

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 10, 2021

Mã giao dịch: KDH

Reuters: KDH.HM

Bloomberg: KDH VN

Giai đoạn tăng trưởng cao vẫn còn ở phía trước.

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	55.400
Giá thị trường (18/10/2021)	44.300
Lợi nhuận kỳ vọng	25%

LNST – IM trong 6 tháng đầu năm đạt 470 tỷ, tăng 15% yoy

Doanh thu 1H.2021 là 1.948 tỷ, tăng 27% yoy. Công ty thực hiện bàn giao phần còn lại của Safira và khoảng 550-650 căn từ Lovera Vista (tổng cộng 1.310 căn). Biên lợi nhuận gộp 1H.2021 là 39%, giảm so với mức 49% cùng kỳ, do LNG của sản phẩm căn hộ thấp hơn so với nhà phố (dự án Verosa). Kết quả, sau khi trừ chi phí, LNST thuộc cổ đông công ty mẹ là 470 tỷ, tăng 15% yoy.

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.540-44.300
Vốn hóa	28.128 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	642.937.069
KLGD bình quân 10 ngày	3.066.560
% sở hữu nước ngoài	31%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,7

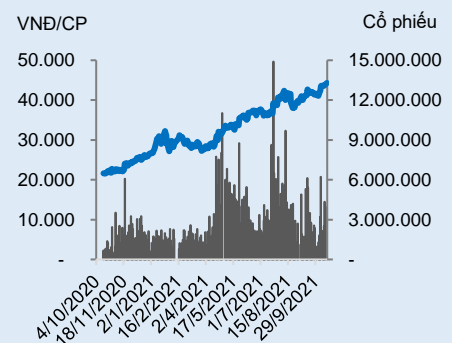
Lợi nhuận 2021 dự báo tăng trưởng 19% so với mức cao năm 2020

BVSC duy trì dự báo LNST như báo cáo tại 2.2021. Mặc dù, dịch covid bùng phát mạnh và kéo dài được gần 2 tháng. Các dự án của KDH vẫn đang đúng tiến độ bàn giao, và triển khai mới. LNST – MI ước đạt 1.367 tỷ, tăng 19% yoy.

Triển vọng 2022 kỳ vọng sẽ đột phá hơn khi dự án 11A được triển khai

Danh mục quỹ đất của KDH, dự án 11A được xem là dự án trọng điểm giai đoạn 2022-2023 với quy mô lớn 18ha. Vị trí dự án hiện tại là rất tốt khi nằm tiếp giáp Nguyễn Văn Linh và liền kề cụm dân cư Bình Hưng. Do đó, BVSC cho rằng dự án 11A triển khai sẽ chào bán quanh mức giá 65-75 triệu/m² là khả thi. Với mức giá dự kiến trên, BVSC ước tính doanh thu dự án đạt 5.084 tỷ. Lợi nhuận sau thuế là **2.400 – 2.600 tỷ**, tương ứng biên lợi nhuận ròng 48%-50%.

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
KDH	66,1%	6,1%	15,4%	39,9%
VNIndex	24,5%	4,2%	10,0%	13,5%

Định giá

BVSC sử dụng phương pháp NAV để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần KDH mục tiêu nửa sau 2021. Chúng tôi kỳ vọng việc chào bán thành công cổ phiếu quỹ với giá trung bình 40-41.000 đồng/cp sẽ mang đến động lực tốt hơn cho KDH từ 2022. Do đó, nhìn nhận giá trị doanh nghiệp trên tiềm năng tài sản đang sở hữu sẽ hợp lý hơn. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **55.449 đồng/cp**, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 25% so với giá thị trường ngày 18/10/2021.

Khuyến nghị

BVSC duy trì quan điểm khả quan cho KDH nhờ quỹ đất nhiều tiềm năng, lợi nhuận tăng trưởng ổn định, và tài chính lành mạnh. Mặc dù giá cổ phiếu gia tăng nhanh thời gian qua, tuy nhiên BVSC cho rằng KDH vẫn còn nhiều hấp dẫn và tiềm năng. Với tốc độ tiêm chủng vaccine được đẩy mạnh và môi trường lãi suất kỳ vọng có thể duy trì hỗ trợ nền kinh tế, triển vọng kinh doanh KDH dự báo sẽ có sự tăng tốc nhanh hơn trong giai đoạn 2022-2025 với 3 quỹ đất lớn là 11A, KCN Lê Minh Xuân và KDC Tân Tạo. Do đó, BVSC tiếp tục khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu KDH với giá mục tiêu là **55.449 đồng/cp**, với thời gian nắm giữ 6-12 tháng.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext. 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

LNST – IM trong 6 tháng đầu năm đạt 470 tỷ, tăng 15% yoy

Như từng nhận định trong báo cáo tháng 2.2021, KDH nói riêng và các doanh nghiệp BDS lớn nói chung là nhóm ít chịu ảnh hưởng từ rủi ro liên quan đến dịch Covid 19 trong ngắn hạn. Ngược lại, dịch bệnh kéo dài giúp lãi suất duy trì mức thấp vẫn là điểm nhấn trong trung và dài hạn. Thêm vào đó, kết quả kinh doanh được đảm bảo cùng với tài chính vững mạnh là yếu tố giúp lựa chọn cổ phiếu bất động sản có tính an toàn ở bối cảnh hiện tại.

Lợi nhuận tăng trưởng ổn định theo kế hoạch

Bối cảnh nhiều lĩnh vực vẫn bị ảnh hưởng do các đợt bùng phát dịch trong 6 tháng đầu năm, hoạt động kinh doanh của KDH vẫn đảm bảo theo kế hoạch. Doanh thu 1H.2021 là 1.948 tỷ, tăng 27% yoy. Công ty thực hiện bàn giao phần còn lại của Safira và khoảng 550-650 căn từ Lovera Vista (tổng cộng 1.310 căn). Biên lợi nhuận gộp 1H.2021 là 39%, giảm so với mức 49% cùng kỳ, do LNG của sản phẩm căn hộ thấp hơn so với nhà phố (dự án Verosa). Tuy nhiên, biên lợi nhuận sẽ cải thiện trong 2H.2021 khi dự án Amena ghi nhận. Kết quả, sau khi trừ chi phí, LNST thuộc cổ đông công ty mẹ là 470 tỷ, tăng 15% yoy.

Kế hoạch kinh doanh – tỷ VND	1H.2021	2021P	% KH
Doanh thu	1.948	4.800	41%
LNG	784		
Thu nhập tài chính thuần	(29,4)		
Chi phí bán hàng & quản lý	132		
LNTT	605		
LNST trừ thiểu số	470	1.200	39%

Tình hình chính tốt với tỷ lệ tiền mặt cao và quỹ đất liên tục gia tăng

Tính đến 30.6, tiền và tương đương tiền là 1.848 tỷ, tương đương 13,2% tổng tài sản. Công ty là một trong số ít doanh nghiệp duy trì tỷ lệ Tiền mặt/Tổng tài sản cùng quy mô trên 10%. Tình hình tài chính vững mạnh, công ty tiếp tục giải ngân cho quỹ đất với giá trị chủ yếu tập trung ở dự án KDC Tân Tạo là **568 tỷ**. Lũy kế, giá trị hàng tồn kho dự án Tân Tạo là 3.234 tỷ, tăng khoảng 1.000 tỷ, so với giá trị đầu năm 2020. Tỷ lệ đến bù theo ước tính chủ quan đạt 80-85% diện tích.

Lợi nhuận 2021 dự báo tăng trưởng 19% so với mức cao năm 2020

BVSC duy trì dự báo LNST như báo cáo tại tháng 2 năm 2021. Mặc dù, dịch covid bùng phát mạnh kéo dài suốt quý 3.2021, nhưng các dự án của KDH vẫn đang đúng tiến độ bàn giao, và triển khai mới. Trong đó, dự án nhà phố thấp tầng Armenia hoàn tất công tác pháp lý, và đang triển khai xây dựng trở lại. BVSC vẫn kỳ vọng dự án sẽ kịp đóng góp doanh thu trong 2021. Trong trường hợp dự án không kịp bàn giao trong 2H.2021. Chúng tôi cho rằng KDH vẫn có thể ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng trước phần hạ tầng, tương tự, dự án Verosa. Kết quả doanh thu và lợi nhuận 2021 như sau:

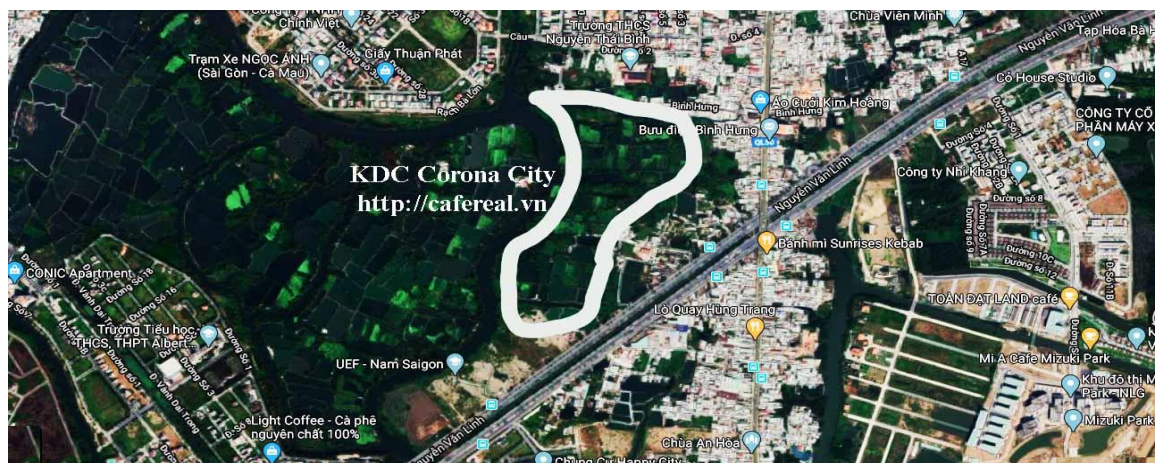
Kế hoạch kinh doanh – tỷ VND	2020	2021	yoy
Doanh thu	4.532	5.134	22%
LNG	1.963	2.249	
Thu nhập tài chính thuần	-49	20	
Chi phí bán hàng & quản lý	416	457	
LNTT	1.497	1.782	
LNST trừ thiểu số	1.151	1.367	19%

Chào bán thành công cổ phiếu quỹ mang lại kỳ vọng triển vọng dự án mới

Theo lịch sử tăng vốn từ 2015 đến nay, KDH chủ yếu huy động vốn qua hình thức chào bán hiện hữu, và ESOP. Trong 2020-2021, thị trường chứng khoán phát triển giúp nhiều công ty bất động sản huy động thêm vốn qua phát hành cho nhà đầu tư mới như NLG, DXG (đang triển khai), HDG (hoán đổi trái phiếu), DIG, KBC... với giá chào bán chiết khấu 15-20% giá thị trường với giá trị huy động 1.000 – 4000 tỷ. Trong khi đó, KDH lựa chọn huy động vốn thông qua chào bán khoảng 20 triệu cổ phiếu quỹ với giá 40.500 đồng/cp, mức giá cao nhất từ khi niêm yết. Với mức giá này, giúp KDH thu về khoảng 800 tỷ, hỗ trợ thêm vốn cho các dự án trọng điểm của KDH trong 2022.

Triển vọng 2022 kỳ vọng sẽ đột phá hơn khi dự án 11A được triển khai

Danh mục quỹ đất của KDH, dự án 11A được xem là dự án trọng điểm giai đoạn 2022-2023 với quy mô lớn 18ha. Vị trí dự án hiện tại là rất tốt khi nằm tiếp giáp Nguyễn Văn Linh và liền kề cụm dân cư Bình Hưng. Một dự án mô hình compound ở khu vực nhiều tiện ích, chắc chắn sẽ được thị trường đón nhận. Hiện tại, giá giao dịch sơ cấp ở các dự án vị trí xa hơn như Lovera Park, Lovera Premier (PP4)... đang giao dịch với giá đất 45-55 triệu/m². Do đó, BVSC cho rằng dự án 11A triển khai sẽ chào bán quanh mức giá 65-75 triệu/m² là khả thi. Với mức giá dự kiến trên, BVSC ước tính doanh thu dự án đạt 5.084 tỷ. Lợi nhuận sau thuế là **2.400 – 2.600 tỷ**, tương ứng biên lợi nhuận ròng 48%-50%. Lợi nhuận này cùng với các dự án khác như Bình Trưng Đông, 1 dự án căn hộ ở Bình Tân sẽ đảm bảo lợi nhuận 2022-2023 có sự tăng trưởng nhanh hơn so với 2020-2021. Chi tiết dự báo kết quả kinh doanh 2022 sẽ cập nhật trong báo cáo cuối năm 2021.



Định giá

BVSC sử dụng phương pháp NAV để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần KDH mục tiêu nửa sau 2021. Chúng tôi kỳ vọng việc chào bán thành công cổ phiếu quỹ với giá trung bình 40-41.000 đồng/cp sẽ mang đến động lực tốt hơn cho KDH từ 2022. Do đó, BVSC cho rằng nhìn nhận giá trị doanh nghiệp trên tiềm năng tài sản đang sở hữu sẽ hợp lý hơn. So với định giá trong báo cáo tháng 2.2021, giá mục tiêu của KDH theo NAV điều chỉnh tăng lên do i) định giá lại dự án 11A theo hướng giá định dự án triển khai và mang lại lợi nhuận, thay cho phương pháp so sánh giá đất ii) cập nhật giá chào thuê KCN Lê Minh Xuân từ 150 lên 200USD/m². Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **55.449 đồng/cp**, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng **25%** so với giá ngày 18/10/2021.

Nội dung (Tỷ VND)	Giá trị
Tổng tài sản định giá lại	40.309
Nợ phải trả	5.438
Lợi ích thiểu số	32
Vốn chủ sở hữu	34.838
Tiền thu bán CPQ	811
Số lượng cổ phần đang lưu hành	642.937.069
Chiết khấu	0%
Giá trị hợp lý (VNĐ/CP)	55.449

Khuyến nghị

BVSC duy trì quan điểm khả quan cho KDH nhờ quỹ đất nhiều tiềm năng, lợi nhuận tăng trưởng ổn định, và tài chính lành mạnh. Mặc dù giá cổ phiếu gia tăng nhanh thời gian qua, tuy nhiên BVSC cho rằng KDH vẫn còn nhiều hấp dẫn và tiềm năng. Với tốc độ tiêm chủng vaccine được đẩy mạnh và môi trường lãi suất kỳ vọng có thể duy trì hỗ trợ nền kinh tế, triển vọng kinh doanh KDH dự báo sẽ có sự tăng tốc nhanh hơn trong giai đoạn 2022-2025 với 3 quỹ đất lớn là 11A, KCN Lê Minh Xuân và KDC Tân Tạo. Do đó, BVSC tiếp tục khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu KDH với giá mục tiêu là **55.449 đồng/cp**, với thời gian nắm giữ 6-12 tháng.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần	3.055	2.917	2.813	4.532
Giá vốn	(2.019)	(1.677)	(1.313)	(2.568)
Lợi nhuận gộp	1.036	1.239	1.500	1.964
Doanh thu tài chính	72	200	41	35
Chi phí tài chính	(125)	(89)	(42)	(85)
Lợi nhuận sau thuế	502	808	915	1.153

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Tiền & khoản tương đương tiền	2.592	1.836	1.175	1.836
Các khoản phải thu ngắn hạn	393	828	1.614	628
Hàng tồn kho	4.858	5.817	7.037	7.338
Tài sản cố định hữu hình	30	34	48	47
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	98	14	14	14
Tổng tài sản	9.717	10.228	13.237	13.934
Nợ ngắn hạn	1.817	2.775	4.572	4.208
Nợ dài hạn	1.708	553	1.001	1.568
Vốn chủ sở hữu	6.191	6.899	7.664	8.158
Tổng nguồn vốn	9.717	10.228	13.237	13.934

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-22,3%	-4,5%	-3,5%	61,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	35,1%	60,9%	13,3%	26,0%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	33,9%	42,5%	53,3%	43,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16,4%	27,7%	32,5%	25,4%
ROA (%)	5,7%	8,1%	7,8%	8,5%
ROE (%)	9,5%	12,3%	12,6%	14,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	36,3%	32,5%	42,1%	41,5%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	57,0%	48,2%	72,7%	70,8%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.495	1.952	1.681	1.992
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.425	16.665	14.078	14.098

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Dầu khí

phamleantuan@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Nguyễn Ngọc Quý Đức

Tiện ích công cộng

nguyenngocquyduc@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888