

CTCP ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN (KDH – HOSE)

“Cơ hội rộng mở phía trước”

KHẢ QUAN

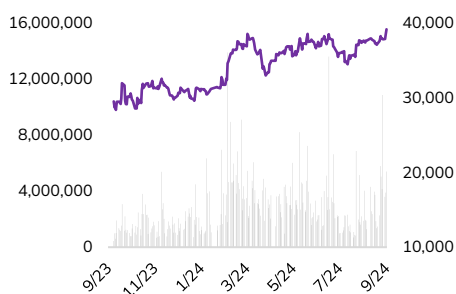
Phạm Hồng Trường

Email: truong.phamhong@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Bất động sản
Ngày báo cáo	: 26/09/2024
Giá hiện tại (VND/CP)	: 39.350
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 44.400
Tỷ lệ tăng (%)	: +12,9%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 35.694
SLCPLH (CP)	: 909.403.715

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q/2023	2Q/2024
Tăng trưởng DTT (%)	-20,5%	10,7%
Tăng trưởng LNST (%)	-21,5%	9,4%
Biên LNG (%)	88,7%	77,6%
Biên LNST (%)	44,0%	43,5%
ROA (%)	4,2%	2,3%
ROE (%)	7,8%	4,5%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,43	0,49
EPS (VND/CP)	344	348
BVPS (VND/CP)	16.989	17.193

Nguồn: KDH, ABS Research

Lưu ý điểm đầu tư

- KQKD Q2/2024 khởi sắc nhờ bán một số lô đất riêng lẻ.** Trong Q2/2024, doanh thu thuần đạt 645 tỷ đồng (+10,7% svck và +93% QoQ), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 279 tỷ đồng (+12,8% svck và +3,4 lần QoQ) chủ yếu đến từ bàn giao tại dự án Classia và một số lô đất riêng lẻ.
- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2024**, doanh thu thuần của KDH đạt 978 tỷ đồng (-2,9% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 342 tỷ đồng (-23,5% svck). Như vậy, KDH đã hoàn thành 25% kế hoạch doanh thu và 44% kế hoạch lợi nhuận của cả năm 2024.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng của KDH thời gian tới sẽ tích cực dựa trên những yếu tố sau:**
 - ✓ Bàn giao dự án The Privia giúp cải thiện KQKD năm 2024 khi tổng doanh thu toàn bộ dự án đạt khoảng 3.000 tỷ đồng, trong năm 2024 có thể bàn giao 75% số lượng sản phẩm đã bán.
 - ✓ Giai đoạn 2024 – 2026 sẽ là điểm rơi dòng tiền và doanh thu của KDH với nhiều dự án trọng điểm, kế tiếp dự án The Privia là Emeria và Clarita (liên doanh với Keppel), KCN Lê Minh Xuân mở rộng, The Solina, ...
 - ✓ Giá bán bất động sản có thể tiếp tục giữ ở mức cao khi nguồn cung mới vẫn còn tương đối hạn chế, giá chung cư tại thị trường Hà Nội đã tăng mạnh, tiến sát với giá bán tại thị trường TP.HCM.
 - ✓ Tiềm năng tăng trưởng lớn trong dài hạn, đặc biệt khi 3 bộ luật BĐS mới có hiệu lực, các chủ đầu tư có quỹ đất lớn, năng lực phát triển dự án tốt cùng tình hình tài chính ổn định như KDH có thể được hưởng lợi.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của KDH năm 2024F lần lượt ở mức 3.596 tỷ đồng (+72,3% svck) và 971 tỷ đồng (+35,6% svck). EPS 2024F đạt 1.014 đ/cp và BVPS 2024F đạt 19.050 đ/cp tương đương với P/E và P/B 2024F đạt 38,8x & 2,1x tại giá hiện tại.
- Với triển vọng của KDH, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **44.400 đ/cp** và triển vọng tăng giá 12,9%.
- Rủi ro**
 - ✓ Tình trạng pháp lý phê duyệt dự án kéo dài;
 - ✓ Tiến độ triển khai dự án và GPMB chậm hơn dự kiến;
 - ✓ Tình hình kinh tế xấu đi ảnh hưởng tới nhu cầu mua nhà.
- Cơ hội tăng giá**
 - ✓ Mặt bằng lãi suất duy trì ở vùng thấp kỷ lục và nới lỏng chính sách cho vay đối với ngành bất động sản và mua nhà nhanh hơn dự kiến;
 - ✓ Chính phủ thúc đẩy đầu tư công và các chính sách hỗ trợ nền kinh tế giúp nhu cầu mua nhà hồi phục mạnh mẽ hơn;
 - ✓ Giá vật liệu xây dựng giảm nhiều hơn dự kiến sẽ giảm chi phí đầu vào.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của KDH

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2.912	2.088	3.596	5.640
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần (%)</i>	-22%	-28%	72%	57%
Lợi nhuận gộp	1.460	1.587	1.883	3.137
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	50%	76%	52%	56%
Doanh thu tài chính	18	50	50	52
Chi phí tài chính	(91)	(148)	(76)	(81)
Chi phí bán hàng	(175)	(162)	(216)	(357)
Chi phí QLDN	(219)	(205)	(332)	(520)
Lợi nhuận từ HĐKD	992	1.122	1.309	2.265
Lãi/Lỗ khác	419	(53)	(72)	(28)
Lợi nhuận trước thuế	1.411	1.069	1.237	2.237
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.103	716	971	1.092
<i>Biên lợi nhuận sau thuế (%)</i>	37%	35%	28%	32%
EPS (đồng/cp)	1.440	840	1.014	1.140
BPVS (đồng/cp)	16.123	16.828	19.050	20.184

Nguồn: KDH, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

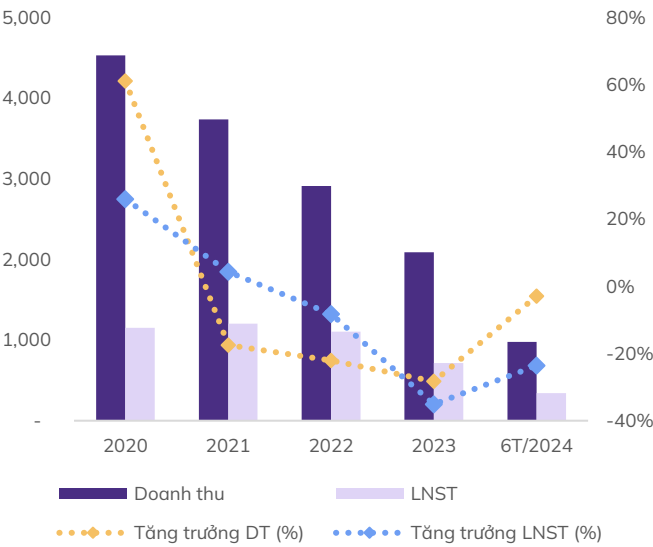
KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2/2024 VÀ 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2024

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2Q2023	2Q2024	%YoY	1H2023	1H2024	%YoY
Doanh thu thuần	582	645	10,7%	1.008	978	-2,9%
Lợi nhuận gộp	494	509	3,1%	848	674	-20,5%
Biên LN gộp (%)	84,8%	79,0%		84,2%	68,9%	
Chi phí BH & QLDN	(61)	(86)	42,2%	(137)	(134)	-2,4%
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT (%)	-10,4%	-13,4%		-13,6%	-13,7%	
Doanh thu tài chính	8	10	36,8%	20	23	10,3%
Chi phí tài chính	(18)	(11)	-36,7%	(19)	(33)	67,6%
Chi phí lãi vay	(0,8)	-	-100,0%	(1,4)	-	-100,0%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	438	422	-3,6%	712	530	-25,5%
Lợi nhuận trước thuế	416	371	-10,6%	700	472	-32,5%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	248	278	12,2%	447	342	-23,5%
Biên LN ròng (%)	42,6%	43,2%		44,4%	34,9%	

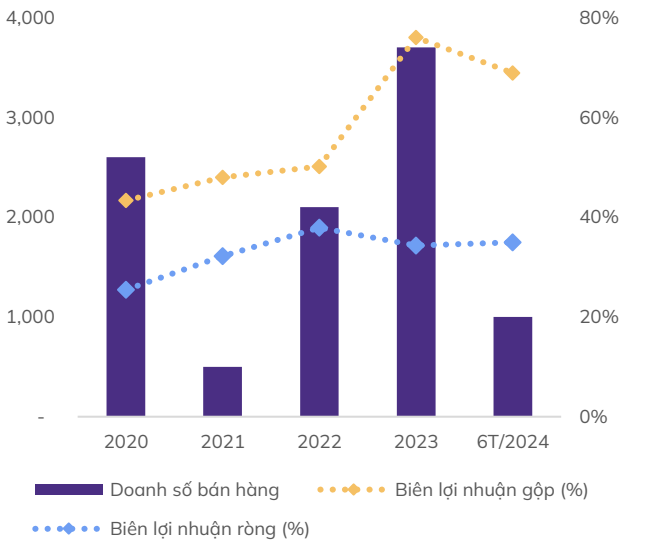
Nguồn: KDH, ABS Research

- KQKD Q2/2024 khởi sắc nhờ bán một số lô đất riêng lẻ.** Trong Q2/2024, doanh thu thuần của KDH đạt 645 tỷ đồng (+10,7% svck và +93% QoQ), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 279 tỷ đồng (+12,8% svck và +3,4 lần QoQ). Sự tăng trưởng này chủ yếu đến từ doanh thu hoạt động bất động sản khi bàn giao tại dự án Classia và một số lô đất riêng lẻ. Biên lợi nhuận gộp trong Q2/2024 của KDH ở mức cao 79% (tăng 25 đpt so với biên lợi nhuận gộp trong Q1/2024, cao nhất từ Q3/2023) do doanh thu bán bất động sản phần lớn đến từ bàn giao các lô đất riêng lẻ doanh nghiệp không có kế hoạch phát triển nên có chi phí giá vốn thấp.
- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2024,** doanh thu thuần của KDH đạt 978 tỷ đồng (-2,9% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 342 tỷ đồng (-23,5% svck). Như vậy, KDH đã hoàn thành 25% kế hoạch doanh thu và 44% kế hoạch lợi nhuận của cả năm 2024. KQKD nửa đầu năm 2024 của doanh nghiệp đến chủ yếu từ (i) dự án Classia (lũy kế đến cuối Q2/2024 đã bán được 97% và bàn giao 95%), (ii) cơ cấu một số lô đất riêng lẻ. Ngoài ra, lưu ý về chi phí lãi vay của KDH phần lớn đã được vốn hóa, chi phí tài chính chủ yếu ghi nhận khoản chiết khấu thanh toán cho khách hàng mua bất động sản. Chi phí lãi vay vốn hóa 6T/2024 là 378 tỷ đồng (năm 2023 là 759 tỷ đồng).

KQKD của KDH giai đoạn 2020 – 1H/2024 (tỷ VND)



Doanh số và biên lợi nhuận giai đoạn 2020 – 1H/2024

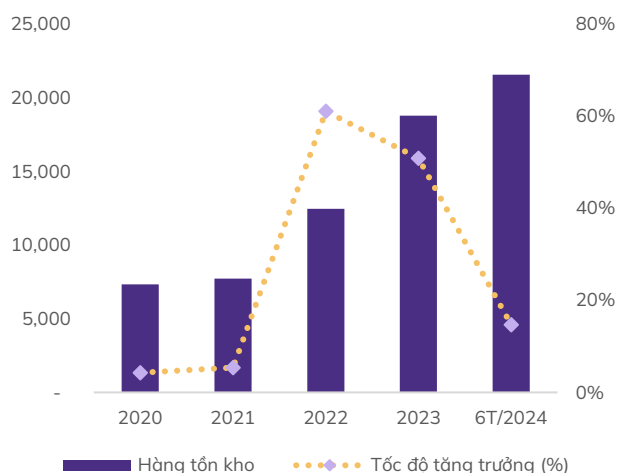


Nguồn: KDH, ABS Research

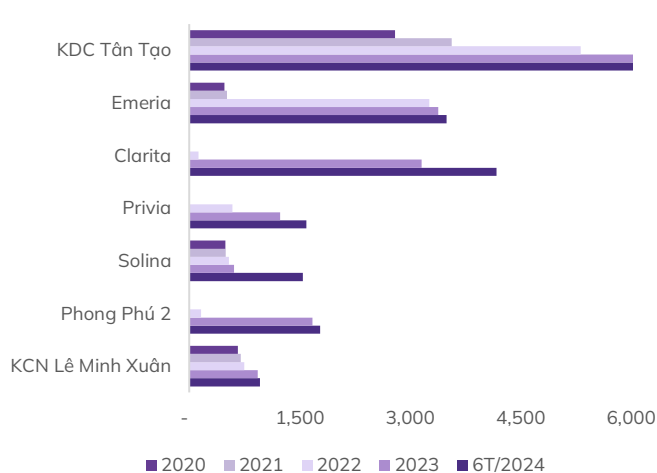
- **Hàng tồn kho ở mức cao chuẩn bị cho sự phục hồi của thị trường BĐS.** Hàng tồn kho của KDH tại thời điểm 30/06/2024 đạt giá trị hơn 21,5 nghìn tỷ đồng (+14,7% so với cuối năm 2023), chiếm tới 75,6% tổng tài sản, là chi phí của các dự án đang triển khai như Khu dân cư Tân Tạo (6.560 tỷ), Clarita (4.171 tỷ), Emeria (3.493 tỷ), Phong Phú 2 (1.779 tỷ), Solina (1,54 nghìn tỷ đồng), ... Ngoài ra, chi phí của dự án KCN Lê Minh Xuân được hạch toán ở khoản mục chi phí xây dựng cơ bản dở dang đạt 959 tỷ (+2,9% so với cuối năm 2023).

Trong nửa đầu năm 2024, đáng chú ý với giá trị dự án Solina tăng mạnh, đạt 1.543 tỷ (tăng 1,5 lần so với giá trị cuối năm 2023) khi công ty đóng tiền sử dụng đất và chi trả tiền GPMB, bên cạnh 2 dự án liên doanh với Keppel (Clarita và Emeria) cũng được tập trung đẩy mạnh triển khai để chuẩn bị mở bán dự kiến từ cuối năm 2024.

Tổng giá trị HTK giai đoạn 2020 – 1H/2024 (tỷ đồng)

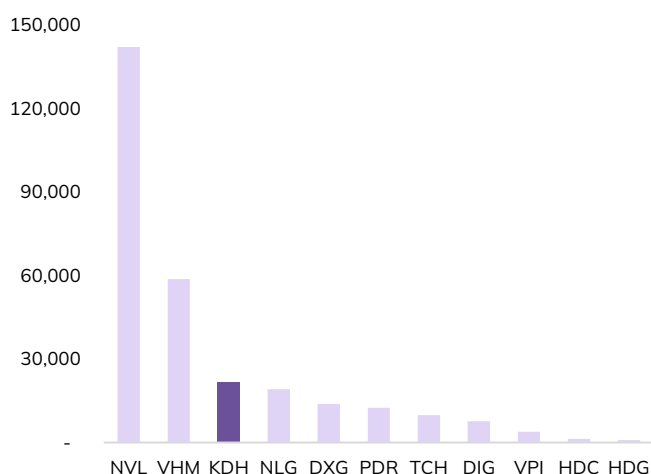


Giá trị HTK một số dự án giai đoạn 2020 – 1H/2024

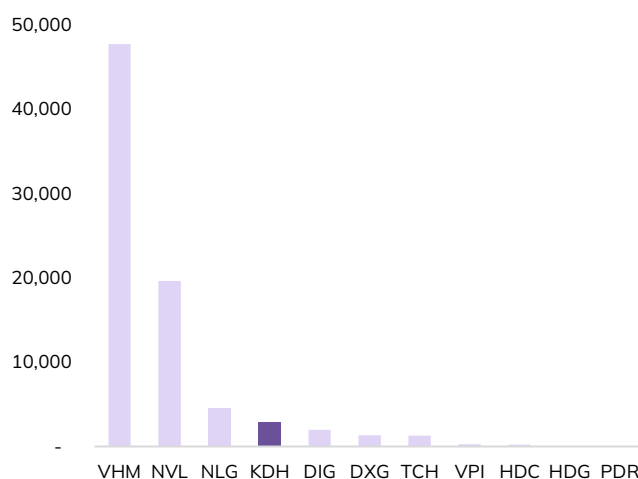


Nguồn: KDH, ABS Research

Giá trị HTK các doanh nghiệp bất động sản tại 30/06/2024 (tỷ đồng)



Giá trị người mua trả tiền trước các doanh nghiệp bất động sản tại 30/06/2024 (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, ABS Research

Về tình trạng các dự án hiện tại của KDH, đáng chú ý nhất là dự án Privia (Bình Tân, TP.HCM) với 1.043 căn hộ chung cư đã bán hết trong 3 tháng sau khi mở bán cuối tháng 11/2023. Dự kiến công ty sẽ bàn giao và ghi nhận doanh thu dự án này từ tháng 10/2024. Bên cạnh đó, 2 dự án liên doanh với Keppel là Emeria và Clarita (Thủ Đức, TP.HCM), được khởi công xây dựng từ tháng 10/2023, KDH đang tiến hành xin giấy phép bán hàng, dự kiến sẽ bắt đầu mở bán từ cuối năm 2024. Ngoài ra, dự án The Classia sau khi mở bán từ Q3/2022, dự kiến sẽ hoàn tất bàn giao trong năm 2024.

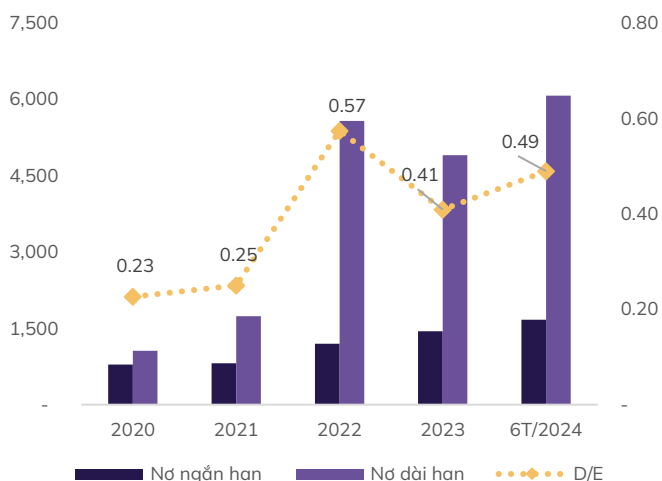
Thông tin các dự án của KDH

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Tỷ lệ sở hữu	Sản phẩm	Tình trạng dự án	Tiến độ bán hàng và bàn giao dự kiến
The Classia	Thủ Đức, TP.HCM	4,3	100%	176 nhà phố/biệt thự	- Khởi công xây dựng từ tháng 4/2021 và mở bán vào Q3/2022. - Đã bán 97% và bàn giao hơn 95% tính đến cuối Q2/2024. Dự kiến hoàn tất bàn giao trong năm 2024	2022 - 2024F
The Privia	Bình Tân, TP.HCM	1,8	100%	1.043 căn hộ	- Mở bán vào tháng 11/2023 và bán hết trong 3 tháng. - Dự kiến bàn giao từ tháng 10/2024.	2023 - 2025F
Emeria	Thủ Đức, TP.HCM	6,0	51%	600 căn hộ; 67 nhà phố/biệt thự	- Chuyển nhượng 49% cho Keppel Land trong Q2/2023 - Đang xây dựng, dự kiến mở bán vào cuối năm 2024 hoặc đầu năm 2025 sau khi hoàn thành xin giấy phép mở bán	2024 - 2030F
Clarita	Thủ Đức, TP.HCM	5,8	51%	159 nhà phố/biệt thự		
The Solina	Bình Chánh, TP.HCM	16,4	100%	500 căn thấp tầng trong GD1	Đã có phê duyệt 1/500; GD1 đã hoàn thành nộp tiền sử dụng đất, đang xin giấy phép xây dựng	2026 - 2032F
KDC Tân Tạo	Bình Tân, TP.HCM	330	100%		Đã có phê duyệt 1/500, đang tiến hành GPMB (hoàn thành 85%)	2027 - 2035F
Phong Phú 2	Bình Chánh, TP.HCM	132,9	100%		Đang trong giai đoạn hoàn thiện pháp lý	2027 trở đi
Bình Trưng mới	Thủ Đức, TP.HCM	20	100%		Đang trong giai đoạn hoàn thiện pháp lý	2027 trở đi
KCN Lê Minh Xuân	Bình Chánh, TP.HCM	109,9	100%		Đã có phê duyệt 1/500, đang xin giấy phép xây dựng hạ tầng	2025 - 2029F

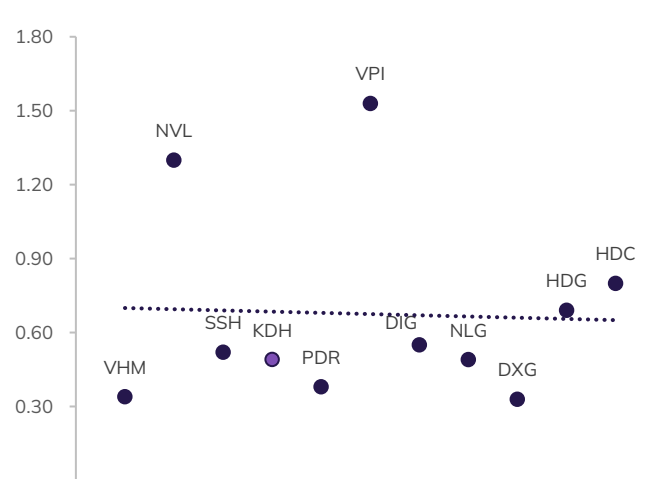
Nguồn: KDH, ABS Research

Nợ vay cao cuối Q2/2024 nhưng dự kiến giảm từ Q3/2024. Tại 30/06/2024, tổng nợ vay của KDH đạt 7.740 tỷ đồng (+22% so với cuối năm 2023), chủ yếu là vay dài hạn với giá trị 6.071 tỷ đồng (chiếm 78,4% nợ vay). Tỷ lệ D/E ở mức 0,49 lần (tăng so với mức 0,41 lần cuối năm 2023). Tuy nhiên, trong Q3/2024, KDH đã phát hành thành công 110 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho 19 nhà đầu tư, thu về 3.000 tỷ đồng sẽ được dùng để chi trả nợ vay, qua đó giúp doanh nghiệp giảm tỷ lệ nợ vay.

Cơ cấu nợ vay của KDH giai đoạn 2020 – 1H/2024



Tỷ lệ D/E của các doanh nghiệp BĐS cuối Q2/2024

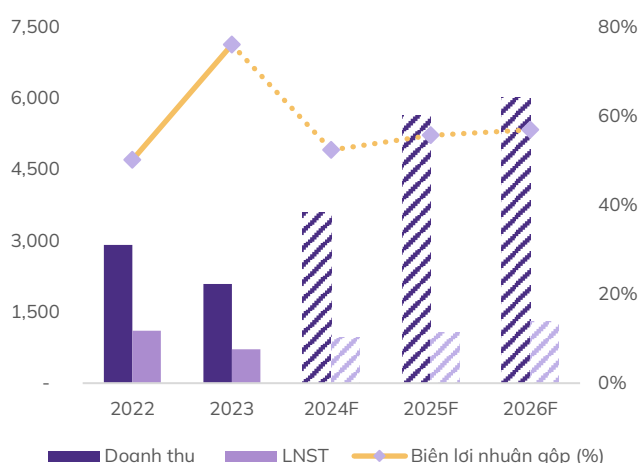


Nguồn: KDH, FiinPro, ABS Research

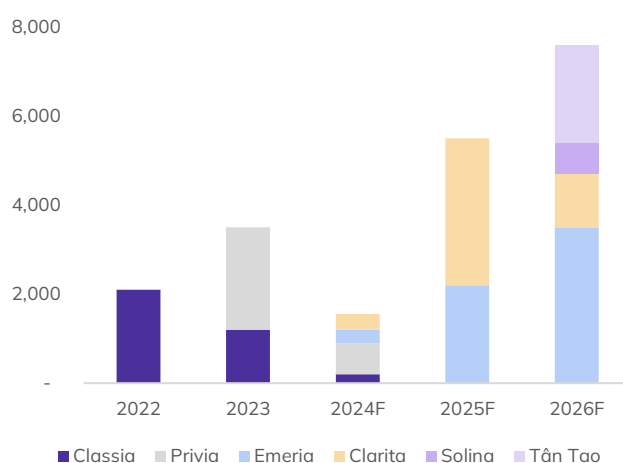
Triển vọng kinh doanh

- **Bàn giao dự án The Privia giúp cải thiện KQKD năm 2024.** Trọng tâm trong nửa cuối năm 2024 của KDH sẽ tập trung bàn giao tại dự án The Privia (Bình Tân, TP.HCM) bắt đầu từ tháng 10/2024 sau khi hoàn tất bán hàng trong tháng 2/2024 – chỉ 3 tháng sau khi mở bán. Chúng tôi dự kiến KDH có thể bàn giao 75% số lượng sản phẩm trong Q4/2024, phần còn lại sẽ được bàn giao trong năm 2025. Tổng doanh thu toàn bộ dự án The Privia theo ước tính của chúng tôi đạt khoảng 3.000 tỷ đồng.
- **Giai đoạn 2024 – 2026 sẽ là điểm rơi dòng tiền và doanh thu của KDH với nhiều dự án trọng điểm.** Bên cạnh dự án The Privia, từ Q4/2024, KDH có thể tiếp tục mở bán 2 dự án nằm trong liên doanh với Keppel là Emeria và Clarita với các sản phẩm thấp tầng được mở bán trước (bàn giao, ghi nhận doanh thu trong năm 2025). Sang năm 2025, doanh số bán hàng sẽ tiếp tục tập trung vào việc mở bán các căn hộ cao tầng tại Emeria và Clarita, đồng thời bắt đầu cho thuê đất KCN tại KCN Lê Minh Xuân mở rộng. Năm 2026, dự án The Solina sẽ tiếp tục là dự án trọng điểm mang về doanh số bán hàng cho KDH. Như vậy, với số lượng các dự án sẵn sàng mở bán dồi dào, dòng tiền bán bất động sản và doanh số bán hàng của KDH có thể tăng mạnh trong giai đoạn từ 2024 – 2026, qua đó thúc đẩy kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Dự phóng KQKD giai đoạn 2022 – 2026F (tỷ đồng)



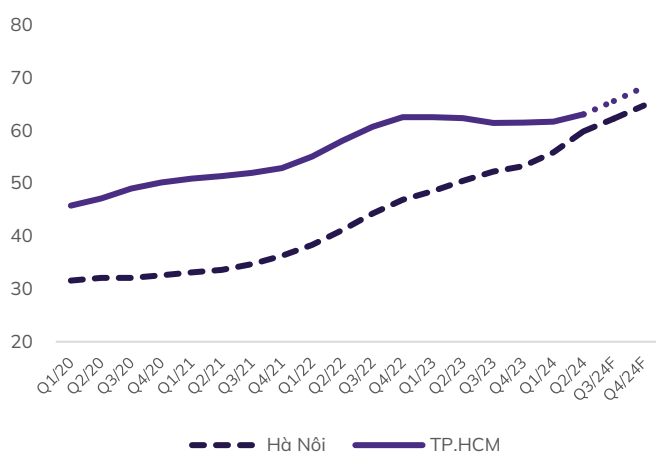
Dự phóng doanh số bán hàng 2022 – 2026F (tỷ đồng)



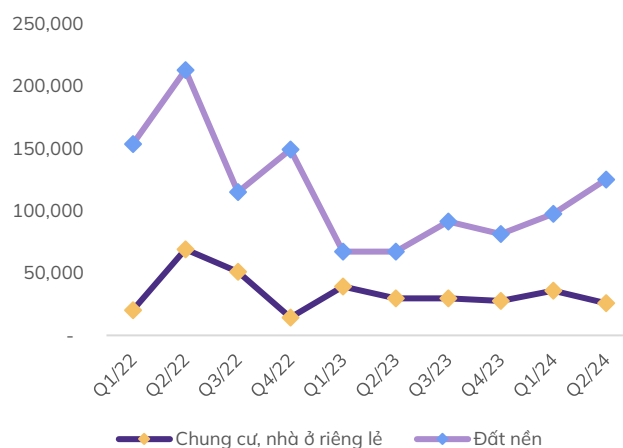
Nguồn: KDH, ABS Research

- **Giá bán bất động sản tiếp tục giữ ở mức cao.** 6T/2024, tại thị trường TP.HCM (quỹ dự án của KDH tập trung tại phía Đông và Tây Nam TP.HCM), nguồn cung căn hộ mới đạt gần 1.200 căn hộ (-54% svck), riêng trong Q2/2024 nguồn cung mới đạt gần 924 căn (+240% QoQ và -5% svck). Lượng bán ghi nhận gần 2.100 căn (-29% svck), tỷ lệ hấp thụ Q2/2024 đạt 30%.

Giá sơ cấp bình quân căn hộ chung cư (triệu đồng/m²)



Lượng giao dịch giai đoạn 2022 – 1H/2024 (nghìn tỷ VND)



Nguồn: Bộ Xây dựng, CBRE, ABS Research

Trong nửa đầu năm 2024, thị trường Hà Nội đang ghi nhận mức giá BĐS tăng mạnh mẽ hơn ở TP.HCM, đặc biệt là phân khúc chung cư cả ở thị trường sơ cấp và thứ cấp khi đạt gần 60 triệu đồng/m² (chưa bao gồm VAT và phí bảo trì), trong khi tại thị trường TP.HCM giá chỉ tăng nhẹ 3% theo quý và 6% theo năm, đạt trên 63 triệu đồng/m². Diễn biến trong Q3/2024, giá chung cư tại Hà Nội tiếp tục tăng mạnh, tiếp tục thu hẹp khoảng cách giá với thị trường TP.HCM. Chúng tôi cho rằng giá BĐS tại thị trường TP.HCM, đặc biệt là giá chung cư có thể tăng trong thời gian tới khi nhu cầu tìm tới thị trường này, lượng giao dịch sôi động trở lại hơn (bên cạnh các yếu tố chi phí dự án làm tăng giá BĐS do các quy định mới như đề cập phía dưới).

- **Tiềm năng tăng trưởng lớn trong dài hạn, đặc biệt khi 3 bộ luật mới liên quan đến ngành BĐS có hiệu lực.** Vừa qua 3 bộ luật liên quan đến ngành BĐS (Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh Bất động sản, Luật Đất đai) chính thức có hiệu lực từ 01/08/2024 được dự báo có nhiều ảnh hưởng tới ngành BĐS như chúng tôi đã phân tích tại [báo cáo trước đây](#). Trong đó, có một số tác động đáng chú ý đến chủ đầu tư dự án BĐS như (i) Tăng chi phí thực hiện dự án, đặc biệt chi phí đất, (ii) Nâng cao yêu cầu năng lực chủ đầu tư bao gồm năng lực tài chính và phát triển dự án. Theo đó, chúng tôi đánh giá KDH nắm giữ nhiều lợi thế để hưởng lợi từ những yếu tố này, cụ thể:
 - **KDH sở hữu quỹ đất lớn** với 600ha bất động sản nhà ở và 100ha khu công nghiệp ở khu vực TP. Hồ Chí Minh, có pháp lý rõ ràng, hướng tới nhu cầu ở thực. Trong bối cảnh bảng giá đất mới sẽ được ban hành nhằm giúp giá đất sát với giá thị trường – theo đó có thể khiến chi phí đất tăng lên mạnh mẽ cùng với yêu cầu năng lực phát triển dự án, GPMB với các chủ đầu tư tăng lên, thì KDH với vị thế chủ đầu tư hàng đầu trong ngành cùng quỹ đất lớn có thể tận dụng cơ hội để nhanh chóng phát triển các dự án với biên lợi nhuận ở mức cao.
 - **Ngoài ra, KDH có năng lực tài chính tốt với chiến lược phù hợp.** Tỷ lệ nợ vay/VCSH của KDH thường ở mức thấp hơn trung bình ngành, doanh nghiệp duy trì được dòng tiền ổn định. Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn thực hiện hợp tác với đối tác nước ngoài giúp mang lại nguồn vốn lớn để thực hiện dự án. Tiêu biểu gần đây là việc hợp tác với tập đoàn Keppel tại 2 dự án Emeria và Clarita với tổng chi phí phát triển dự án là hơn 10.000 tỷ đồng.

Dự phóng KQKD 2024 – 2025

- Dựa trên một số giả định chính:
 - ✓ Dự án The Privia sẽ được bàn giao và ghi nhận doanh thu trong năm 2024 và 2025. Ngoài ra, nửa cuối năm 2024 sẽ ghi nhận bàn giao phần còn lại của dự án Classia.
 - ✓ Trong Q4/2024, dự án Emeria và Clarita sẽ được mở bán một phần ở phân khúc thấp tầng và có thể bàn giao ghi nhận doanh thu trong năm 2025. Đây cũng sẽ là 2 dự án trọng tâm trong năm 2025, sau dự án The Privia.
 - ✓ Các giai đoạn tiếp theo sẽ mở bán một số dự án lớn như The Solina, KDC Tân Tạo hay KCN Lê Minh Xuân mở rộng. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh BĐS sẽ tập trung rơi vào giai đoạn 2024 – 2026.
 - ✓ Sau khi đã phát hành riêng lẻ thành công hơn 110 triệu cổ phiếu trong tháng 8/2024, chúng tôi giả định công ty không tiếp tục thực hiện tăng vốn.
- Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2024 của KDH lần lượt là **3.596 tỷ đồng (+72,3% svck)** và **971 tỷ đồng (+35,6% svck)**. Năm 2025, doanh thu thuần dự kiến đạt **5.640 tỷ đồng (+56,8% svck)** và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt **1.092 tỷ đồng (+12,4% svck)**. EPS 2024F & 2025F dự kiến đạt 1.014 đồng/cp & 1.140 đồng/cp, BVPS 2024F & 2025F dự kiến đạt 19.050 đồng/cp & 20.184 đồng/cp, tương ứng 2024F P/E và P/B đạt 38,8 lần & 2,1 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2025F P/E và P/B đạt 34,5 lần và 1,9 lần.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu KDH phương pháp

- Phương pháp định giá lại tài sản RNAV

Phương pháp định giá RNAV

Chỉ tiêu	Giá trị (tỷ)
Bất động sản sau khi định giá lại	45.555
Tài sản thanh khoản	2.581
Nợ vay	7.740
Giá trị VCSH sau khi định giá lại	40.391
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)	909.403.715
Giá trị cổ phiếu	44.400

Nguồn: ABS Research

- Theo phương pháp RNAV, giá cổ phiếu KDH được xác định là **44.400 đồng/cp**.

Như vậy, giá cổ phiếu KDH hợp lý ở mức **44.400 đồng/cp tương ứng tăng 12,9% so với giá hiện tại**. Do đó chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với KDH.

Rủi ro giảm giá

- Tình trạng pháp lý dự án kéo dài ảnh hưởng thời gian thực hiện dự án;
- Tiến độ triển khai dự án và GPMB chậm hơn dự kiến;
- Tình hình kinh tế xấu đi ảnh hưởng tới nhu cầu mua bất động sản.

Cơ hội tăng giá

- Mặt bằng lãi suất được hạ và nới lỏng chính sách cho vay đối với nhanh hơn dự kiến;

- Chính phủ thúc đẩy đầu tư công và các chính sách hỗ trợ nền kinh tế giúp nhu cầu mua nhà hồi phục mạnh mẽ hơn;
- Giá vật liệu xây dựng giảm nhiều hơn dự kiến sẽ giảm chi phí đầu vào.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	2.912	2.088	3.596	5.640
Giá vốn hàng bán	(1.452)	(501)	(1.714)	(2.502)
Lợi nhuận gộp	1.460	1.587	1.883	3.137
Doanh thu tài chính	18	50	50	86
Chi phí tài chính	(91)	(148)	(76)	(81)
Chi phí bán hàng	(175)	(162)	(216)	(357)
Chi phí QLDN	(219)	(205)	(332)	(520)
Lợi nhuận từ HKKD	992	1.122	1.309	2.265
Lãi/lỗ khác	419	(53)	(72)	(28)
Lợi nhuận trước thuế	1.411	1.069	1.237	2.237
Lợi nhuận sau thuế	1.082	730	990	1.789
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.103	716	971	1.092

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
LCT thuần từ HKKD	(1.047)	(1.543)	(783)	1.728
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	(797)	2.813	7	(5)
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	3.231	(293)	1.795	(511)
LCT thuần trong kỳ	1.387	977	1.019	1.212
Tiến & tương đương tiền đầu kỳ	1.365	2.753	3.730	4.749
Tiến & tương đương tiền cuối kỳ	2.753	3.730	4.749	5.961

Chỉ số tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	5,85	4,63	6,45	7,10
Khả năng thanh toán nhanh	2,29	1,04	1,69	2,26
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,80	0,70	1,15	1,50
Khả năng thanh toán lãi vay	151,93	0	175,31	351,05
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,55	0,59	0,68	0,70
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,45	0,41	0,32	0,30
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,57	0,41	0,26	0,22
Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	67,47	41,78	10,06	10,42
Số ngày phải trả	33,12	73,23	37,19	37,00
Số ngày tồn kho	2.536	11.377	4.045	2.768
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	50,1%	76,0%	52,4%	55,6%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	33,8%	52,9%	35,2%	38,8%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	37,2%	34,9%	27,5%	31,7%
ROE	9,8%	5,3%	5,7%	8,8%
ROA	6,0%	3,0%	3,6%	6,1%
ROIC	7,0%	3,6%	4,3%	7,1%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
+ Tiến và các khoản tương đương tiền	2.753	3.730	4.749	5.961
+ Đầu tư ngắn hạn	43	9	19	19
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	5.208	1.831	2.283	3.017
+ Hàng tồn kho	12.453	18.787	19.193	18.768
+ Tài sản ngắn hạn khác	49	381	615	480
Tài sản ngắn hạn	20.506	24.737	26.860	28.246
+ Các khoản phải thu dài hạn	73	76	77	82
+ Tài sản cố định	81	81	66	50
+ Bất động sản đầu tư	102	131	125	119
+ Tài sản dở dang dài hạn	750	933	960	960
+ Đầu tư dài hạn	14	12	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	13	511	516	521
Tài sản dài hạn	1.033	1.744	1.744	1.732

Tổng Tài sản	21.539	26.481	28.603	29.977
+ Vay ngắn hạn	1.195	1.444	1.371	1.126
+ Phải trả người bán	109	92	257	250
+ Nợ ngắn hạn khác	2.199	3.809	2.536	2.603
Nợ ngắn hạn	3.503	5.346	4.164	3.979
+ Vay dài hạn	5.576	4.901	3.770	3.503
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	666	711	1.228	1.405
Nợ dài hạn	6.242	5.612	4.998	4.908
Tổng nợ phải trả	9.745	10.958	9.162	8.887
+ Vốn cổ phần	7.168	7.993	9.094	9.094
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.312	1.339	3.238	3.238
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	2.780	3.766	4.689	5.726
+ Quỹ khác	534	2.424	2.443	3.141
Vốn chủ sở hữu	11.795	15.523	19.464	21.199
Tổng cộng nguồn vốn	21.539	26.481	28.626	30.086

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	-22,1%	-28,3%	72,3%	56,8%
Tăng trưởng LNTT	-8,4%	-24,2%	15,7%	80,8%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	-10,2%	602,0%	-11,0%	3,0%
Tăng trưởng EPS	-19,6%	-41,7%	20,7%	12,4%
Tăng trưởng VCSH	15,4%	31,6%	25,4%	8,9%
Tăng trưởng Tổng tài sản	49,9%	22,9%	8,0%	4,8%

Định giá (lần)	2022	2023	2024F	2025F
P/E	18.40	34.58	43.80	38.96
P/B	1.64	1.73	2.33	2.20
EV/EBITDA	19.72	26.03	32.10	17.20
EV/Sales	7.89	13.27	11.34	6.92
EPS (đồng/cp)	1.440	840	1.014	1.140
BVPS (đồng/cp)	16.123	16.828	19.050	20.184

Nguồn: ABS Research

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Dầu khí, Điện, Hóa chất

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Nguyễn Xuân Hải - Chuyên viên

Email: hai.nguyenxuan@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường - Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng và Dịch vụ Công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: duyen.nguyenthiky@abs.vn

Hàng xuất khẩu, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminh@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Kiều Thị Thanh Thư - Chuyên viên

Email: thu.kieuthithanh@abs.vn