

CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land

(HOSE: KHG)

Mua Vào

(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu
VND31.000
(+69,4%)

Vị thế ở tầm cao mới

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Trần Tuấn Long, long.tt@miraeasset.com.vn

Quan điểm đầu tư

Tình hình kinh doanh khởi sắc và kế hoạch kinh doanh rõ ràng

- Tập đoàn Khải Hoàn Land là một trong những doanh nghiệp hoạt động tại khu vực miền Nam với hơn 20% thị phần, hiện tại Khải Hoàn có hơn 5,311 nhân viên (tăng 32% so với đầu năm), hoạt động tại gần 40 chi nhánh (so với chỉ 30 chi nhánh đầu năm). Trong năm qua, Tập đoàn Khải Hoàn Land đã thực hiện hơn 9,000 giao dịch sơ cấp và 16,000 giao dịch thứ cấp, tăng hơn 2 lần so với năm trước.

Quý đất giàu tiềm năng

- KHG đang triển khai 5 dự án bất động sản trong miền Nam, chủ yếu tại các khu vực vùng ven như Nhà Bè, Bà Rịa – Vũng Tàu, Long An và cả thành phố du lịch Phú Quốc. Dự kiến các dự án này sẽ được bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2023 đến 2026 và các năm tiếp theo.
- Đáng chú ý nhất là dự án La Partenza đã được từ khách hàng đăng ký giữ chỗ và chuyển tiền giữ chỗ đạt hơn 60% tổng số căn hộ và với mức giá thị trường đã tăng lên trên 40tr/m². KHG dự kiến bàn giao La Partenza cuối năm 2023 – 2024 và sẽ bắt đầu thu dòng tiền từ đây.
- KHG là đối tác chiến lược cho nhiều dự án lớn trong miền Nam như Vinhomes Central Park, Vinhomes Grand Park, Sunshine Diamond River, các dự án của các chủ đầu tư lớn như GS, Masterise Homes, Keppel Land.
- Bên cạnh đó, KHG cũng tham gia hợp tác phát triển và phân phối độc quyền tất cả dự án của T&T bao gồm: dự án T&T City Millennia (tại Long Hậu, Cần Giuộc, Long An), T&T Phố Nối, T&T DC Complex (Hoàng Mai, Hà Nội), T&T Victoria (Vinh, Nghệ An).... Các dự án này theo chúng tôi đánh giá rất có tiềm năng do nằm ở những vị trí đẹp, giá bán hợp lý và pháp lý đầy đủ.

Định giá và Khuyến nghị

Khuyến nghị Mua vào và tăng giá mục tiêu lên 31,000 đồng / cổ phiếu

- Chúng tôi khuyến nghị Mua vào cho cổ phiếu KHG với giá mục tiêu là 31,000 đồng. Chúng tôi đánh giá KHG hiện đang ở mức xem xét để đầu tư nhờ vào a) kết quả kinh doanh trong năm 2021 rất khả quan; b) tình hình triển khai các dự án bất động sản khả quan trong đó quý đất đang phát triển hơn 800 ha và tiếp tục tăng trên 1.000 ha trong năm 2022; và c) mảng môi giới hứa hẹn khởi sắc do nhu cầu bất động sản đang tăng cao trở lại sau dịch bệnh.

Các chỉ số chính



Giá hiện tại (10/02/2022, VND)	18,300	Vốn hóa (tỷ đồng)	5,739
LNST (22F, tỷ đồng)	996	SL cổ phiếu (triệu)	319
Kỳ vọng thị trường (22F, tỷ đồng)	-	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	44.3
Tăng trưởng EPS (22F, %)	37.4	Tỷ lệ số hữu NĐTNN(%)	0.1
P/E (22F, x)	9.6	Beta (12M)	-
P/E thị trường (x)	14.2	Cao nhất 52 tuần (VND)	13,050
VN-Index	1,507	Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,100

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-18.3	20.4	-
Tương đối	-19.3	9.4	-

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm ()	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024
Doanh thu (tỷ đồng)	137	303	1,288	4,747	6,521	7,254
LN hoạt động (tỷ đồng)	(10)	99	504	1,241	1,862	2,452
Biên LN hoạt động (%)	(7.3)	32.8	39.1	26.1	28.6	33.8
LNST (tỷ đồng)	10	97	414	996	1,495	1,967
EPS (VND)	85	709	2,274	3,125	2,283	3,005
ROE (%)		6.4	12.8	17.5	14.2	15.7
P/E (x)	-	-	8.8	9.6	13.2	10.0
P/B (x)	-	-	1.4	1.7	1.9	1.6

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

M Ụ C L Ụ C

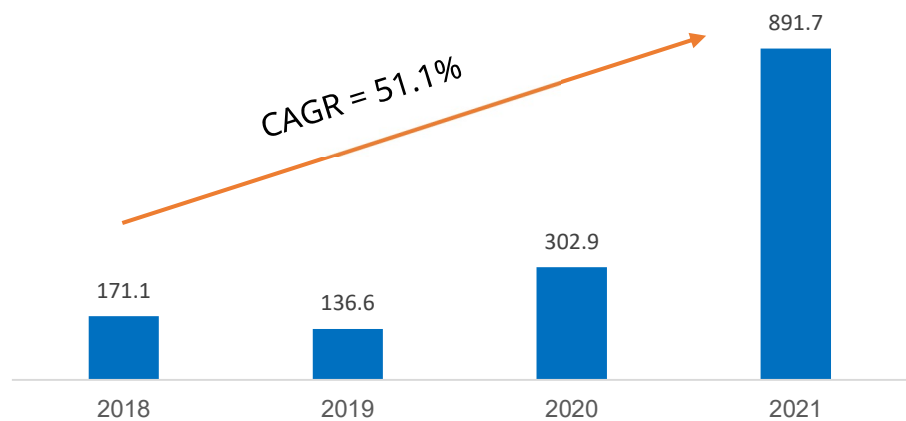
MÔ HÌNH KINH DOANH ĐA DẠNG VÀ VỮNG CHẮC	3
1. Thành công mǎng môi giới đến từ chính sách hợp lý	3
2. Mở rộng quỹ đất để tạo đà tăng trưởng cho tương lai	5
3. Tình hình tài chính khả quan	9
ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ	11

MÔ HÌNH KINH DOANH ĐA DẠNG VÀ VỮNG CHẮC

1. Thành công mảng môi giới đến từ chính sách hợp lý

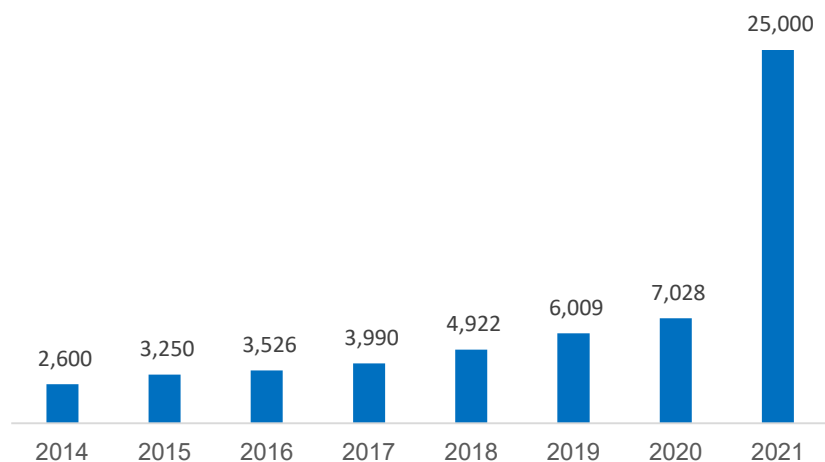
Hiện nay, Tập đoàn Khải Hoàn đang có gần 40 chi nhánh trên cả nước, với 5,311 nhân viên và dự kiến sẽ không ngừng gia tăng quy mô trong các năm tiếp theo. Trong năm 2021, KHG đã thực hiện hơn 9,000 giao dịch sơ cấp, và hơn 16,000 giao dịch thứ cấp, cao hơn nhiều lần so với năm trước. Doanh thu từ mảng môi giới bất động sản của KHG cũng rất ấn tượng đạt 892 tỷ đồng trong năm 2021 (tăng 70% so với cả năm 2020), bất chấp tình hình dịch bệnh phức tạp khiến Tp Hồ Chí Minh và nhiều tỉnh thành phía Nam phải giãn cách xã hội. Trong năm 2022, KHG đặt mục tiêu tăng tổng số chi nhánh lên gần gấp đôi so với con số hiện tại, cũng như tăng độ phủ sóng lên nhiều tỉnh thành nữa.

Hình 1: Doanh thu từ dịch vụ môi giới bất động sản (tỷ đồng)



Nguồn: KHG, Mirae Asset Việt Nam Research

Hình 2: Mô phỏng dự án Helios Coastal City



Nguồn: KHG, Mirae Asset Việt Nam Research

Những thành tựu trên có được nhờ vào a) Chính sách chia hoa hồng cao (hoa hồng sơ cấp đạt 80%) và linh hoạt (thưởng doanh số, thưởng cổ phiếu), b) đội ngũ lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm và đội ngũ kinh doanh K.I.S được đào tạo bài bản chuyên nghiệp, có khả năng bán hàng tốt và quan hệ tốt với khách hàng, và c) có khả năng đẩy mạnh việc bán hàng qua hình thức trực tuyến vốn đã được phát triển từ trước dịch nên bộ phận bán hàng không bị động khi có nhu cầu. Nhờ đó mà KHG luôn luôn có thị phần áp đảo tại nhiều dự án lớn trong và ngoài thành phố như Vinhomes Central Park, Vinhomes Grand Park, Vinhomes Golden River , Infiniti, Sunshine Diamond River ...

Bảng 1: Thị phần giao dịch tại một số dự án lớn

Tên dự án	Thị phần
VINHOMES CENTRAL PARK	30%
VINHOMES GRAND PARK	22%
VINHOMES SMART CITY	36%
VINHOMES OCEAN PARK	36%
VINPEARL GRAND WORLD PHÚ QUỐC	51%
VINWONDERS PHÚ QUỐC	35%
MASTERI CENTRE POINT	35%
CELESTA RISE	30%
LAVILA	47%
GS ZEITGEIST	50%
INFINITI	45%
LUMIERE	20%
SUNSHINE DIAMOND RIVER	33%
THE MARQ	34%
THE 9 STELLARS	35%
THE RIVER THỦ THIÊM	40%
GRAND MARINA SG	40%
ONE VERANDAH	45%
SUMMERLAND	31%

Nguồn: KHG, Mirae Asset Việt Nam Research

Ngay cả trước khi dịch Covid xảy ra, Khải Hoàn Land cũng là một trong những công ty đi đầu trong việc tiếp cận khách hàng tiềm năng bằng nhiều hình thức trực tuyến như livestream trên các nền tảng kỹ thuật số Youtube hay Zoom, sử dụng app riêng để giao dịch ... Do đó khi dịch bệnh xảy ra thì Khải Hoàn Land không hề bị động mà còn cắt giảm được nhiều chi phí bán hàng khi chuyển các sự kiện sang hình thức trực tuyến và chạy chương trình quảng cáo trên các mạng xã hội như Facebook, Zalo ... Nhờ đó mà chi phí bán hàng của công ty ở mức thấp: chỉ 2.8% và thấp hơn nhiều so với 2 đối thủ cạnh tranh khác trên sàn là Đất Xanh Services (15.7%) và Danh Khôi (16.4%). Bên cạnh đó, Khải Hoàn

Land còn áp dụng các công nghệ 4.0 và phát triển ứng dụng Congdongmoigioi để hỗ trợ cho đội ngũ nhân viên tư vấn, hỗ trợ khách hàng thanh toán và quản lý giao dịch 24/7 ... để hình thành một hệ sinh thái riêng, mà theo chúng tôi là khá tiên tiến so với các công ty môi giới khác.

Theo ước tính của chúng tôi, nguồn cung các sản phẩm căn hộ tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian tới sẽ tăng đều khoảng 10 – 15% trong 2 năm tới, khi nhu cầu nhà ở tăng cao cộng thêm vướng mắc pháp lý dần được gỡ bỏ. Do đó với vị thế dẫn đầu trong thị phần môi giới sơ cấp như hiện nay, chúng tôi kỳ vọng mảng môi giới của Khải Hoàn sẽ tăng trưởng mạnh trong các năm tới.

2. Mở rộng quỹ đất để tạo đà tăng trưởng cho tương lai

Hiện nay, Khải Hoàn Land đang có 5 dự án với tổng diện tích lên đến hơn 800 ha và tiếp tục tăng trên 1.000 ha trong năm 2022 ở TP Hồ Chí Minh, Vũng Tàu, Phú Quốc và Long An. Các dự án này đều nằm ở vị trí thuận lợi có nhiều dư địa phát triển và tăng giá, như Helios Coastal City nằm ở trung tâm của Phú Quốc, hay như La Partenza nằm ở trục trường chính của khu Nam thành phố. Các dự án đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ, trong đó có dự án La Partenza dự kiến sẽ hoàn tất pháp lý trong Quý 1/2022.

Bảng 2: Các dự án KHG đang triển khai

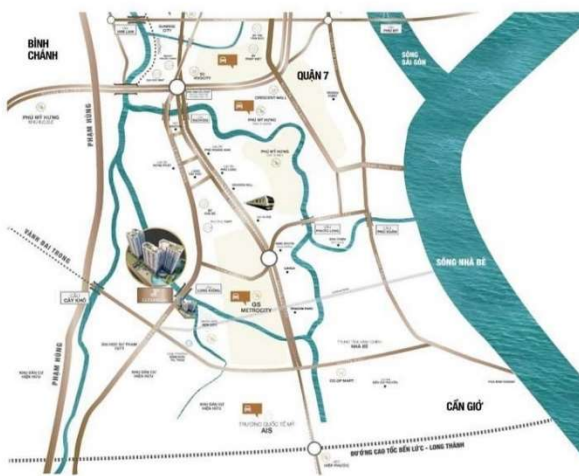
Tên dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Chi tiết	Pháp lý
1 Helios Coastal City	Bãi Ông Lang, Xã Cửa Dương, Phú Quốc, Tỉnh Kiên Giang	51,84	155 biệt thự 343 căn nhà phố 74 căn hộ nghỉ dưỡng; và hơn 600 sản phẩm cao tầng	Quy hoạch 1/500 đã được phê duyệt vào tháng 11/2021. Trong Quý 1/2022 tiếp tục triển khai đồ án quy hoạch 1/500 và công tác bồi thường, giải phóng mặt bằng
2 La Partenza	Đường Lê Văn Lương, Xã Nhơn Đức, Huyện Nhà Bè	1,9	1.296 căn	Thủ tục pháp lý đã hoàn thiện 90%. Dự kiến thi công xây dựng phần hầm trong quý 1,2/2022.
3 Khu đô thị mới Gò Găng - Long Sơn	Đảo Gò Găng và Đảo Long Sơn, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu	170	Đang lên kế hoạch	Quy hoạch 1/2000 đã được phê duyệt trong năm 2021, tiếp tục triển khai công tác phân khu, bồi thường giải phóng mặt bằng trong năm 2022.

4	Khu đô thị thông minh Đức Hòa Thượng	Xã Đức Hòa Thượng, Huyện Đức Hòa, Tỉnh Long An	600	Đang lên kế hoạch	Quy hoạch 1/2000 đã được trình duyệt. Cả quy hoạch 1/2000 và 1/500 sẽ được hoàn thành vào năm 2022.
---	--------------------------------------	--	-----	-------------------	---

Nguồn: KHG, Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

Trong số này, dự án La Partenza ở Nhà Bè vốn đã được triển khai từ năm 2019 là dự án đáng chú ý nhất. Đến nay, Tập đoàn Khải Hoàn Land nhận được từ khách hàng đăng ký giữ chỗ và chuyển tiền giữ chỗ đạt hơn 60% tổng số căn hộ và với mức giá thị trường trên 40tr/m² dự kiến bàn giao La Partenza cuối năm 2023 - 2024. Đây là dự án có vị trí chiến lược nằm trên trục giao thông chính của khu Nam Sài Gòn, kết nối với Cần Giờ, Long Thành với cao tốc Bến Lức - Long Thành. Khu vực Nam Sài Gòn nói chung và khu Cần Giờ đang được tập thành phố tập trung phát triển, do đó sự thành công của dự án này sẽ góp phần tạo dựng uy tín và thương hiệu cho sản phẩm của Khải Hoàn Land trong tương lai.

Hình 3. Vị trí của La Partenza



Nguồn: KHG, Mirae Asset Việt Nam Research

Hình 4. Mô phỏng dự án La Partenza



Nguồn: KHG, Mirae Asset Việt Nam Research

Dự án Helios Coastal City của Khải Hoàn ở Phú Quốc có vốn đầu tư dự kiến hơn 8.700 tỷ đồng, đang được hoàn thiện pháp lý. Dự án này dự kiến sẽ trở thành khu du lịch nghỉ dưỡng với hơn 1.172 sản phẩm gồm biệt thự, shophouse, nhà phố, khách sạn. Đặc biệt, dự án được thiết kế với nhiều không gian xanh, các sản phẩm được sắp xếp để hướng ra biển. Với tiềm năng phát triển du lịch rất lớn của Phú Quốc, chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ tạo điểm nhấn cho KHG duy trì đà tăng trưởng.

Hình 5: Mô phỏng dự án Helios Coastal City



Nguồn: KHG, Mirae Asset Việt Nam Research

Dự án Khu đô thị mới Gò Găng tại Vũng Tàu và Khu đô thị thông minh Đức Hòa Thượng tại Long An hiện nay đang được phê duyệt quy hoạch 1/2000. Cả hai dự án này đều là khu đô thị với các sản phẩm shophouse, biệt thự, nhà phố. Dự án Gò Găng dự kiến bắt đầu bàn giao từ năm 2025 và bao gồm sản phẩm khu đô thị nghỉ dưỡng kết hợp kinh tế biển. Gò Găng trong tương lai sẽ là đô thị vệ tinh được quy hoạch và đầu tư phát triển toàn diện nhất khu vực miền Nam với nhiều tên tuổi lớn về phát triển đô thị trên thế giới.

Hình 6: Vị trí Gò Găng



Nguồn: Mirae Asset Việt Nam Research

Bảng 3: Kế hoạch phát triển các dự án của KHG

Tên dự án	2022	2023	2024	2025	2026
La Partenza					
Helios					
Gò Găng (giai đoạn 1)					
Đức Hòa Thượng					

Nguồn: KHG, Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

Bên cạnh đó, Khải Hoàn cũng đang đầu tư vào một số dự án của T&T như T&T City Millennia, T&T Phố Nối, và T&T DC Complex, trong đó T&T Millennia dự kiến sẽ mang lại dòng tiền cho KHG ngay trong quý 1 năm 2022.

Bảng 4: Các dự án KHG đang là nhà phát triển và phân phối độc quyền cho T&T

Tên dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Diện tích thương phẩm (m ²)	Dự kiến thời gian ghi nhận doanh thu	
I. Dự án đã mở bán năm 2021						
1	T&T DC Complex	120 Định Công, Phường Định Công, Quận Hoàng Mai, Hà Nội	8,000 m ²	Căn hộ	22,000	Q4/2021 – Q2/2022
II. Các dự án triển khai vào Q1 và Q2 năm 2022						
1	T&T City Millennia (giai đoạn 1.1)	Xã Long Hậu, Huyện Cần Giuộc, Tỉnh Long An	32 ha	Shophouse Liên kề Biệt thự	74,000	Q4/2021 – Q2/2022
2	T&T Phước Thọ	Trục đường Quốc lộ 53, P.3, TP.Vĩnh Long	11.5 ha	Shophouse Liên kề Biệt thự	50,000	Q2 – Q4/2022
3	T&T Phố Nối (thấp tầng)	Huyện Yên Mỹ và huyện Mỹ Hào, tỉnh Hưng Yên	5.3 ha	Shophouse Liên kề Biệt thự	22,000	Q4/2021 – Q2/2022
4	Khu nhà ở kết hợp thương mại – dịch vụ	Khu đất Sân vận động Long Xuyên, P. Mỹ Bình, thành phố Long Xuyên	3.5 ha	Shophouse	16,000	Q2 – Q4/2022
5	T&T Phố Nối (cao tầng - cc 9 tầng)	Xã Nghĩa Hiệp, huyện Yên Mỹ và thị trấn Bần Yên Nhân, thị xã Mỹ Hào, tỉnh Hưng Yên	0.0825 ha	Căn hộ	4,300	Q2 – Q4/2022
6	T&T Victoria	Số 1 Quang Trung, Tp. Vinh, Nghệ An	7.383,8 m ²	Căn hộ Shophouse	22,000	Q2 – Q3/2022
7	T&T Số 2 Phạm Ngọc Thạch	Số 02 Phạm Ngọc Thạch, Quận Đống Đa, Hà Nội	1.948 m ²	Căn hộ	15,600	Q2 – Q4/2022

Nguồn: KHG, Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

Ngoài ra, Khải Hoàn còn tham gia phát triển và phân phối nhiều dự án khác của T&T, dự kiến doanh thu ghi nhận tiếp tục từ 2023 và các năm tiếp theo.

3. Tình hình tài chính khả quan

Hiện tại, Tập đoàn Khải Hoàn Land là công ty có thể mạnh về môi giới bất động sản nên nợ vay đang ở mức thấp. Cụ thể: tổng nợ ngắn hạn và dài hạn năm 2020 và năm 2021 lần lượt chỉ đạt 612 và 658 tỷ đồng (chiếm lần lượt 15.2% và 10.2% trên tổng tài sản). Tính đến hết năm 2021, toàn bộ các khoản vay của KHG đều đến từ phát hành trái phiếu để đặt cọc cho các dự án KHG tham gia phân phối và hợp tác phát triển. Nhìn chung các chỉ số nợ vay trên tổng tài sản và nợ vay trên vốn chủ trong năm 2021 theo chúng tôi đánh giá đều không lớn, và dưới mức trung bình của ngành.

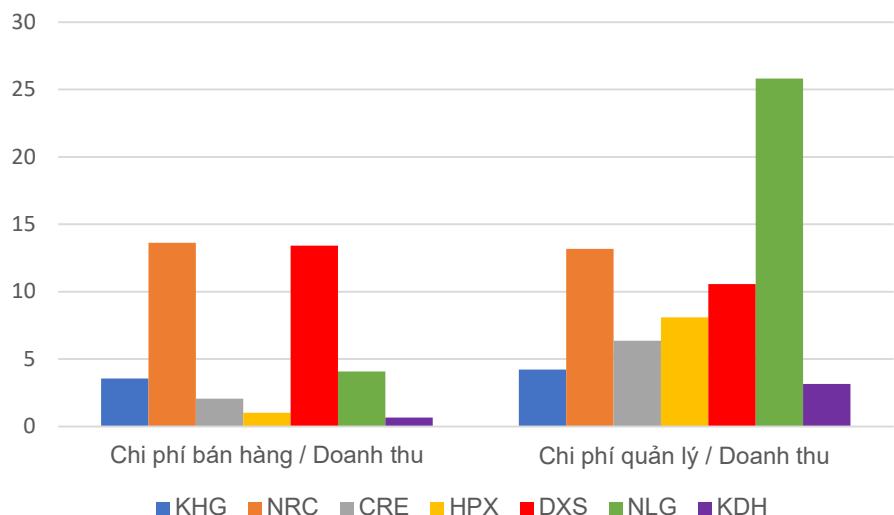
Bảng 5: So sánh nợ vay của KHG với các công ty cùng ngành

	KHG	NRC	CRE	HPX	NLG	KDH	Trung bình
Nợ / Tổng tài sản	0.10	0.24	0.27	0.49	0.00	0.15	0.20
Nợ / Vốn chủ sở hữu	0.14	0.42	0.50	1.33	0.00	0.27	0.41

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Việt Nam tổng hợp

Đáng chú ý, chi phí bán hàng và chi phí quản lý của Khải Hoàn Land lại ở mức thấp so với các đối thủ cạnh tranh. Có thể thấy, chiến lược chú trọng chia sẻ hoa hồng cao thay vì lương hàng tháng đã cho thấy hiệu quả khi nhân viên được tuyển dụng có năng lực, chuyên nghiệp, và khả năng chịu được các chỉ tiêu doanh số lớn gắn với sự đa dạng và không ngừng gia tăng sản phẩm trong giỏ hàng của Công ty, nhờ đó tiết kiệm được chi phí hoạt động và trả lương cho công ty.

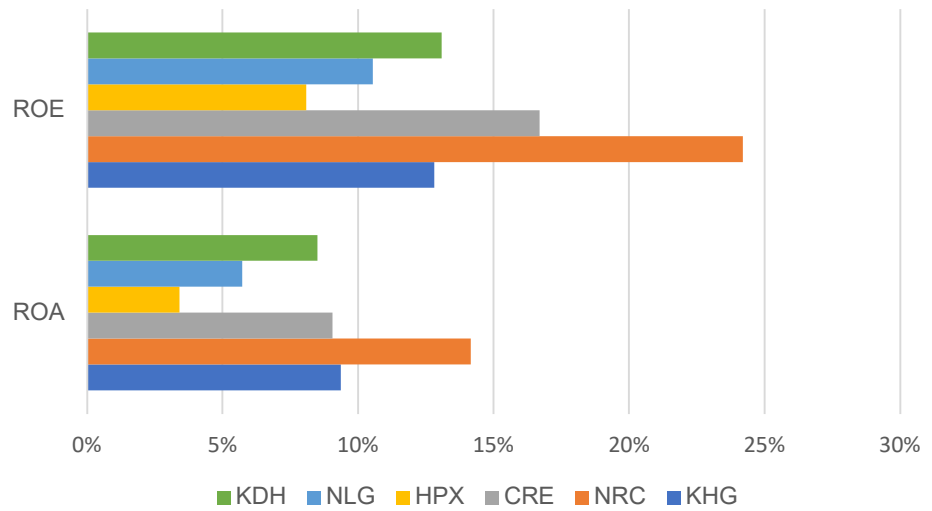
Hình 7: Chi phí của KHG so với các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Việt Nam Research

Tuy vậy, các chỉ số về khả năng sinh lời của Khải Hoàn Land lại kém hơn so với trung bình ngành: ROE và ROA lần lượt chỉ đạt 2.18% và 1.61%. Chúng tôi cho rằng điều này do Khải Hoàn Land vừa qua có gia tăng vay nợ để triển khai các dự án bất động sản của riêng mình, cũng như để mua sỉ lại các sản phẩm đã hoàn thiện của công ty T&T, nên các chỉ số này chưa phản ánh đúng thực trạng tài chính của Tập đoàn Khải Hoàn.

Hình 8: So sánh tỷ lệ sinh lời của KHG so với các công ty cùng ngành

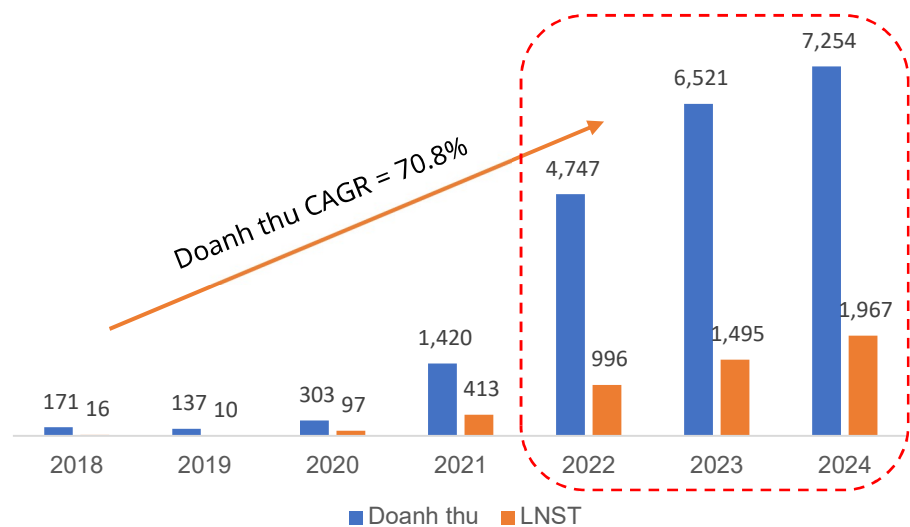


Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Việt Nam Research

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của ngành môi giới bất động sản trong bối cảnh thị trường đang có nhiều yếu tố tích cực. Các dự án bất động sản trong miền Nam đang được chính phủ gấp rút tháo gỡ vướng mắc pháp lý sẽ tạo cơ hội thuận lợi cho ngành môi giới và cả cho các dự án đang phát triển của KHG. Chúng tôi cũng kỳ vọng giai đoạn trong 2022, Khải Hoàn sẽ thành công với dự án La Partenza mà theo ghi nhận của chúng tôi đã tăng giá 30-40% so với đợt mở bán đầu tiên. Các dự án khác của Khải Hoàn như Helios hay Gò Găng cũng rất tiềm năng khi được triển khai ngay gần vị trí trung tâm của Phú Quốc và Vũng Tàu. Do đó, chúng tôi đánh giá KHG là một trong những doanh nghiệp bất động sản giàu tiềm năng trong tương lai, và khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu cho 12 tháng là 31,000 đồng / cổ phiếu (lợi nhuận kỳ vọng 69.4%).

Hình 9: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế đến 2024



Nguồn: KHG, Mirae Asset Việt Nam Research

Chúng tôi kết hợp sử dụng phương pháp so sánh P/E và P/B với phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF do công ty Khải Hoàn vẫn lấy hoạt động cung cấp dịch vụ môi giới làm hoạt động cốt lõi. Với phương pháp so sánh P/E và P/B, chúng tôi sử dụng hệ số của các công ty cùng ngành tương đồng như Danh Khôi (NRC), Thế Kỷ (CRE), và Đất Xanh Services (DXS).

Bảng 6: Định giá theo phương pháp so sánh

Tên	EV / Doanh thu	EV / EBITDA	P/E	P/B
DXS	4.35	9.81	12.85	3.10
NRC	4.14	7.24	7.93	1.52
CRE	1.72	13.97	9.76	2.21
Trung bình			10.18	2.28
12 tháng EPS (VND)			3.125	
Giá trị sổ sách (VND)			17.859	
Giá trị mỗi cổ phiếu			31.811	

Bảng 7: Định giá theo phương pháp FCFF (tỷ đồng)

	2022	2023	2024	Giá trị cuối cùng
OCF	1,533	437	932	
(+) chi phí lãi vay * (1-Tax)	116	151	143	
(-) CAPEX	(47)	(65)	(73)	
FCFF	1,602	523	1,002	8,828
Hệ số chiết khấu	1.00	1.12	1.25	1.40
Giá trị chiết khấu	1,602	465	792	6,979
Giá trị doanh nghiệp	8,236			
(-) Nợ ròng	(1,377)			
Giá trị vốn chủ	9,613			
Số lượng cổ phiếu	318,817,547			
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	30,152			

Bảng 8: Giá mục tiêu cho KHG

Phương pháp	Giá mỗi cổ phiếu	Tỷ lệ	Giá trị
So sánh	31.811	50%	15.905
DCF (FCFF)	30.152	50%	15.076
Giá mục tiêu			30.981

CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land (KHG VN)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	1,288	4,747	6,521	7,254
Giá vốn hàng bán	(707)	(3,086)	(4,239)	(4,715)
Lợi nhuận gộp	582	1,662	2,282	2,539
Chi phí bán hàng và QLDN	80	68	244	631
Lợi nhuận hoạt động	(68)	(97)	(126)	(119)
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	(37)	(237)	(326)	(363)
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(40)	(154)	(212)	(236)
Lãi khác	516	1,241	1,862	2,452
Chi phí khác	2	4	6	7
Lợi nhuận trước thuế	517	1,245	1,868	2,459
Thuế TNDN	(104)	249	374	492
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	414	996	1,495	1,967
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	414	996	1,495	1,967
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	414	996	1,495	1,967
Cổ đông công ty mẹ	414	996	1,495	1,967
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	570	1,353	2,026	2,633
FCF (Dòng tiền tự do)	(2,535)	1,408	271	765
EBITDA Margin (%)	44.2%	28.5%	31.1%	36.3%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	40.0%	26.1%	28.6%	33.8%
Biên lợi nhuận ròng (%)	32.1%	21.0%	22.9%	27.1%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(2,491)	1,533	437	932
LNTT	517	1,245	1,868	2,459
Chi phí không bằng tiền	0	16	38	62
Khấu hao	-	-	-	-
Khấu trừ	(3,283)	2,655	440	575
Khác	(390)	(1,770)	(807)	(333)
Thay đổi vốn lưu động	746	(160)	(149)	(254)
Tăng giảm phải thu	(2)	2	(1)	(0)
Tăng giảm tồn kho	-	(212)	(578)	(1,084)
Tăng giảm phải trả	-	(249)	(374)	(492)
Thuế TNDN	(81)	6	(1)	(1)
LCTT hoạt động đầu tư	70	(62)	(113)	204
Tăng giảm Tài sản cố định	(0)	(62)	(113)	204
Tăng giảm Tài sản vô hình	(2)	-	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-
Tăng giảm Tài sản dài hạn khác	73	-	-	-
LCTT hoạt động tài chính	2,823	403	3,546	(79)
Tăng giảm nợ phải trả	297	403	186	(79)
Phát hành cổ phiếu	2,526	-	3,360	-
Cổ tức đã trả	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-
LCTT trong kỳ	402	1,873	3,870	1,057
Số dư đầu kỳ	162	564	2,437	6,307
Số dư cuối kỳ	564	2,437	6,307	7,365

Nguồn: BCTC Công ty, Mirae Asset Vietnam dự phóng

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
Tài sản ngắn hạn	2,216	5,216	10,125	11,611
Tiền và tương đương tiền	564	2,437	6,307	7,365
Phải thu ngắn hạn	1,258	617	848	943
Tồn kho	390	2,160	2,967	3,301
Khác	4	2	2	3
Tài sản dài hạn	4,240	2,470	2,405	2,829
Các khoản phải thu dài hạn	4,026	2,012	1,341	671
Tài sản cố định	0	244	850	1,944
Tài sản dài hạn khác	213	214	214	214
Tổng tài sản	6,456	7,686	12,530	14,440
Nợ ngắn hạn	1,196	1,144	1,134	1,650
Phải trả ngắn hạn	635	475	326	73
Vay nợ ngắn hạn	98	221	407	899
Nợ ngắn hạn khác	464	449	401	678
Nợ dài hạn	562	848	847	275
Nợ vay dài hạn	560	840	840	269
Nợ dài hạn khác	3	8	8	6
Tổng nợ	1,759	1,993	1,981	1,924
Vốn chủ sở hữu	4,697	5,694	10,548	12,516
Vốn góp chủ sở hữu	3,188	3,188	6,548	6,548
Cổ phiếu quỹ	938	938	938	938
Lợi nhuận giữ lại	572	1,568	3,063	5,030
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	4,697	5,694	10,548	12,516

Các chỉ số chính

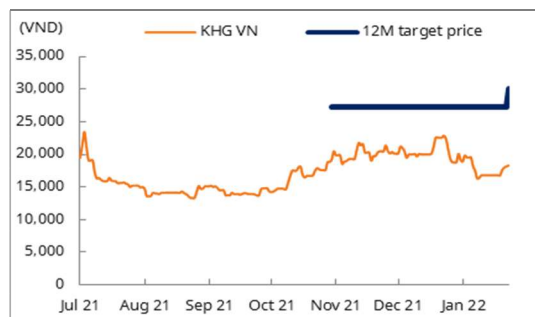
	2021	2022	2023	2024
P/E (x)	8.8	9.6	13.2	10.0
P/CF (x)	(2.5)	6.8	72.9	25.8
P/B (x)	1.4	1.7	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	11.4	6.1	7.3	5.2
EPS (VND)	2,274	3,125	2,283	3,005
CFPS (VND)	(7,950)	4,417	414	1,168
BPS (VND)	14,734	17,859	16,109	19,113
DPS (VND)	-	-	-	-
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng doanh thu	325.2%	268.5%	37.4%	11.2%
Tăng trưởng EBITDA (%)	302.2%	137.6%	49.7%	30.0%
Tăng trưởng LN HĐKD (%)	325.6%	140.6%	50.1%	31.7%
Tăng trưởng EPS (%)	220.7%	37.4%	-27.0%	31.6%
Vòng quay phải thu (x)	1.3	5.1	8.9	8.1
Vòng quay tồn kho (x)	-	2.4	1.7	1.5
Vòng quay phải trả (x)	3.3	8.3	15.7	35.2
ROA (%)	6.4%	13.0%	11.9%	13.6%
ROE (%)	8.8%	17.5%	14.2%	15.7%
ROIC (%)	7.7%	14.8%	12.7%	14.4%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	37.4%	35.0%	18.8%	15.4%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	1.9	4.6	8.9	7.0
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	14.0%	18.6%	11.8%	9.3%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	10.6	13.8	15.8	21.7

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land	17/11/2021	Mua	27.200
CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land	10/02/2022	Mua	31.000



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Vietnam Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Vietnam and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Vietnam Co., Ltd. ("Mirae Asset Vietnam") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset Vietnam, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset Vietnam except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset Vietnam, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Vietnam makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset Vietnam or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Vietnam by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Vietnam, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Vietnam may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Vietnam may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Vietnam, its affiliates and their directors, officers,

employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Vietnam and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Vietnam. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact compliance@miraeasset.us.com or +1 (212) 407-1000

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Vietnam is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Vietnam or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Vietnam. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Vietnam or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Vietnam and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Vietnam International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road,
Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336
