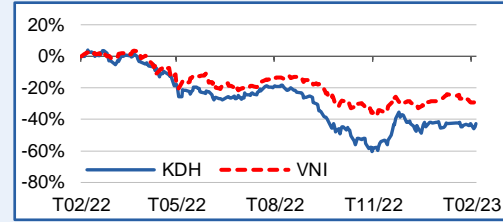




CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) [MUA +20,1%]

Cập nhật

Ngành	BDS		2022A	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo	17/02/2023	TT DT	-22,1%	-13,6%	67,4%	18,9%
Giá hiện tại	27.800VND	TT EPS	-12,2%	-23,7%	63,0%	9,9%
Giá mục tiêu	33.400VND	TT LNST sau CĐTS	-8,3%	-23,2%	63,0%	9,9%
Giá mục tiêu gần nhất	33.000VND	Biên LN gộp	47,5%	60,7%	57,7%	57,5%
TL tăng	+20,1%	Biên LN ròng	37,8%	33,6%	32,8%	30,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	1,7x	1,6x	1,4x	1,3x
Tổng mức sinh lời	+20,1%	P/E	19,4x	25,5x	15,6x	14,2x



			KDH	Peers	VNI
GT vốn hóa	836,6tr USD				
Room KN	100,6tr USD	P/E (trượt)	19,4x	25,1x	13,8x
GTGD/ngày (30n)	2,0tr USD	P/B (hiện tại)	1,7x	1,2x	1,7x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ ròng/CSH	33,7%	44,2%	NA
SL cổ phiếu lưu hành	716,8tr	ROE	10,1%	9,4%	14,3%
Pha loãng	716,8tr	ROA	6,0%	4,7%	2,2%

Tổng quan công ty
KDH là chủ đầu tư nhà phố uy tín tại TP. HCM. Năm 2017, công ty mở rộng sang phát triển kinh doanh các dự án căn hộ trung cấp. KDH hiện sở hữu quỹ đất khoảng 600 ha tại Thành phố Thủ Đức, Quận Bình Chánh và Quận Bình Tân thuộc TP. HCM.

Phạm Nhật Anh
Chuyên viên

Hoàng Nam
Trưởng phòng cao cấp

Lợi nhuận giảm, nhưng doanh số bán hàng tăng nhờ các đợt mở bán mới

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) và nâng giá mục tiêu thêm 1,2% lên 33.400 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ (1) thay đổi phương pháp định giá đối với dự án Đoàn Nguyên quy mô 6 ha (P. Bình Trưng Đông, TP. Thủ Đức) từ giá trị sổ sách sang DCF do hiện tại chúng tôi đã có bức tranh pháp lý rõ ràng hơn về dự án này và (2) vị thế nợ vay ròng của KDH thấp hơn vào cuối năm 2022. Những thay đổi tích cực này bị ảnh hưởng một phần bởi mức định giá thấp hơn của chúng tôi đối với các dự án trung hạn do việc bán và bàn giao chậm hơn dự kiến vào năm 2023.
- Theo kì vọng bàn giao chậm hơn, chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 xuống 30% nhưng tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 thêm 4% do chúng tôi kỳ vọng việc bán và bàn giao tại Solina Giai đoạn 1 (Bình Chánh, TP.HCM — 500 căn thấp tầng) sẽ bắt đầu vào năm 2024 so với dự báo trước đây là năm 2023.
- Đối với năm 2023, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS đạt 847 tỷ đồng (-24% YoY), chủ yếu nhờ bàn giao (1) dự án Clarita mới mở bán và (2) các căn còn lại tại Classia và Lovera Vista. Chúng tôi tự tin về giả định ghi nhận của Clarita vào năm 2023 do KDH đã hoàn thành đền bù đất đai và được cấp phép xây dựng cho dự án này.
- Ngày 10/2, KDH và Keppel Land đã ký kết hợp tác phát triển các dự án khu dân cư tại TP.HCM. Mặc dù không nằm trong dự báo của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng mối quan hệ hợp tác này sẽ mang lại nhiều giá trị phát triển hơn cho quỹ đất 600 ha của KDH tại TP.HCM trong thời gian tới.
- Chúng tôi tin rằng các sản phẩm nhà ở từ các chủ đầu tư giàu kinh nghiệm với thương hiệu mạnh —như KDH với quỹ đất bất động sản có vị trí đẹp tại TP.HCM — sẽ tiếp tục thu hút sự quan tâm của người mua nhà. KDH hiện giao dịch với P/B năm 2023 là 1,6 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi) — thấp hơn 27% so với mức trung bình 5 năm là 2,2 lần — mức mà chúng tôi cho là hấp dẫn.
- Rủi ro: Các dự án quy mô lớn như Tân Tạo mở bán chậm hơn dự kiến.

Doanh số bán hàng tăng mạnh hơn trong năm 2023 được thúc đẩy bởi các đợt mở bán mới của Privia và Clarita, điều này sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024. Ngoài các dự án mà chúng tôi dự kiến sẽ bàn giao vào năm 2023 (Clarita, Classia và Lovera Vista), doanh số bán hàng năm 2023 được hỗ trợ bởi việc mở bán Privia (Quận Bình Tân, TP.HCM — khoảng 1.000 căn hộ sẽ bắt đầu bàn giao vào năm 2024), đã hoàn thành phần móng vào cuối năm 2022 và nằm trong kế hoạch bán hàng của KDH cho năm 2023. Chúng tôi hiện dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng của KDH vào năm 2023 đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (+64% YoY), mà chúng tôi tin rằng sẽ tạo dư địa vững chắc cho tăng trưởng trong năm 2024.

Chúng tôi kỳ vọng các dự án khu dân cư quy mô nhỏ sẽ mang lại lợi nhuận trong giai đoạn 2023-2025 và dự án Tân Tạo quy mô lớn của KDH sẽ bắt đầu bán trước vào năm 2025. Chúng tôi giữ quan điểm tích cực về triển vọng dài hạn của KDH và dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS tăng trưởng 10% trong giai đoạn 2023-2025 nhờ việc bàn giao tại KCN Lê Minh Xuân 109 ha (Bình Chánh, TP.HCM) và Solina bắt đầu từ năm 2024. Chúng tôi cũng kỳ vọng doanh số bán hàng từ các dự án Tân Tạo (Bình Tân, TP.HCM — 330 ha) và Đoàn Nguyên trong năm 2025 sẽ hỗ trợ triển vọng tăng trưởng dài hạn của KDH. Đối với KCN Lê Minh Xuân và Solina, khoảng 90% công tác đền bù đã hoàn thành nên việc xây dựng Giai đoạn 1 của cả 2 dự án có thể bắt đầu ngay khi có giấy phép xây dựng.

Báo cáo tài chính

P&L (VND bn)	2022	2023F	2024F	2025F
Revenue	2,912	2,517	4,214	5,011
COGS	-1,529	-990	-1,784	-2,131
Gross Profit	1,383	1,527	2,430	2,880
Sales & Marketing exp	-103	-162	-235	-280
General & Admin exp	-220	-197	-287	-342
Operating Profit	1,060	1,168	1,908	2,258
Financial income	18	28	23	9
Financial expenses	-82	-91	-130	-288
- o/w interest expense	-14	-14	-24	-63
Associates	0	0	0	0
Net other income/(loss)	412	0	0	0
Profit before Tax	1,408	1,105	1,801	1,980
Income Tax	-327	-257	-418	-460
NPAT before MI	1,081	848	1,383	1,520
Minority Interest	21	-1	-2	-3
NPAT less MI, reported	1,102	847	1,380	1,517
NPAT less MI, adjusted	1,102	847	1,380	1,517

EBITDA	1,070	1,183	1,931	2,281
EPS reported, VND	1,430	1,091	1,779	1,955
EPS adjusted, VND	1,430	1,091	1,779	1,955
EPS fully diluted, VND	1,430	1,091	1,779	1,955
DPS, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

RATIOS	2022	2023F	2024F	2025F
Growth				
Revenue growth	-22.1%	-13.6%	67.4%	18.9%
Op profit (EBIT) growth	-24.7%	10.2%	63.4%	18.3%
PBT growth	-8.5%	-21.6%	63.0%	9.9%
EPS growth, adjusted	-12.2%	-23.7%	63.0%	9.9%

Profitability				
Gross Profit Margin	47.5%	60.7%	57.7%	57.5%
Op Profit, (EBIT) Margin	36.4%	46.4%	45.3%	45.1%
EBITDA Margin	36.8%	47.0%	45.8%	45.5%
NPAT-MI Margin, adj,	37.8%	33.6%	32.8%	30.3%
ROE	10.1%	7.1%	10.5%	10.4%
ROA	6.0%	3.8%	5.8%	5.8%

Efficiency				
Days Inventory On Hand	2,408	5,026	3,240	2,998
Days Accts, Receivable	596	743	446	402
Days Accts, Payable	31	33	20	24
Cash Conversion Days	2,972	5,736	3,665	3,376

Liquidity				
Current Ratio x	6.0	6.9	6.7	4.7
Quick Ratio x	2.4	2.3	1.8	1.5
Cash Ratio x	0.8	0.7	0.3	0.5
Debt / Assets	31.3%	32.7%	29.2%	24.8%
Debt / Capital	36.5%	37.5%	33.7%	30.7%
Net Debt / Equity	33.7%	41.8%	44.0%	27.6%
Interest Coverage x	73.8	82.2	78.9	36.0

B/S (VND bn)	2022	2023F	2024F	2025F
Cash & equivalents	2,752	2,256	904	2,551
ST investment	44	44	44	44
Accounts receivables	5,303	4,943	5,347	5,686
Inventories	12,441	14,814	16,854	18,152
Other current assets	61	57	71	97
Total Current assets	20,601	22,114	23,220	26,531
Fix assets, gross	1,004	1,067	1,151	1,252
- Depreciation	-71	-87	-109	-132
Fix assets, net	933	980	1,042	1,120
LT investment	14	14	14	14
LT assets other	84	84	84	84
Total LT assets	1,031	1,079	1,140	1,218
Total Assets	21,632	23,193	24,360	27,749

Accounts payable	108	70	127	151
Short-term debt	1,028	898	943	990
Other ST liabilities	2,290	2,228	2,420	4,504
Total current liabilities	3,427	3,197	3,489	5,645
Long term debt	5,743	6,686	6,178	5,891
Other LT liabilities	668	668	668	668
Total Liabilities	9,838	10,551	10,335	12,204

Preferred Equity	0	0	0	1
Paid in capital	7,168	7,168	7,168	7,168
Share premium	1,312	1,312	1,312	1,312
Retained earnings	2,779	3,626	5,006	6,524
Other equity	297	297	297	297
Minority interest	237	239	241	244
Total equity	11,794	12,642	14,025	15,545
Liabilities & equity	21,632	23,193	24,360	27,749

Y/E shares out, mn	717	717	717	717
--------------------	-----	-----	-----	-----

CASH FLOW (VND bn)	2022	2023F	2024F	2025F
Beginning Cash Balance	1,365	2,752	2,256	904
Net Income	1,102	847	1,380	1,517
Dep, & amortization	10	15	23	23
Chge in Working Cap	-5,043	-1,567	-2,273	129
Other adjustments	2,107	-541	65	319
Cash from Operations	-1,824	-1,246	-805	1,988

Capital Expenditures, net	-63	-63	-84	-100
Investments, net	43	0	0	0
Cash from Investments	-20	-63	-84	-100

Dividends Paid	0	0	0	0
Δ in Share Capital	230	0	0	0
Δ in ST debt	213	-130	45	47
Δ in LT debt	4,005	943	-508	-287
Other financing C/F	-1,219	0	0	0
Cash from Financing	3,230	813	-463	-240

Net Change in Cash	1,387	-496	-1,352	1,647
Ending Cash Balance	2,752	2,256	904	2,551

Nguồn: BCTC của KDH, dự báo của VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Nhật Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mãn, Chuyên viên, ext 135

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.