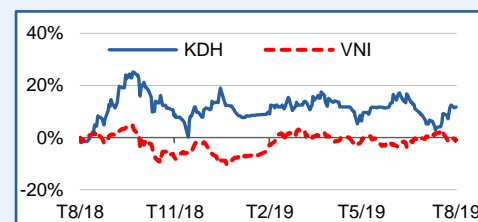


Ngành	Bất động sản		2018A	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo	14/08/2019	Tăng trưởng DT	-4,5%	-3,8%	13,9%	85,5%
Giá hiện tại	VND23.450	Tăng trưởng EPS	17,4%	11,9%	39,6%	28,4%
Giá mục tiêu	VND29.500	Biên LN gộp	42,5%	55,2%	62,8%	47,6%
Giá mục tiêu trước	VND27.300	Biên LN ròng	27,7%	33,5%	41,3%	28,6%
TL tăng	+25,8%	EV/EBITDA	12,2x	9,0x	6,7x	5,1x
Lợi suất cổ tức	2,1%	P/B	1,8x	1,7x	1,5x	1,3x
Tổng mức sinh lời	+27,9%	P/E	15,9x	14,2x	10,2x	7,9x



			KDH	Ngành	VNI
Vốn hóa (triệu USD)	555,1				
Room nước ngoài (triệu USD)	16,9	P/E (trượt)	16,4x	12,2x	16,4x
GTGD TB 30N (triệu USD)	0,3	P/B (hiện tại)	1,9x	1,6x	2,4x
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%	Nợ vay ròng/VCSH	-10,4%	21,4%	NA
SLCP lưu hành (triệu cp)	544,4	ROE	11,9%	19,2%	14,7%
Pha loãng hoàn toàn (triệu cp)	544,4	ROA	8,0%	5,7%	2,5%
PEG 3 năm	0.6				

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. KDH hiện sở hữu quỹ đất ~500 ha tại Quận 2, Quận 9 và khu vực Tây Nam của TP. HCM.

Lưu Bích Hồng  
Trưởng phòng Cao cấp

## Nâng dự báo lợi nhuận nhờ triển vọng mở bán tích cực

- Chúng tôi nâng khuyến nghị cho KDH từ KHẢ QUAN lên **MUA** và tăng giá mục tiêu thêm 8% lên mức **29.500 đồng/CP**, chủ yếu do điều chỉnh tăng giá bán giả định cho các dự án thấp tầng sẽ triển khai, bao gồm Verosa Park (tên trước đây là Venita Park), Clarita và Armenia.
- Chúng tôi điều chỉnh dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của LNST sau lợi ích CĐTTS trong giai đoạn 2018-2021 lên mức 28% so với 12% trong báo cáo trước đây, chủ yếu do giá bán cao hơn dự kiến trước đó cho dự án Verosa Park (300 căn thấp tầng; Quận 9, TP. HCM; giá bán trung bình giả định của chúng tôi là 540.000 USD/căn, dự kiến mở bán trong nửa cuối năm 2019) để phản ánh kế hoạch của ban lãnh đạo chia sẻ về định vị sản phẩm có giá bán cao hơn dự phóng trước đây của chúng tôi.
- Chúng tôi duy trì dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng của KDH trong năm 2019/2020 sẽ đạt mức trung bình 4 nghìn tỷ đồng/năm so với mức cơ sở thấp 2018 là 2 nghìn tỷ đồng, khi việc điều chỉnh tăng dự báo giá trị hợp đồng bán hàng tại dự án Verosa Park bù đắp cho việc điều chỉnh giả định thời điểm bắt đầu mở bán dự án Clarita và Armenia sang năm 2021/2022 thay vì năm 2020 như dự phóng trước đây.
- Yếu tố hỗ trợ: công bố thông tin chi tiết về dự án mở rộng KCN Lê Minh Xuân (110 ha tại huyện Bình Chánh, TP. HCM; đã đền bù xong 80%)
- Rủi ro cho quan điểm của chúng tôi: triển khai dự án chậm hơn dự kiến tại các dự án quy mô lớn như dự án Tân Tạo (330 ha tại quận Bình Tân, TP. HCM; đã đền bù xong 88%)

**Các dự án Lovera Vista và Verosa Park có tiến độ thi công tích cực và kỳ vọng sẽ mở bán chính thức trong 6 tháng cuối năm nay.** Nhà mẫu của dự án Lovera Vista (1.300 căn cao tầng; huyện Bình Chánh) đã chính thức khai trương vào cuối tháng 7. Đợt mở bán đầu tiên dự kiến trong quý 4/2019 với khoảng 500 căn hộ và ước giá bán từ 25 triệu đồng/m<sup>2</sup>, dựa theo trao đổi của chúng tôi với các đại lý môi giới BĐS. Trong khi đó, tiến độ xây dựng của dự án Lovera Vista và Verosa Park đang tiến triển tích cực và phù hợp với kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Diễn biến này củng cố cho dự báo của chúng tôi cho tổng giá trị hợp đồng bán hàng của KDH sẽ tăng từ mức cơ sở thấp năm 2018 là 2 nghìn tỷ đồng lên mức trung bình 4 nghìn tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2019-2020, trong bối cảnh nhu cầu thị trường nhà ở mạnh mẽ (ví dụ như số lượng giữ chỗ để mua dự án Lovera Vista đã hơn 800 căn chỉ sau vài tuần khai trương nhà mẫu, theo quan sát của chúng tôi). Chúng tôi nhắc lại quan điểm tích cực vào thương hiệu mạnh mẽ và kinh nghiệm của KDH sẽ hỗ trợ cho dự phóng tiến độ bán hàng của các dự án sắp mở bán.

**Triển vọng tích cực cho các dự án mở bán và bàn giao sẽ dẫn dắt dự báo lợi nhuận mạnh mẽ trong trung hạn.** Dự án SaFira (1.600 căn cao tầng; Quận 9, TP. HCM, đã bán gần hết 100%) cùng với kỳ vọng mở bán các dự án Lovera Vista và Verosa Park (được đề cập ở trên) sẽ đóng góp chính cho dự báo của chúng tôi về tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của LNST sau lợi ích CĐTTS trong giai đoạn 2018-2021 sẽ đạt mức 28%. Chúng tôi lưu ý rằng dự báo này chưa bao gồm dự phóng lợi nhuận từ dự án mở rộng KCN Lê Minh Xuân do thông tin chi tiết về kế hoạch phát triển vẫn còn khá hạn chế.

## Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.917</b>	<b>2.806</b>	<b>3.197</b>	<b>5.929</b>
Giá vốn hàng bán	-1.677	-1.257	-1.190	-3.107
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.239</b>	<b>1.549</b>	<b>2.007</b>	<b>2.822</b>
Chi phí bán hàng	-100	-56	-59	-316
Chi phí QLDN	-157	-165	-173	-182
<b>LN hoạt động (EBIT)</b>	<b>982</b>	<b>1.327</b>	<b>1.774</b>	<b>2.324</b>
Doanh thu tài chính	200	51	75	49
Chi phí tài chính	-89	-99	-89	-113
- trong đó, chi phí lãi vay	-32	-39	-54	-34
LN từ công ty liên kết	4	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-21	-25	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.076</b>	<b>1.255</b>	<b>1.761</b>	<b>2.260</b>
Thuế TNDN	-266	-314	-440	-565
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>810</b>	<b>941</b>	<b>1.321</b>	<b>1.695</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-2	0	0	0
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>808</b>	<b>941</b>	<b>1.321</b>	<b>1.695</b>

EBITDA	990	1.338	1.800	2.370
EPS cơ bản (đồng)	1.476	1.651	2.305	2.958
EPS pha loãng (đồng)	1.476	1.651	2.305	2.958
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	500	500	500	500
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	34%	30%	22%	17%

CHỈ SỐ	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>Tăng trưởng:</b>				
Doanh thu thuần	-4,5%	-3,8%	13,9%	85,5%
EBIT	23,9%	35,2%	33,7%	31,0%
LN trước thuế	47,5%	16,7%	40,4%	28,4%
EPS cơ bản	17,4%	11,9%	39,6%	28,4%

Khả năng sinh lời:	2018A	2019F	2020F	2021F
Biên LN gộp	42,5%	55,2%	62,8%	47,6%
Biên EBIT	33,7%	47,3%	55,5%	39,2%
Biên EBITDA	33,9%	47,7%	56,3%	40,0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	27,7%	33,5%	41,3%	28,6%
ROE	13,4%	12,9%	16,1%	17,9%
ROA	8,1%	8,6%	10,5%	12,4%

Chỉ số hiệu quả:	2018A	2019F	2020F	2021F
Số ngày tồn kho	1.161	1.786	2.344	941
Số ngày phải thu	207	218	192	156
Số ngày phải trả	37	59	37	25
Chu kỳ luân chuyển tiền	1.332	1.945	2.499	1.072

Thanh khoản:	2018A	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	3,4	3,5	3,2	4,2
CS thanh toán nhanh	1,4	1,4	0,9	1,8
CS thanh toán tiền mặt	0,7	0,9	0,5	0,6
Nợ vay/ Tài sản	9,5%	8,6%	7,1%	6,0%
Nợ vay/ Vốn	23,4%	18,4%	17,4%	15,2%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	-12,6%	-21,9%	-9,2%	-11,2%
CS khả năng thanh toán lãi vay	11,1	13,4	20,0	20,5

ĐDKT (tỷ đồng)	2018A	2019F	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	1.836	2.692	1.756	1.973
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	1.760	1.588	1.775	3.291
Hàng tồn kho	5.817	6.484	8.804	7.216
TS ngắn hạn khác	157	127	145	269
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>9.570</b>	<b>10.892</b>	<b>12.480</b>	<b>12.749</b>
TS cố định (nguyên giá)	531	671	831	1.068
- Khấu hao lũy kế	-30	-41	-66	-111
TS cố định (ròng)	500	630	765	956
Đầu tư TC dài hạn	14	14	14	14
TS dài hạn khác	143	143	143	143
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>658</b>	<b>788</b>	<b>922</b>	<b>1.114</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>10.228</b>	<b>11.679</b>	<b>13.402</b>	<b>13.863</b>

Phải trả ngắn hạn	284	123	117	305
Nợ vay ngắn hạn	632	417	417	417
Nợ ngắn hạn khác	1.859	2.609	3.346	2.317
Tổng nợ ngắn hạn	2.775	3.149	3.879	3.039
Nợ vay dài hạn	337	587	531	410
Nợ dài hạn khác	217	217	217	217
<b>Tổng nợ</b>	<b>3.328</b>	<b>3.953</b>	<b>4.627</b>	<b>3.665</b>

Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	4.140	5.444	5.444	5.444
Thặng dư vốn cổ phần	1.724	1.755	1.755	1.755
Lợi nhuận giữ lại	907	399	1.447	2.870
Vốn khác	93	93	93	93
Lợi ích CĐTS	35	35	35	35
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.899</b>	<b>7.726</b>	<b>8.775</b>	<b>10.198</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>10.228</b>	<b>11.679</b>	<b>13.402</b>	<b>13.863</b>

SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	538	544	544	544
----------------------------------	-----	-----	-----	-----

LCTT (tỷ đồng)	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>2.592</b>	<b>1.836</b>	<b>2.692</b>	<b>1.756</b>
LNST sau lợi ích CĐTS	808	941	1.321	1.695
Khấu hao	8	10	25	45
Thay đổi vốn lưu động	-663	461	-1.770	-960
Điều chỉnh khác	-872	-337	-24	68
<b>LCTT từ HĐ kinh doanh</b>	<b>-719</b>	<b>1.076</b>	<b>-448</b>	<b>848</b>

Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-161	-140	-160	-237
Khác	681	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>519</b>	<b>-140</b>	<b>-160</b>	<b>-237</b>

Cổ tức đã trả	-194	-207	-272	-272
Tăng (giảm) vốn	102	93	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	445	-215	0	0
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-1.135	250	-56	-121
Khác	225	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>-556</b>	<b>-79</b>	<b>-328</b>	<b>-393</b>

<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>-756</b>	<b>856</b>	<b>-936</b>	<b>217</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.836</b>	<b>2.692</b>	<b>1.756</b>	<b>1.973</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC dự báo

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lưu Bích Hồng, 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

**Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên Tổng mức sinh lời dự phóng (TSR), được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại + lợi suất cổ tức và không liên quan đến diễn biến giá thị trường.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng bằng hoặc cao hơn dương 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng dao động trong khoảng dương 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng dao động trong khoảng âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng dao động trong khoảng âm 10-20%
<b>BÁN</b>	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng bằng hoặc thấp hơn âm 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN, BỎ THEO DÕI</b>	Khuyến nghị có thể bị tạm hoãn, hoặc bỏ theo dõi, 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 hoặc do tái cơ cấu nguồn lực của bộ phận nghiên cứu. 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 diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** thường được dựa trên đánh giá của chuyên viên phân tích dựa trên giá trị hợp lý của giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng. Tuy nhiên, giá mục tiêu có thể khác biệt với giá trị hợp lý của giá cổ phiếu nếu các chuyên viên phân tích tin rằng thị trường sẽ không định giá cổ phiếu phù hợp với giá trị hợp lý trong khoảng thời gian cụ thể

**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](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

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

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng và Chứng khoán

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

#### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## 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.