,5%	9,2%	5,5%
ROE	13,1%	9,8%	7,5%	5,4%
ROA	8,5%	6,0%	4,5%	3,5%
ROIC	10,7%	7,0%	5,2%	4,2%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành Bất động sản

#### Trịnh Anh Tuấn

Trưởng phòng Phân tích cổ phiếu

Tuanta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

#### Dữ liệu

#### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043