

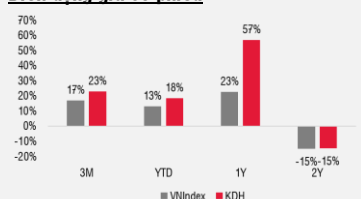
Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (KDH: HOSE)

Ngày báo cáo: 25/03/2024
NGÀNH: BẤT ĐỘNG SẢN
TPPT: Trịnh Anh Tuấn
Email: tuanta2@ssi.com.vn
SĐT: +84-24 3936 6321 ext. 8713

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **41.300 Đồng**
Giá CP ngày 22/03/2024: 37.100 Đồng
% tăng giá: **+11,3%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 1.240
 Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 29.734
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 799
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 3.121.815
 Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 37,6/23,8
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 104,8
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 38,9
 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.

Phát hành riêng lẻ kỳ vọng đẩy nhanh quá trình giải phóng mặt bằng tại các dự án lớn ở TP. HCM

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với cổ phiếu KDH lên **KHẢ QUAN** đồng thời nâng giá mục tiêu lên **41.300 đồng/cp** (tiềm năng tăng giá là 11,3%) [so với giá mục tiêu trước đó là 30.950 đồng/cổ phiếu]. Chúng tôi thay đổi giá định về giá trị thị trường của Khu Trung tâm dân cư Tân Tạo và Khu đô thị Green Village dự kiến sẽ ra mắt trong 2 năm tới. Năm 2023 là năm thứ 3 KDH ghi nhận kết quả kinh doanh giảm svck, với doanh thu thuần đạt 2,09 nghìn tỷ đồng (giảm 28,1% svck) và LNST đạt 730,5 tỷ đồng (giảm 32,5% svck). Kết quả này thấp hơn nhiều so với dự báo năm 2023 của chúng tôi lần lượt là 2,39 nghìn tỷ đồng và 1,03 nghìn tỷ đồng do công ty ghi nhận doanh số bán bất động sản thực tế tại dự án Classia ở TP.HCM thấp hơn.

Trong năm 2023, KDH tiếp tục đầu tư vào các dự án hiện tại, trong đó bao gồm Khu trung tâm dân cư Tân Tạo và Khu đô thị Phong Phú 2 (Green Village). Tổng giá trị hàng tồn kho và xây dựng cơ bản dở dang (CIP) trong năm 2023 đạt 19,7 nghìn tỷ đồng, tăng 49,5% svck. Với việc Luật Đất đai mới được phê chuẩn vào tháng 1/2024 và có hiệu lực từ tháng 1/2025, chi phí bồi thường đất dự kiến sẽ tăng nhanh do có bảng giá đất mới. Đây sẽ là lợi thế cho KDH khi đảm bảo được quỹ đất với chi phí đền bù hợp lý, trong đó có một số dự án lớn tại TP.HCM.

Trong tháng 3/2024, cổ đông đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ, theo đó KDH sẽ phát hành hơn 110 triệu cổ phiếu mới với giá 27.250 đồng/cổ phiếu tương đương với giá trị khoảng 3 nghìn tỷ đồng. Số tiền thu được dự kiến sẽ giúp giảm bớt gánh nặng nợ của công ty. Kế hoạch này sẽ giúp KDH có thể vay vốn với mức lãi suất hấp dẫn hơn để hoàn tất việc đền bù đất tại Khu trung tâm dân cư Tân Tạo và Khu đô thị Green Village, 2 dự án lớn do Công ty Khang Phúc phát triển do KDH sở hữu 100%. Hai dự án này đều nằm ở phía Đông TP.HCM với tổng diện tích đất gần 463 ha. Đây là những lô đất lớn mà ít chủ đầu tư có thể phát triển.

Trong năm 2024, cùng với một dự án cao tầng đã được mở bán (The Privia) vào năm 2023, KDH dự kiến sẽ ra mắt hai dự án mới khác là The Clarita và The Emeria trong nửa cuối năm 2024. Do đó, chúng tôi dự báo KDH sẽ: i) thực hiện bán hàng và bàn giao các căn hộ thấp tầng còn lại trong dự án The Classia; ii) bàn giao chung cư tại dự án The Privia; và iii) mở bán và bàn giao căn hộ thấp tầng tại dự án The Clarita. Nhờ đó, KDH ước tính đạt doanh thu và LNST lần lượt là 3,46 nghìn tỷ đồng (tăng 65,3% svck) và 919 tỷ đồng (tăng 25,8% svck). Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ đạt kết quả kinh doanh khả quan hơn so với các chủ đầu tư khác khi công ty đã hoàn tất thủ tục pháp lý để bán các dự án trong năm 2024, đồng thời chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận doanh thu cao hơn cho 3 dự án mới kể trên.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị: Công ty vẫn còn 1 số thách thức như (1) khó giải phóng mặt bằng và chi phí đền bù cao hơn tại các dự án lớn tại TP.HCM; và (2) sự chậm trễ trong việc cấp phép dự án ảnh hưởng đến việc bán hàng của công ty.

Quan điểm ngắn hạn: Trung lập do: (1) thông tin tích cực từ thương vụ phát hành riêng lẻ và tiến độ các dự án lớn tại TP.HCM; và (2) lợi nhuận kỳ vọng giảm do doanh thu chưa ghi nhận trong nửa đầu năm 2024 thấp hơn so với nửa đầu năm 2023.

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	2.813	4.532	3.738	2.912	2.093	3.461
Tăng trưởng doanh thu thuần	-3,5%	61,1%	-17,5%	-22,1%	-28,1%	65,3%
Lợi nhuận gộp	1.500	1.964	1.794	1.460	1.573	1.597
Biên lợi nhuận gộp	53,33%	43,33%	47,98%	50,12%	75,12%	46,13%
Thu nhập tài chính	41	35	21	18	50	65
Chi phí tài chính	-42	-85	-73	-91	-143	-72
SG&A	-278	-416	-387	-394	-369	-434
Thu nhập ròng khác	-33	-39	185	419	-38	-7
LNTT	1.190	1.458	1.540	1.411	1.071	1.149
LN ròng	917	1.154	1.205	1.082	731	919
Tăng trưởng LN ròng	13,3%	25,9%	4,3%	-10,2%	-32,5%	25,8%
Biên LN ròng	32,6%	25,5%	32,2%	37,2%	34,9%	26,6%
EPS (VND)	1.681	1.992	1.870	1.539	897	1.004

Nguồn: KDH, SSI ước tính

Tiếp tục thực hiện bàn giao căn hộ tại dự án The Classia

Tỷ đồng	4Q23	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							4Q23	4Q22	3Q23	2022
Doanh thu thuần	469	1.234	-62,0%	616	-23,8%	68%				
Lợi nhuận gộp	292	298	-2,2%	433	-32,6%		62,1%	24,2%	70,2%	50,1%
Lợi nhuận hoạt động	140	162	-13,5%	257	-45,6%		29,8%	13,1%	41,8%	33,8%
EBIT	116	180	-35,6%	256	-54,7%		24,7%	14,6%	41,5%	48,8%
EBITDA	116	-75	-254,4%	256	-54,7%		24,7%	-6,1%	41,5%	40,0%
Lợi nhuận trước thuế	116	180	-35,6%	256	-54,7%		24,7%	14,6%	41,5%	48,4%
Lợi nhuận ròng	63	111	-42,7%	210	-69,8%	73%	13,5%	9,0%	34,1%	37,2%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	62	119	-47,7%	208	-70,0%		13,2%	9,6%	33,7%	37,9%

Nguồn: KDH, SSI Research

Trong Q4/2023, KDH đạt 469,4 tỷ đồng doanh thu thuần (giảm 62,0% svck & giảm 23,8% so với quý trước) và 63,3 tỷ đồng LNST (giảm 42,7% svck & giảm 69,8% so với quý trước). Doanh thu giảm mạnh so với cùng kỳ trong Q4/2023 là do doanh thu ghi nhận bất động sản giảm mạnh (giảm 62,9% svck đạt 452 tỷ đồng trong Q4/2023), trong khi LNST giảm so với cùng kỳ chủ yếu là do các chi phí khác tăng cao khi Công ty thanh lý hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC), với giá trị là 44 tỷ đồng.

So với quý trước, doanh thu bất động sản chiếm 96,3% tổng doanh thu trong Q4/2023 và đạt 452 tỷ đồng, thấp hơn 23,8% so với Q3/2023 do doanh thu dự án The Classia được ghi nhận chậm. Ngoài ra, LNST Q4/2023 giảm 69,8% so với quý trước do: i) doanh thu thuần thấp hơn; và ii) chi phí bất thường do thanh lý hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) trị giá 44 tỷ đồng.

Lũy kế cả năm 2023, doanh thu thuần và LNST của KDH lần lượt đạt 2,09 nghìn tỷ đồng (giảm 28,1% svck) và 731 tỷ đồng (giảm 32,5% svck), hoàn thành 68% và 73% kế hoạch cả năm của công ty. Kết quả năm 2023 cũng thấp hơn dự báo của chúng tôi với doanh thu thuần là 2,39 nghìn tỷ đồng và LNST là 1,03 nghìn tỷ đồng do ghi nhận số căn đã bán trong dự án The Classia thấp hơn ước tính của chúng tôi.

Biên lợi nhuận gộp năm 2023 là 75,1%, cao hơn nhiều so với mức 50,1% trong năm 2022, chủ yếu từ việc ghi nhận các loại hình bất động sản khác nhau trong 2 năm. Trong năm 2023, biệt thự/nhà phố tại dự án The Classia đã được bàn giao cho người mua nhà, là loại sản phẩm thường có biên lợi nhuận gộp cao hơn các loại hình bất động sản khác. Trong khi đó, trong năm 2022, chúng tôi cho rằng các căn hộ chung cư tại dự án Lovera Vista có biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với các căn hộ thấp tầng và biệt thự/nhà phố tại Verosa Park đã được bàn giao cho người mua nhà.

Chi phí đầu tư tăng mạnh làm gia tăng tính khả thi trong việc triển khai ở các dự án lớn trong thời gian tới

Trong 3 năm gần đây, hàng tồn kho và chi phí xây dựng dở dang (CIP) của KDH tăng 35% mỗi năm đạt 19,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, tương đương 74,6% tổng tài sản. Khu trung tâm dân cư Tân Tạo, dự án Green Village (Phong Phú 2), Emeria và dự án Bình Trưng chiếm phần lớn lượng hàng tồn kho với giá trị lần lượt là 6,53 nghìn tỷ đồng, 1,67 nghìn tỷ đồng, 3,38 nghìn tỷ đồng và 3,16 nghìn tỷ đồng. Các dự án này đều nằm ở phía Tây và phía Đông TP. HCM, là những khu vực mà KDH có kinh nghiệm phát triển các dự án bất động sản.

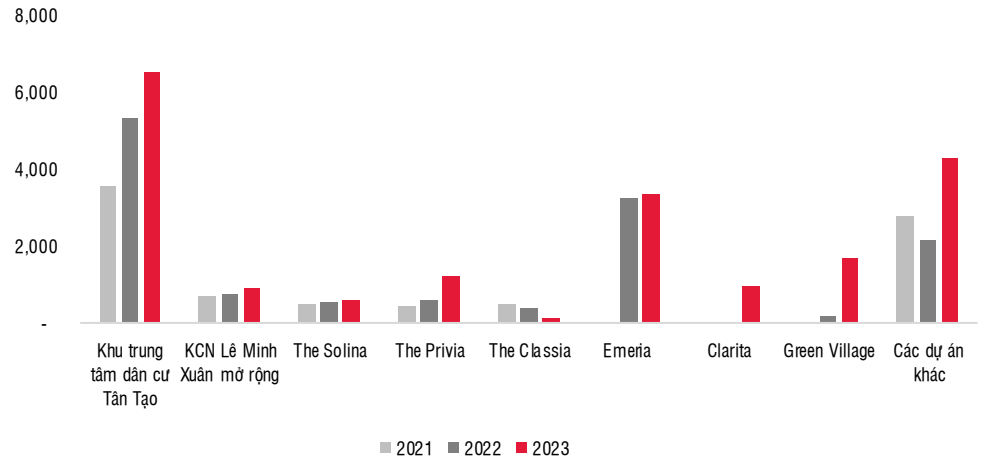
Hơn nữa, chi phí lớn phát sinh cho các dự án này trong ba năm qua cho thấy sự phát triển tích cực và chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ được triển khai trong vòng 2-3 năm tới. Một số cập nhật tại các dự án lớn như sau:

Khu trung tâm dân cư Tân Tạo, Quận Bình Tân, TP. HCM: Dự án có 329,9 ha diện tích đất thuộc Công ty TNHH Khang Phúc (trước đây là BCI: HOSE), do KDH sở hữu 100%. Theo thông tin của công ty Khang Phúc khi niêm yết trên HOSE vào năm 2009, dự án đã được phê duyệt đầu tư trong năm 2007 và cho đến nay, công ty đang thực hiện công tác giải phóng mặt bằng, với khoảng 80% diện tích đất đã được giải phóng mặt bằng vào Q3/2023. Trong năm 2023, tổng mức đầu tư của dự án gần 6,53 nghìn tỷ đồng, tăng 22,8% svck và tăng 83% so với năm 2021.

Khu đô thị Green Village (Phong Phú 2), Huyện Bình Chánh, TP. HCM: Dự án đã có tổng diện tích đất hơn 133 ha và đã được chính quyền TP. HCM phê duyệt trong năm 2009. Tuy nhiên, trong năm 2020, dự án đã bị UBND TP.HCM tạm hoãn do chủ trương đầu tư hết hạn. Trong năm 2023, Công ty TNHH Khang Phúc đã nộp đơn lên chính quyền huyện Bình Chánh để đăng ký một phần dự án với tổng diện tích đất là 29,8 ha làm đất ở. Ngoài ra, theo thông tin từ thành phố TP.HCM, Công ty TNHH Khang Phúc đã giải phóng mặt bằng 68,8% tổng diện tích đất vào đầu năm 2023. Đến cuối năm 2023, tổng vốn đầu tư của dự án là 1,67 nghìn tỷ đồng, tăng 9,3 lần so với năm 2022.

Khu đô thị Bình Trưng, TP. Thủ Đức, TP.HCM: Dự án thuộc Công ty TNHH Đầu tư kinh doanh bất động sản Bình Trưng (do KDH sở hữu 99,9%) và có diện tích đất 18,41 ha. Trong năm 2023, Công ty mua đất từ các chủ đất hiện tại với diện tích gần 11,6 ha (chiếm 72% tổng diện tích đất). Chúng tôi cho rằng Công ty sẽ nhanh chóng đẩy nhanh quá trình giải phóng mặt bằng để bắt đầu phát triển dự án. Trong năm 2023, chúng tôi hiểu tổng chi phí đầu tư cho dự án là 3,16 nghìn tỷ đồng căn cứ theo báo cáo tài chính của Công ty.

Khu nhà ở cao tầng Lộc Minh, TP. Thủ Đức, TP.HCM: Dự án thuộc Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Lộc Minh được KDH mua lại 99,9% vào cuối năm 2023 với tổng vốn đầu tư là 350 tỷ đồng. Dự án có diện tích đất là 1,9 ha. Trong năm 2023, Công ty đã giải phóng mặt bằng 5.800 m2 (khoảng 30% tổng diện tích đất).

Biểu 1: Hàng tồn kho KDH tại các dự án trong năm 2021- 2023 (tỷ đồng)

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

Dự án	Diện tích đất (ha)	Loại hình sản phẩm	KDH sở hữu	Tình trạng phát triển tại thời điểm tháng 3/2024	Tiến độ bán hàng và ghi nhận doanh thu dự kiến							
					2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 trở đi	
The Classia	4,3	176 biệt thự/nhà phố 159 biệt thự/nhà phố	99,4%	Bắt đầu mở bán vào Q3/2022 và 5% tổng số hàng tồn kho								
The Clarita	5,8	67 biệt thự/nhà phố & ~600 căn chung cư 6,5 ha đô thị xây chung cư cao tầng và thấp tầng	51,0%	Chuyển nhượng 49% cho Keppel Land vào Q3/2023 và sẵn sàng để bán vào năm 2024. Đã có giấy phép xây dựng hạ tầng vào năm 2022								
The Emeria	6,0	1.043 căn chung cư	50,9%	Chuyển nhượng 49% cho Keppel Land vào Q2/2023 và sẵn sàng để bán vào năm 2024.								
The Solina	16,4	176 biệt thự/nhà phố 159 biệt thự/nhà phố	100,0%	Đã xin giấy phép xây dựng và có thể sẵn sàng để bán vào năm 2025 trở đi								
The Privia	1,8	67 biệt thự/nhà phố & ~600 căn chung cư 6,5 ha đô thị xây chung cư cao tầng và thấp tầng	100,0%	Bán hết toàn bộ sản phẩm sau khi mở bán vào 25/11/2023								
KCN Lê Minh Xuân	109,9	1.043 căn chung cư	100,0%	Đã được chấp thuận đánh giá tác động môi trường vào tháng 12/2023 và đang xin cấp giấy phép xây dựng cơ sở hạ tầng								
Green Village- Phong Phú 2	29,8	Không có chi tiết	100,0%	Đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng								
Khu đô thị Tân Tạo	329,9	Không có chi tiết	100,0%	Đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng								
Khu đô thị Bình Trưng	18,4	Không có chi tiết	100,0%	Đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng								
Khu đô thị Lộc Minh	1,9	Không có chi tiết	100,0%	Đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng								

Thời gian bán hàng dự kiến

Thời gian ghi nhận doanh thu dự kiến

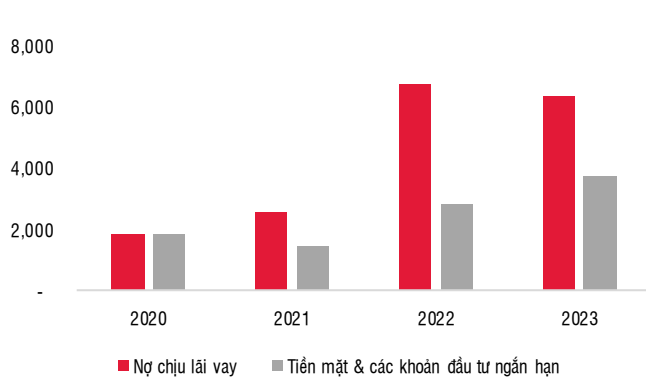
Phát hành riêng lẻ thành công sẽ giúp tăng thêm nguồn vốn để hoàn tất giải phóng mặt bằng cho các dự án tại TP.HCM

Trong tháng 3/2024, cổ đông đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ. Như vậy, KDH được chấp thuận huy động vốn 3,0 nghìn tỷ đồng với việc phát hành thêm 110 triệu cổ phiếu mới. Số tiền thu được dự kiến sẽ giúp giảm bớt gánh nặng nợ của công ty. Sau khi được cổ đông chấp thuận, KDH sẽ xin chấp thuận từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Chúng tôi kỳ vọng thương vụ này có thể hoàn tất trong vòng 6 tháng tới.

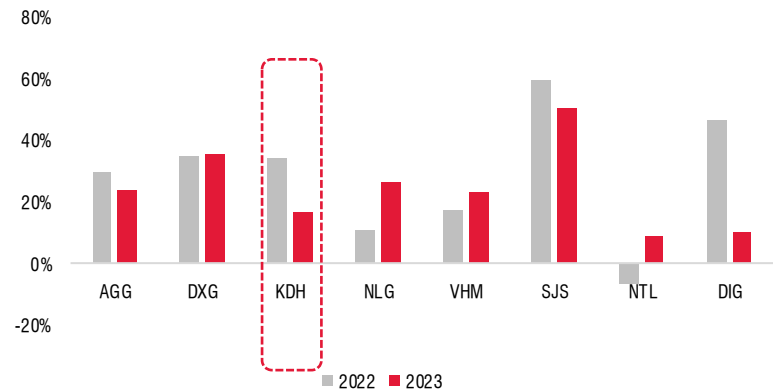
Vào năm 2023, công ty có 6,34 nghìn tỷ đồng nợ vay phải trả lãi, thấp hơn 6% so với năm 2022, trong khi vị thế tiền mặt của công ty tốt hơn đạt mức 3,74 nghìn tỷ đồng (cao hơn 33,7% so với năm 2022). Do đó, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu tại thời điểm cuối năm 2023 là 16,8%, thấp hơn nhiều so với mức 34,1% của năm 2022 và nằm trong nhóm chủ đầu tư bất động sản niêm yết có tỷ lệ nợ ròng/VCSH thấp nhất.

Nếu kế hoạch phát hành riêng lẻ được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận, KDH có thể trả 3 nghìn tỷ đồng trong số 6,34 nghìn tỷ đồng nợ vay, theo đó, KDH chuyển từ trạng thái nợ ròng sang tiền mặt ròng. Hơn nữa, với việc lãi suất cho vay giảm trong thời gian gần đây, KDH có thể vay mới với lãi suất ưu đãi để tài trợ cho việc giải phóng mặt bằng.

Biểu đồ 2: Vị thế tiền và nợ của KDH (tỷ đồng)



Biểu đồ 3: Tỷ lệ nợ ròng/VCSH của các chủ đầu tư niêm yết trong năm 2022 so với 2023 (%)



Nguồn: KDH, SSI Research

Triển vọng và luận điểm đầu tư

Trong 2 năm qua, KDH đã đầu tư rất nhiều vào quỹ đất. Tổng giá trị đầu tư (bao gồm hàng tồn kho và CIP) tăng từ 8,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2021 lên 19,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, cho thấy mức tăng bình quân 53% mỗi năm. Cụ thể, tổng chi phí đầu tư cho Khu trung tâm dân cư Tân Tạo và Green Village tăng từ 5,48 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 lên 8,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2023 (tức là tăng gần 50% so với 2022), điều này cho thấy Công ty đã đẩy nhanh giải phóng mặt bằng. Hai dự án này tạm hoãn từ năm 2010 khi Công ty Khang Phúc (do KDH sở hữu 100%) tìm cách huy động vốn để giải phóng mặt bằng. Như vậy, với tiền độ đầu tư của KDH, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ triển khai các dự án lớn này trong vòng 2 năm tới.

Ngoài ra, với kỳ vọng thị trường bất động sản sẽ phục hồi từ năm 2025, chúng tôi cho rằng KDH sẽ được hưởng lợi từ quỹ đất lớn, đặc biệt là các dự án lớn tại TP.HCM, là khu vực đang thiếu nguồn cung.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ i) hoàn thành việc bán và bàn giao dự án The Classia; ii) bàn giao căn hộ tại dự án The Privia trong Q4/2024; và iii) mở bán 2 dự án trong nửa cuối năm 2024 (The Clarita & The Emeria) sau khi hợp tác với Keppel Land tại 2 dự án này. Do đó, chúng tôi dự báo KDH sẽ đạt doanh thu và LNST năm 2024 lần lượt là 3,46 nghìn tỷ đồng (tăng 65% svck) và 919 nghìn tỷ đồng (tăng 25,8% svck). Trong đó, dự án The Privia dự kiến sẽ bán giao căn hộ và đóng góp 76% vào tổng doanh thu, tương đương 2,63 nghìn tỷ đồng. Dự án The Classia và The Claria sẽ đóng góp 22% vào tổng doanh thu, tương đương 750 tỷ đồng nếu KDH bán căn hộ thấp tầng trong năm 2024.

KDH hiện đang giao dịch ở mức P/E 2024 là 37,1x và P/B 1,8x, tương đối cao hơn so với các chủ đầu tư niêm yết khác. Tuy nhiên, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với cổ phiếu KDH lên **KHẢ QUAN** đồng thời nâng giá mục tiêu lên **41.300 đồng** (tiềm năng tăng giá là 11,3%) khi chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang năm 2024, giá mục tiêu trước đây là 30.950 đồng/cổ phiếu. Điều này cũng phản ánh sự thay đổi trong giả định của chúng tôi về giá trị thị trường của hai dự án trọng điểm: Khu trung tâm dân cư Tân Tạo và Khu đô thị Green Village, dự kiến sẽ sớm được triển khai nhờ công ty tích cực giải phóng mặt bằng.

Chúng tôi ước tính KDH sẽ hoàn tất thương vụ phát hành riêng lẻ trong tháng 9/2024. Nếu vậy, chúng tôi có thể sẽ định giá dựa trên số cổ phiếu đang lưu hành đã điều chỉnh cho năm 2024. Bảng định giá chi tiết của chúng tôi như sau:

Dự án	RNAV (triệu đồng)
Khu dân cư Tân Tạo	24.830.200
The Classia	282.878
The Privia	1.240.284
The Emeria	1.478.889
The Clarita	1.107.326
The Solina (11A UA)	2.138.485
Bình Trưng - Bình Trưng Đông	3.158.577
KCN Lê Minh Xuân (mở rộng)	2.288.250
Green Village - Khu đô thị Phong Phú 2	5.497.800
Khác	1.115.872
Tổng cộng	43.138.561
Cộng: Tiền và các khoản tương đương tiền	3.738.149
Trừ: Nợ	-6.345.846
Giá trị vốn cổ phần	40.530.864
Số cổ phần	826.834.907
Giá trị cổ phiếu (đồng)	49.000

Nguồn: SSI Research

Chỉ tiêu	2024F	PE/PB mục tiêu	Giá kỳ vọng
EPS điều chỉnh (VND)	1.004	15,0	15.100
BVPS điều chỉnh (VND)	20.901	1,5	31.400

Nguồn: SSI Research

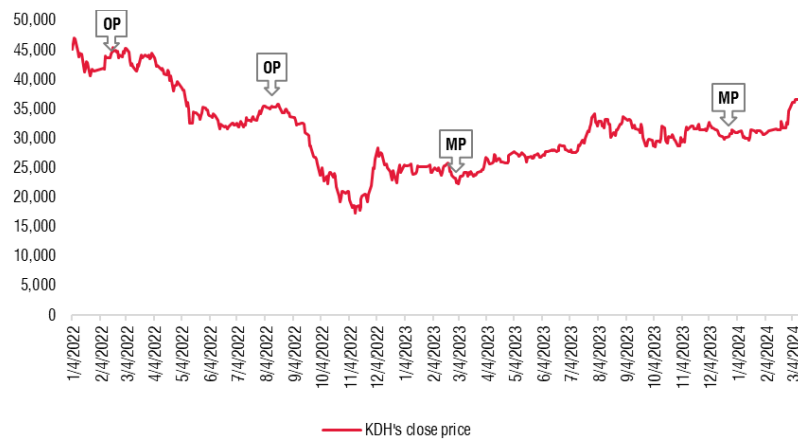
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị	Giá mục tiêu
RNAV	70%	49.000	34.300
PE	15%	15.100	2.265
PB	15%	31.400	4.710
Giá mục tiêu			41.300

Nguồn: SSI Research

Quan điểm ngắn hạn: Trung lập

- Thông tin tích cực từ thương vụ phát hành riêng lẻ và tiến độ các dự án lớn tại TP.HCM; và
- Lợi nhuận kỳ vọng giảm do doanh thu chưa ghi nhận trong nửa đầu năm 2024 thấp hơn so với nửa đầu năm 2023.

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	2023	2024F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.365	2.753	3.730	2.534
+ Đầu tư ngắn hạn	69	43	9	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	4.206	5.208	1.811	2.994
+ Hàng tồn kho	7.733	12.453	18.788	20.378
+ Tài sản ngắn hạn khác	48	49	383	476
Tổng tài sản ngắn hạn	13.421	20.506	24.720	26.382
+ Các khoản phải thu dài hạn	79	73	76	126
+ GTCL Tài sản cố định	40	81	81	45
+ Bất động sản đầu tư	58	102	131	123
+ Tài sản dài hạn dở dang	751	750	933	876
+ Đầu tư dài hạn	14	14	12	0
+ Tài sản dài hạn khác	9	13	466	779
Tổng tài sản dài hạn	952	1.033	1.698	1.949
Tổng tài sản	14.373	21.539	26.418	28.331
+ Nợ ngắn hạn	2.254	3.503	5.329	5.324
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>815</i>	<i>1.195</i>	<i>1.444</i>	<i>1.616</i>
+ Nợ dài hạn	1.898	6.242	5.561	3.598
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>1.738</i>	<i>5.576</i>	<i>4.901</i>	<i>2.924</i>
Tổng nợ phải trả	4.151	9.745	10.890	8.921
+ Vốn góp	6.429	7.168	7.993	9.094
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.177	1.312	1.339	3.238
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.342	2.780	3.768	4.555
+ Quỹ khác	273	534	2.428	2.543
Vốn chủ sở hữu	10.221	11.795	15.528	19.430
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	14.373	21.539	26.418	28.352
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-2.010	-1.047	-1.556	-2.401
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-106	-797	2.826	12
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.646	3.231	-293	1.194
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-470	1.387	977	-1.195
Tiền đầu kỳ	1.836	1.365	2.753	3.730
Tiền cuối kỳ	1.365	2.753	3.730	2.534
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	5,95	5,85	4,64	4,96
Hệ số thanh toán nhanh	2,5	2,29	1,04	1,04
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,64	0,8	0,7	0,48
Nợ rỗng / EBITDA	0,38	2,23	3,05	1,97
Khả năng thanh toán lãi vay	97,68	151,93	0	0
Ngày phải thu	63,4	67,5	38,9	5,8
Ngày phải trả	37,2	33,1	72	43,2
Ngày tồn kho	1.414,40	2.536,40	10.945,20	3.833,50
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,71	0,55	0,59	0,69
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,29	0,45	0,41	0,31
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,41	0,83	0,7	0,46
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,25	0,57	0,41	0,23
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,08	0,1	0,09	0,08

Nguồn: KDH, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	3.738	2.912	2.093	3.461
Giá vốn hàng bán	-1.945	-1.452	-521	-1.865
Lợi nhuận gộp	1.794	1.460	1.573	1.597
Doanh thu hoạt động tài chính	21	18	50	65
Chi phí tài chính	-73	-91	-143	-72
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-205	-175	-163	-218
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-182	-219	-206	-216
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.355	992	1.110	1.156
Thu nhập khác	185	419	-38	-7
Lợi nhuận trước thuế	1.540	1.411	1.071	1.149
Lợi nhuận ròng	1.205	1.082	731	919
Lợi nhuận chia cho cổ đông	1.202	1.103	717	847
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2	-21	14	72
EPS cơ bản (VND)	1.870	1.539	897	1.004
Giá trị sổ sách (VND)	15.842	16.123	16.829	20.901
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	1.556	1.420	1.071	1.149
EBITDA	1.566	1.165	1.086	1.173
Tăng trưởng				
Doanh thu	-17,5%	-22,1%	-28,1%	65,3%
EBITDA	6,6%	-25,6%	-6,7%	7,9%
EBIT	6,7%	-8,7%	-24,5%	7,2%
Lợi nhuận ròng	4,3%	-10,2%	-32,5%	25,8%
Vốn chủ sở hữu	25,3%	15,4%	31,7%	25,1%
Vốn điều lệ	11,1%	11,5%	11,5%	13,8%
Tổng tài sản	3,1%	49,9%	22,7%	7,2%
Định giá				
PE	18,9	17,2	40,6	36,3
PB	2,2	1,6	2,2	1,7
Giá/Doanh thu	5,8	6,2	13,2	8,7
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	0,7	19,7	29,2	27,1
EV/Doanh thu	0,3	7,9	15,2	9,2
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48,0%	50,1%	75,1%	46,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	36,7%	33,8%	50,7%	31,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	32,2%	37,2%	34,9%	26,5%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	5,5%	6,0%	7,8%	6,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	4,9%	7,5%	9,8%	6,2%
ROE	13,1%	9,8%	5,3%	5,3%
ROA	8,5%	6,0%	3,0%	3,4%
ROIC	10,7%	7,0%	3,6%	4,0%

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.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. 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