

## KDH

### MUA

<b>Giá mục tiêu tăng</b>	<b>+14,6%</b>
<b>Đóng cửa</b>	<b>14/01/2022</b>
<b>Giá</b>	<b>53.500 đồng</b>
<b>Giá mục tiêu 12T</b>	<b>61.300 đồng</b>

### Tiêu điểm

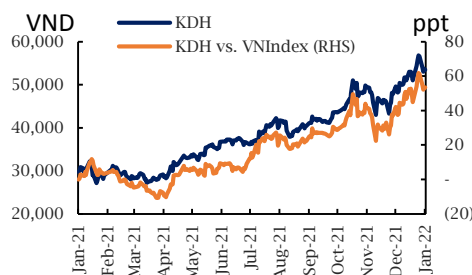
- ▶ **Không có dự án mới được ra mắt trong năm 2021** do diễn biến đại dịch phức tạp.
- ▶ **Thương vụ mua lại 2 dự án mới tại khu vực phía Đông TP.HCM**, với tổng diện tích 10-15ha, giúp nâng quỹ đất của KDH lên đạt khoảng 614ha.
- ▶ **Có kết quả khả quan trong quá trình xin phê duyệt các thủ tục pháp lý và đền bù đất.**

### Quan điểm

- ▶ KDH có thể không hoàn thành kế hoạch năm 2021, nhưng LNST của công ty sẽ cải thiện đáng kể trong 2 năm tới.
- ▶ Lợi thế cạnh tranh của KDH là có quỹ đất và thương hiệu mạnh.
- ▶ Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với KDH, tương ứng với mức tỷ suất sinh lời +14,6% nhờ vào nền tảng cơ bản vẫn rất hấp dẫn, tiềm năng tăng giá phụ thuộc rất nhiều vào dự án Tân Tạo và các dự án mua mới.

**Tổng quan doanh nghiệp:** KDH là công ty bất động sản chủ yếu phát triển tại khu vực TP.HCM với các dự án chính tọa lạc tại Quận 2, Quận 9, Bình Tân và Bình Chánh. Công ty sở hữu khoảng 614ha quỹ đất, đây là một lợi thế lớn của công ty. Mặc dù trước đó công ty tập trung vào phát triển nhà phố và biệt thự, nhưng công ty đã và đang chuyển sang phát triển 3 dự án chung cư (Jamila, Safira và Lovera Vista) kể từ năm 2018.

Giá CP và tương quan với VN-Index



<b>Vốn hóa thị trường</b>	<b>1457,9 triệu USD</b>
<b>GTGD BQ 6T</b>	<b>5,54 triệu USD</b>
<b>SLCP đang lưu hành</b>	<b>642,94 triệu</b>
<b>Tỷ lệ chuyển nhượng tự do</b>	<b>56,18%</b>
<b>Sở hữu nước ngoài</b>	<b>33,40%</b>
<b>Cổ đông lớn</b>	<b>43,82%</b>
<b>Nợ ròng</b>	<b>2,05 triệu USD</b>
<b>2021E P/B (x)</b>	<b>3,48x</b>
<b>Room ngoại còn lại</b>	<b>15,6%</b>

#### Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm tài chính	2020A	2021F	2022F
Doanh thu	4.532	3.876	3.989
Lợi nhuận hoạt động	1.548	1.222	2.136
LNST của CĐCT mẹ	1.152	943	1.668
EPS (đồng)	2.005	1.467	2.359
Thay đổi EPS (%)	19%	-27%	61%
P/B (X)	3,9	4,0	3,8
ROE (%)	15%	11%	18%
Tỷ suất cổ tức (%)		0,93%	0,93%

Nguồn: KDH, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

#### Chuyên viên phân tích:

Tâm Nguyễn

+84 28 3622 6868 ext 3815

[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

Bloomberg code: YUTA

## NHÀ KHANG ĐIỀN (KDH VN)

### Dự án Tân Tạo – Dự án tạo nên giá trị

**Hoạt động kinh doanh của KDH, cũng như toàn ngành, đều bị đại dịch tác động.** Với chiến lược thận trọng, công ty luôn cố gắng lựa chọn thời điểm thích hợp để ra mắt các dự án mới, nhưng KDH đã không chào bán bất kỳ dự án mới nào trong năm 2021 do các biến thể COVID mới đã kéo dài thời gian đại dịch diễn ra. Ngoài ra, việc bàn giao căn hộ đến khách hàng cũng bị cản trở bởi các hạn chế đi lại.

**Thương vụ mua lại 2 dự án mới tại khu vực phía Đông TP.HCM**, với tổng diện tích 10-15ha giúp thúc đẩy quỹ đất của KDH lên đạt khoảng 614ha, tương ứng với 8 dự án. Tất cả những dự án này đều tọa lạc tại khu vực TP.HCM. Hơn thế nữa, Nhà Khang Điền là một thương hiệu uy tín trên thị trường bất động sản Việt Nam (có chất lượng xây dựng và quyền sở hữu rõ ràng, người mua nhà sẵn lòng trả nhiều tiền hơn để sở hữu nhà của KDH). Những yếu tố này chính là lợi thế cạnh tranh của KDH và có thể sẽ giúp công ty duy trì hoạt động kinh doanh ổn định mặc dù ngành bất động sản (BDS) phải đối mặt với nhiều khó khăn.

**Có kết quả tích cực trong quá trình xin phê duyệt các thủ tục pháp lý và đền bù đất.** KDH chia sẻ rằng có 4 dự án (bao gồm giai đoạn mở rộng của dự án khu công nghiệp LMX, Armenia, Clarita, An Dương Vương và Bình Hưng 11A) sẽ hoàn thiện toàn bộ thủ tục pháp lý và sẽ được chào bán trong năm 2022. Bên cạnh đó, tiến độ đền bù đất đang tiến triển rất tốt, đặc biệt là tại dự án Tân Tạo. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ cho ra mắt dự án này trong năm 2023.

**Quan điểm của chúng tôi:** Duy trì **khuyến nghị MUA** với giá trị hợp lý ước tính đối với KDH là 61.300 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời trong 12T là +14,6%. Giá trị tài sản ròng (NAV) của KDH tăng thêm 23,7 nghìn tỷ đồng so với mô hình định giá trước đó, trong đó giá trị ước tính của dự án Tân Tạo tăng 15,9 nghìn tỷ đồng sau khi điều chỉnh một vài giả định trong mô hình định giá của chúng tôi: (1) Chúng tôi tăng giá bán bình quân (GBBQ) của các dự án Clarita, Corona và Armenia lên thêm 8-20% so với trước đó; (2) Chúng tôi ước tính ~72ha đất nông nghiệp/ trồng cây sẽ có giá 6,5 triệu đồng/mét vuông (m<sup>2</sup>) theo giá trị thị trường, cao hơn mức trước đó 1,9x; và (3) Quan điểm của chúng tôi chủ yếu dựa vào tiềm năng của dự án Tân Tạo thay vì dựa vào chi phí như trong mô hình trước đó. Giá trị ước tính mới của chúng tôi đối với dự án Tân Tạo là 21,6 nghìn tỷ đồng, nếu KDH bán dự án cho công ty BDS trung gian với mức giá này thì tổng chi phí phát triển cho lô đất rơi vào khoảng 40 triệu đồng/m<sup>2</sup>, trong khi GBBQ tại phường Tân Tạo rơi vào khoảng 75 triệu/m<sup>2</sup> đối với nhà trong hẻm, vì vậy công ty BDS trung gian có thể đạt được biên lợi nhuận gộp ít nhất là 46%, theo quan điểm của chúng tôi đây là mức hợp lý.

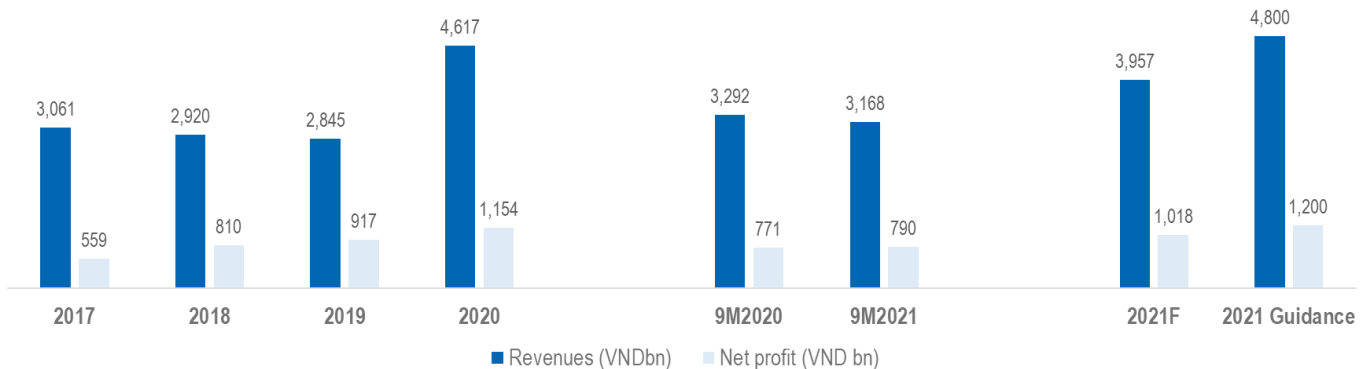
#### ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

## Cập nhật hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh của KDH, cũng như toàn ngành, đều bị ảnh hưởng bởi đại dịch. Với chiến lược thận trọng, công ty luôn cố gắng lựa chọn thời điểm thích hợp để ra mắt dự án mới, nhưng KDH đã không chào bán bất kỳ dự án mới nào trong năm 2021 do các biến thể COVID mới đã kéo dài thời gian đại dịch diễn ra.

**Biểu đồ 1: Kết quả kinh doanh của KDH**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Bên cạnh đó, theo chia sẻ từ ban lãnh đạo của KDH, việc bàn giao căn hộ cho khách hàng cũng bị cản trở bởi những hạn chế đi lại. Sau 9 tháng, KDH đã hoàn thành 66% kế hoạch doanh thu và kế hoạch LNST cả năm 2021, tương ứng với doanh thu đạt 3,2 nghìn tỷ đồng và LNST đạt 0,8 nghìn tỷ đồng.

**Thương vụ mua lại 2 dự án mới tại khu vực phía Đông TP.HCM** với tổng diện tích 10-15ha, giúp đưa tổng diện tích quỹ đất của KDH lên đạt khoảng 614ha, tương ứng với 8 dự án. Tất cả những dự án này đều tọa lạc tại TP.HCM. Bên cạnh đó, Nhà Khang Điền là một thương hiệu uy tín (xét về chất lượng xây dựng và quyền sở hữu) vì thế người mua nhà sẵn lòng trả nhiều tiền hơn để sở hữu nhà của KDH. Những yếu tố này giúp KDH có thể duy trì hoạt động kinh doanh ổn định bất chấp những khó khăn mà ngành bất động sản (BDS) phải đối mặt.

**Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ mở rộng quỹ đất của công ty vào những năm tới.**

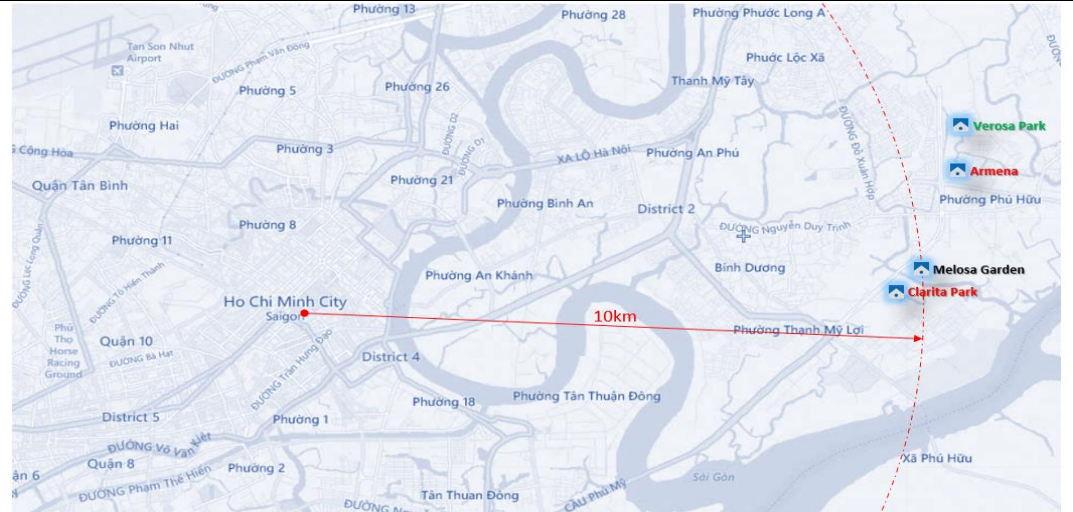
Cụ thể KDH đã mua lại CTCP Phát triển Bất động sản Nguyên Thuỷ hồi tháng 10/2021, vốn điều lệ của công ty này là 400 tỷ đồng. Theo như chúng tôi được biết, Nguyên Thuỷ sở hữu một dự án tọa lạc tại phía Đông TP.HCM. Chi tiết về dự án (như diện tích, loại hình sản phẩm, chi phí đất) hiện vẫn chưa được công bố rõ ràng nhưng chúng tôi cho rằng thương vụ này đã được đàm phán trước năm 2021 với mức giá hợp lý và diện tích của dự án này khoảng từ 5-10ha. Trong tháng 11/2021, KDH quyết định mua thêm một dự án mới tại Quận 2, với diện tích là 6,1ha. Công ty sẽ hoàn thành giao dịch trước ngày 31/03/2022. Chi phí mua lại tối đa dưới 620 tỷ đồng. Vì thế, KDH vẫn có tiềm năng tăng giá dựa trên các dự án này. Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ tiếp tục mở rộng quỹ đất trong những năm tới.

**Biểu đồ 2: Những dự án đang được xây dựng của KDH**

No.	Project's Name	Location	Total area (hectares)	Before	2019	2020	2021	2022	2023	2024	After
1	Jamila	Dist 9	1.7	2Q17							
2	SaFira	Dist 2	2.7	4Q18	2Q19						
3	Lovera Vista	Binh Chanh Dist	1.8		3Q19						
4	Verosa Park	Dist 9	8.1		3Q19						
1	The Classia (Armena)	Dist 9	4.4				3Q21				
2	Clarita	Dist 2	5.7								
3	An Duong Vuong	Binh Tan Dist	1.8								
4	Le Minh Xuan IP (expansion phase)	Binh Chanh Dist	109.9								
5	11A Residence	Binh Chanh Dist	17.5								
6	Tan Tao residential area	Binh Tan Dist	330.0								
7	Phong Phu 2	Binh Chanh Dist	132.9								
8	<b>Two new projects</b>	<b>HCMC's eastern</b>	<b>12.0</b>								
<b>Total</b>			<b>614.2</b>								

Nguồn: Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 3: KDH dự kiến ra mắt The Classia (trước đây là Armena) và Clarita trong năm 2022**



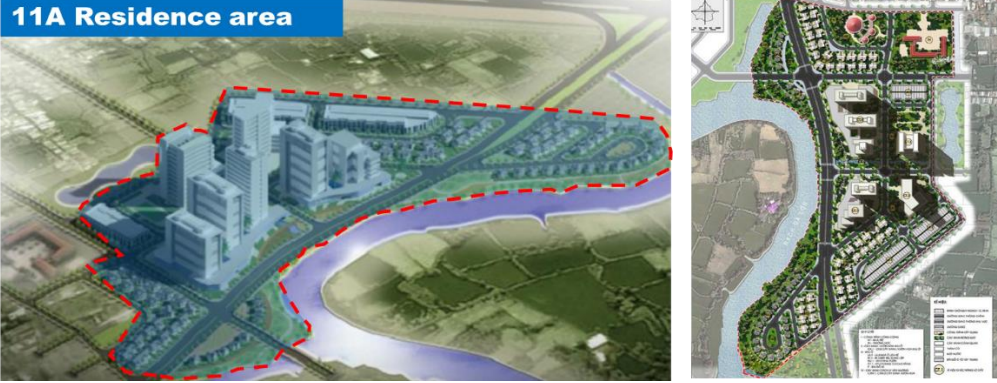



Nguồn: Yuanta Việt Nam

**Không thể hoàn thành kế hoạch năm 2021.** Công ty kỳ vọng sẽ hoàn tất bàn giao tại dự án Lovera Vista, SaFira, và Verosa Park trong năm 2021. Chúng tôi nghĩ rằng lợi nhuận năm 2021 chỉ đến từ 3 dự án này. Vì vậy, dự báo của chúng tôi là doanh thu sẽ đạt 3,8 nghìn tỷ đồng (-14,5% YoY) và LNST đạt 0,9 nghìn tỷ đồng (-18,7% YoY). Theo quan điểm của chúng tôi, KDH đã không cố gắng làm đẹp lợi nhuận bằng cách chào bán dự án The Classia trong nửa cuối năm 2021 và ghi nhận doanh thu từ giá trị đất đai của dự án này. Thay vào đó, KDH sẽ lựa chọn một thời điểm thích hợp để chào bán The Classia với giá bán tối ưu trong năm 2022, dự án này đã được khởi công xây dựng vào tháng 9/2021. Hiện nay, dự án Classia đang trong giai đoạn xây dựng phần thô.

**Biểu đồ 4: Các dự án KDH dự kiến chào bán**

Dự án		Thông tin
		<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Địa điểm:</b> Phường Phú Hữu, TP Thủ Đức.</li> <li><b>Diện tích:</b> 4,3 ha</li> <li><b>Loại hình sản phẩm:</b> ước tính có 180 căn nhà phố vườn</li> <li><b>Tình trạng:</b> Đã nhận chứng nhận quyền sử dụng đất; đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý; dự kiến chào bán trong năm 2022.</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Địa điểm:</b> Quận Bình Tân, TP.HCM.</li> <li><b>Diện tích:</b> 1,8 ha</li> <li><b>Loại hình sản phẩm:</b> ước tính có 1.000 căn hộ</li> <li><b>Tình trạng:</b> Đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý dự án, <u>dự kiến khởi công vào đầu năm 2020</u> và dự kiến mở bán trong năm 2022.</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Địa điểm:</b> Phường Bình Trưng Đông, TP Thủ Đức.</li> <li>• <b>Diện tích:</b> 5,8 ha, dự kiến sẽ mở rộng thêm</li> <li>• <b>Loại hình sản phẩm:</b> nhà phố và biệt thự</li> <li>• <b>Tình trạng:</b> Đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý dự án; dự kiến chào bán trong năm 2022.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Địa điểm:</b> Xã Lê Minh Xuân, huyện Bình Chánh, TP.HCM.</li> <li>• <b>Diện tích:</b> 109,9 ha</li> <li>• <b>Công suất ước tính:</b> 10.000 công nhân</li> <li>• <b>Tình trạng:</b> Đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục pháp lý dự án; dự kiến chào bán trong năm 2022.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Địa điểm:</b> Huyện Bình Chánh, TP.HCM.</li> <li>• <b>Diện tích:</b> 16,4 ha</li> <li>• <b>Loại hình sản phẩm:</b> nhà phố</li> <li>• <b>Tình trạng:</b> Đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục pháp lý dự án.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Địa điểm:</b> Quận Bình Tân, TP.HCM.</li> <li>• <b>Diện tích:</b> 330 ha</li> <li>• <b>Loại hình sản phẩm:</b> Căn hộ thấp và cao tầng</li> <li>• <b>Tình trạng:</b> Đang trong quá trình đền bù đất và hoàn thiện các thủ tục pháp lý dự án; dự kiến sẽ được chào bán trong năm 2023</li> </ul>

Source: Social media, Yuanta Vietnam

**Chúng tôi ước tính khoảng 270ha tại dự án Tân Tạo đã được đền bù, tương đương với 80% tổng diện tích.**

**Có kết quả tích cực trong tiến trình xin phê duyệt thủ tục pháp lý và đền bù đất.** Ban lãnh đạo của KDH chia sẻ rằng có 4 dự án (gồm giai đoạn mở rộng của dự án khu công nghiệp Lê Minh Xuân (KCN LMX), Armenia, Clarita, 158 An Dương Vương và Bình Hưng 11A) sẽ hoàn thiện toàn bộ thủ tục pháp lý để có thể chào bán trong năm 2022. Bên cạnh đó, quá trình đền bù đất cũng đang có tiến triển tốt, đặc biệt là tại dự án Tân Tạo. Chúng tôi ước tính khoảng 270ha tại dự án Tân Tạo đã được đền bù, tương đương với 80% tổng diện tích, và chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ có thể ra mắt dự án này trong năm 2023.

**Giá bán bình quân đang được thiết lập ở mức cao hơn.**

**Giá bán bình quân có thể không giảm, nhưng tỷ lệ hấp thụ có thể sẽ giảm, từ đó ảnh hưởng đến sự hấp thụ của thị trường.**

Triển vọng định giá đối với BĐS tại khu vực TP.HCM vẫn rất tích cực bất chấp đại dịch COVID-19, phần lớn chúng tôi cho rằng là do (1) nguồn cung căn hộ mới liên tục bị hạn chế, trong khi (2) [thị trường bất động sản ngoài thành](#) đang rất sôi động trong 2 năm gần đây, điều này giúp củng cố quan điểm cho rằng giá nhà đất hầu như tăng qua mỗi năm, hay thậm chí mỗi tháng hoặc trong kịch bản tệ nhất là giá chưa bao giờ giảm.

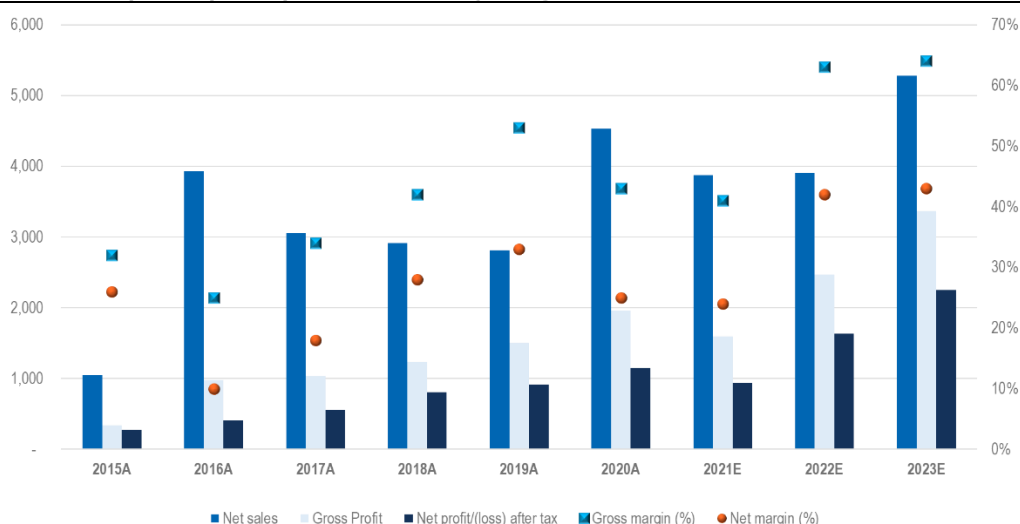
Theo quan điểm của chúng tôi, nỗ lực của các công ty phát triển BĐS hàng đầu nhằm cố gắng nâng mức giá tại khu vực TP.HCM đã thành công, mặc dù trong [bài báo cáo trước đây](#) chúng tôi còn nghi ngờ về điều này. Quan điểm mới này được hỗ trợ bởi giá bán BĐS tại các khu vực vùng ven đã tăng mạnh kể từ năm ngoái. Ví dụ, vào năm ngoái, dự án Melosa Garden (một dự án khác của KDH đã hoàn thiện trong năm 2015) đã được bán với mức giá khoảng 62 triệu đồng/m<sup>2</sup> trên thị trường thứ cấp, và hiện nay đang được giao dịch với mức giá 86 triệu đồng/m<sup>2</sup> (+39% YoY).

Ngoài ra, KDH đã bán ra khoảng 300 căn hộ thấp tầng của dự án Verosa Park với GBBQ trên mỗi m<sup>2</sup> là 110 triệu đồng (tương ứng với 4.713 USD) chưa bao gồm thuế VAT và giá trị xây dựng, nhưng đã bao gồm chương trình khuyến mãi. VHM cũng đã bán ra The Manhattan – một phân khu thấp tầng của dự án Vinhomes Grand Park – có GBBQ trên mỗi m<sup>2</sup> khoảng 120 triệu đồng (tương ứng 5.161 USD) chưa bao gồm thuế VAT và giá trị xây dựng. Sau khi ra mắt được 1 năm, trên thị trường thứ cấp, GBBQ trên mỗi m<sup>2</sup> hiện đang rơi vào khoảng 140 triệu đồng (tương đương 5.913 USD), tăng +16%. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các dự án đã được quy hoạch của KDH tại Quận 2 và Quận 9 có thể sẽ được bán với giá bằng hoặc cao hơn GBBQ của dự án Verosa Park.

Chúng tôi cho rằng các công ty phát triển BĐS đã thêm một vài “điểm hấp dẫn” nhất định ở tương lai vào mô hình ước tính giá bán như cơ sở hạ tầng giao thông chưa được bàn giao, cũng như đà tăng trưởng liên tục của nền kinh tế và sự tăng trưởng tương quan của tài sản hộ gia đình. Nếu những yếu tố này không đạt được như kỳ vọng, sẽ rất khó cho các công ty phát triển BĐS có thể duy trì GBBQ ở mức cao trong những dự án chào bán sắp tới. Chúng tôi nghĩ rằng họ sẽ giảm giá trong những đợt ra mắt sắp tới, nhưng tỷ lệ bán trước có thể sẽ giảm và từ đó làm triệt khả năng hấp thụ.

Tuy nhiên, chúng tôi có cùng quan điểm với các công ty phát triển BĐS rằng nền kinh tế Việt Nam có thể sẽ duy trì đà tăng trưởng vào những năm tới. Đối với KDH, chúng tôi ước tính LNST của công ty sẽ cải thiện đáng kể nhờ vào mảng căn hộ thấp tầng với biên lợi nhuận cao sẽ đóng góp phần lớn vào lợi nhuận trong 2 năm tới.

**Biểu đồ 5: Dự báo lợi nhuận đối với KDH (tỷ đồng)**



Nguồn: Yuanta Việt Nam

## Định giá

Ước tính giá trị hợp lý của chúng tôi đối với KDH là 61.300 đồng/ cổ phiếu. Ước tính mới của chúng tôi đối với giá trị tài sản ròng (NAV) của KDH tăng lên 23,7 nghìn tỷ đồng so với ước tính trước đó, trong đó giá trị ước tính của dự án Tân Tạo tăng 15,9 nghìn tỷ đồng sau khi thay đổi một vài giá định trong mô hình định giá của chúng tôi như sau:

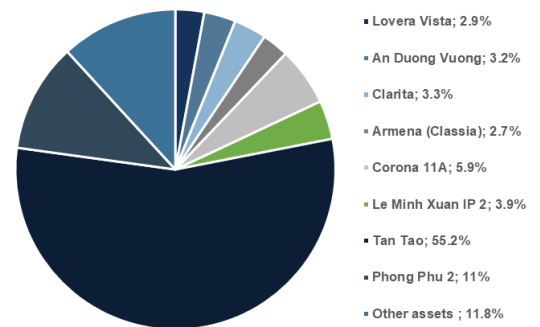
- Chúng tôi điều chỉnh dòng tiền của các dự án đang trong quá trình thi công của KDH sẽ thực hiện dự án theo đúng tiến độ do chúng tôi cho rằng các dự án của KDH hiện đã sẵn sàng để được triển khai do dự án The Classia và dự án An Dương Vương hiện đang trong quá trình xây dựng, trong khi quá trình xin phê duyệt các thủ tục pháp lý và đền bù đất của các dự án khác có kết quả tích cực.
- Chúng tôi tăng GBBQ đối với các dự án của KDH do thị trường đã thiết lập một ngưỡng giá mới. Ví dụ,
  - Theo thị trường, chúng tôi ước tính giá trị của 270ha diện tích đất (của dự án Tân Tạo) đã được đền bù (trong mô hình trước đó, chúng tôi chỉ ước tính 165ha) là 8 triệu đồng/m<sup>2</sup>, cao hơn 3,0x so với giá ước tính trước đó của chúng tôi (18 tháng trước), tại thời điểm đó quan điểm của chúng tôi chủ yếu dựa vào chi phí của dự án hơn là tiềm năng. Giá trị ước tính mới của chúng tôi đối với dự án Tân Tạo là 21,6 nghìn tỷ đồng, nếu KDH bán dự án cho công ty phát triển BĐS trung gian khác với mức giá này, thì tổng chi phí xây dựng sẽ rơi vào khoảng 40 triệu đồng/m<sup>2</sup>, trong khi GBBQ tại phường Tân Tạo hiện đang là ~75 triệu đồng/m<sup>2</sup> đối với nhà ở trong hẻm, vì vậy các công ty phát triển BĐS trung gian sẽ có biên lợi nhuận gộp ít nhất là 46%, đây là mức hợp lý theo quan điểm của chúng tôi.
  - Theo thị trường, chúng tôi ước tính giá trị của mỗi m<sup>2</sup> trong khoảng 72ha đất nông nghiệp/đất trồng cây là 6,5 triệu đồng /m<sup>2</sup>, cao hơn 1,9x so với mức giá trước đó.
  - Ước tính GBBQ đối với dự án Clarita, Corona, và Armenia cao hơn 8-20% so với mức giá trước đó.

**Biểu đồ 6: Tóm tắt bảng định giá**

No	Project	Ownership rate	Valuation approach	NPV	Effective NPV
1	Lovera Vista	100.0%	DCF	888	1,154
2	An Duong Vuong	100.0%	DCF	1,250	1,250
3	Clarita	99.8%	DCF	1,291	1,288
4	Armena (Classia)	99.8%	DCF	1,066	1,064
5	Corona 11A	100.0%	DCF	2,313	2,313
6	Le Minh Xuan IP 2	100.0%	DCF	1,524	1,524
7	Tan Tao	100.0%	MV	21,648	21,648
8	Phong Phu 2	100.0%	MV	4,306	4,306
9	Other assets				4,636
<b>Total project NPV</b>					<b>39,183</b>
<b>Cash and cash equivalent *</b>					<b>2,852</b>
<b>Total borrowing</b>					<b>-2,804</b>
<b>NAV</b>					<b>39,231</b>
<b>Number of shares</b>					<b>0.64</b>
<b>Fair Value</b>					<b>61,300</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 7: Cơ cấu NPV theo từng dự án**



---

## Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi

1. **Các rủi ro hoạt động.** Những nỗ lực nhằm ngăn chặn đại dịch COVID, như giãn cách xã hội và một vài biện pháp phòng ngừa khác, có thể tác động đến tâm lý của người mua nhà và từ đó khiến giai đoạn bán trước kéo dài hơn chúng tôi đã dự kiến. Ngoài ra, các điều kiện thị trường không phải lúc nào cũng diễn ra như mong đợi (chẳng hạn như tăng trưởng kinh tế, tăng trưởng tài sản và thu nhập cá nhân, và đầu tư công vào cơ sở hạ tầng giao thông là những ẩn số khó dự đoán trước). Vì vậy, các công ty phát triển BĐS có thể sẽ phải tung ra các phiếu giảm giá và quà tặng để thu hút khách hàng đến xem các công trình xây dựng dự án. Hậu quả là chi phí bán hàng có thể sẽ tăng lên và khả năng hấp thụ của thị trường có thể bị trì trệ.
2. **Rủi ro mô hình định giá.** Chúng tôi có quan điểm tích cực đối với tiềm năng của các dự án của KDH (chẳng hạn như có GBBQ cao hơn) cũng như thời gian phát triển các dự án này (như quá trình hoàn thành thủ tục pháp lý, kết quả bán trước).
  - Như thường lệ, quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý của dự án, như là giải tỏa và đền bù đất và những phê duyệt pháp lý khác, có thể kéo dài hơn chúng tôi dự kiến.
  - Tân Tạo là một nhân tố biến động chính đối với mô hình định giá của chúng tôi. Điều quan trọng cần lưu ý là dự án Tân Tạo chiếm 55,2% trong tổng NAV ước tính của chúng tôi đối với KDH. Vì vậy, RNAV ước tính của chúng tôi khá nhạy cảm đối với (1) giá thị trường tại phường Tân Tạo, cũng như tại TP.HCM, và (2) diện tích đất thực tế đã được đền bù.

<b>BÁO CÁO THU NHẬP (TỶ ĐỒNG)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.532</b>	<b>3.876</b>	<b>3.989</b>	<b>5.318</b>
Giá vốn hàng bán	(2.568)	(2.282)	(1.475)	(1.928)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.964</b>	<b>1.594</b>	<b>2.514</b>	<b>3.390</b>
Chi phí bán hàng	(247)	(152)	(153)	(206)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(169)	(220)	(225)	(301)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.548</b>	<b>1.222</b>	<b>2.136</b>	<b>2.883</b>
Thu nhập tài chính	35	81	101	91
Chi phí tài chính	(85)	(88)	(107)	(106)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Thu nhập/Chi phí khác	(40)	(33)	(40)	(33)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1.458</b>	<b>1.182</b>	<b>2.090</b>	<b>2.835</b>
Thuế	(304)	(236)	(418)	(567)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.154</b>	<b>946</b>	<b>1.672</b>	<b>2.268</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	3	4	5
<b>LNST của CĐCT mẹ</b>	<b>1.152</b>	<b>943</b>	<b>1.668</b>	<b>2.263</b>
EPS cơ bản được công bố (đồng)	2.005	1.467	2.359	2.909
EPS pha loãng hoàn toàn (đồng)	2.005	1.467	2.359	2.909

<b>HỆ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	61%	-14%	3%	33%
Lợi nhuận hoạt động	27%	-21%	75%	35%
Lợi nhuận trước thuế	23%	-19%	77%	36%
EPS	19%	-27%	61%	23%
Tổng tài sản	5%	0%	8%	10%
Vốn chủ sở hữu	6%	7%	14%	17%
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>				
Biên lợi nhuận gộp	43%	41%	63%	64%
Biên lợi nhuận hoạt động	34%	32%	54%	54%
Biên lợi nhuận ròng	25%	24%	42%	43%
ROE	15%	11%	18%	21%
ROA	9%	7%	12%	14%
ROIC	17%	13%	21%	25%

<b>Hiệu suất (x)</b>				
Hệ số vòng quay khoản phải thu	1,25x	0,96x	1,12x	1,74x
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	0,36x	0,35x	0,26x	0,35x
Hệ số vòng quay khoản phải trả	0,88x	0,86x	0,54x	0,73x
<b>Thanh khoản (x)</b>				
Hệ số thanh toán tức thời	3,12x	3,09x	3,60x	3,78x
Hệ số thanh toán nhanh	1,28x	1,63x	2,13x	2,34x
<b>Cơ cấu tài chính (x)</b>				
Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	0,70x	0,59x	0,51x	0,43x
Tổng nợ/tổng tài sản	0,41x	0,37x	0,34x	0,30x
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,23x	0,09x	0,11x	0,07x

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.887</b>	<b>13.834</b>	<b>14.972</b>	<b>16.534</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>12.976</b>	<b>12.850</b>	<b>13.967</b>	<b>15.213</b>
Tiền & Các khoản tương đương tiền	1.826	2.170	5.687	5.833
Đầu tư ngắn hạn	10	21	16	19
Khoản phải thu	3.483	4.564	2.543	3.570
Hàng tồn kho	7.338	5.842	5.440	5.457
Tài sản ngắn hạn khác	319	253	281	334
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>911</b>	<b>984</b>	<b>1.005</b>	<b>1.321</b>
Khoản phải thu dài hạn	79	147	147	201
Tài sản cố định ròng	47	47	44	39
Đầu tư dài hạn	14	15	16	17
Tài sản dài hạn khác	771	775	798	1.064
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13.887</b>	<b>13.834</b>	<b>14.972</b>	<b>16.534</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>5.730</b>	<b>5.128</b>	<b>5.086</b>	<b>4.965</b>
Người mua trả tiền trước	2.122	2.125	2.128	2.131
Khoản phải trả	243	787	434	612
Nợ ngắn hạn	787	377	377	377
Nợ phải trả ngắn hạn khác	1.005	866	936	901
Nợ dài hạn	1.058	417	675	398
Nợ phải trả dài hạn khác	515	556	536	546
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.157</b>	<b>8.706</b>	<b>9.886</b>	<b>11.569</b>
Vốn cổ phần	5.787	6.425	7.068	7.775
Thặng dư vốn cổ phần	744	720	720	720
Lợi nhuận giữ lại	1.836	1.767	2.300	3.271
Vốn chủ sở hữu khác	(240)	(240)	(240)	(240)
Lợi ích cổ đông thiểu số	31	34	38	43

<b>DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>Tiền và tương đương tiền đầu năm</b>	<b>1.175</b>	<b>1.826</b>	<b>2.170</b>	<b>5.687</b>
Lợi nhuận trước thuế	1.458	1.182	2.090	2.835
Các khoản điều chỉnh	(24)	88	107	106
Thay đổi trong vốn lưu động	(1.269)	565	1.590	(1.624)
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>165</b>	<b>1.835</b>	<b>3.787</b>	<b>1.317</b>
Chi tiêu vốn	(51)	-	3	5
Đầu tư	(10)	(12)	4	(4)
Thay đổi khác	60	(31)	(43)	(310)
<b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(1)</b>	<b>(43)</b>	<b>(36)</b>	<b>(309)</b>
Chi trả cổ tức	(262)	(300)	(322)	(354)
Tiền chi cho việc phát hành cổ phần	105	0	0	0
Thay đổi ròng trong nợ	1.063	(1.051)	258	(277)
Thay đổi khác	(419)	(97)	(170)	(231)
<b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>487</b>	<b>(1.448)</b>	<b>(234)</b>	<b>(862)</b>
Tác động từ chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	1
<b>Thay đổi trong dòng tiền</b>	<b>651</b>	<b>344</b>	<b>3.517</b>	<b>146</b>
<b>Tiền và tương đương tiền cuối năm</b>	<b>1.826</b>	<b>2.170</b>	<b>5.687</b>	<b>5.833</b>



# Appendix A: Important Disclosures

## Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

## Ratings Definitions

**BUY:** We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

**HOLD-Outperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**HOLD-Underperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**SELL:** We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

**Under Review:** We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

**Restricted:** The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

## Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
Yuanta Securities Investment Consulting  
4F, 225,  
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104  
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd  
23/F, Tower 1, Admiralty Centre  
18 Harcourt Road,  
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office  
Yuanta Securities Building  
Euljiro 76 Jung-gu  
Seoul, Korea 100-845  
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA  
(A member of the Yuanta Group)  
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH  
SCBD Lot 9  
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53  
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department  
Yuanta Securities (Thailand)  
127 Gaysorn Tower, 16th floor  
Ratchadamri Road, Pathumwan  
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department  
Yuanta Securities (Vietnam)  
4th Floor, Saigon Centre  
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,  
Ben Nghe Ward, District 1,  
HCMC, Vietnam

# YUANTA SECURITIES NETWORK

## China

Beijing Rep. Office  
Shanghai Rep. Office  
Shenzhen Rep. Office

## Hong Kong

Yuanta Securities Hong Kong  
Polaris Securities  
Hong Kong Rep. Office

## Vietnam

Yuanta Securities Vietnam

## Myanmar

Myanmar Rep. Office

## Cambodia

Yuanta Securities Cambodia



## South Korea

Yuanta Securities Korea  
Hanshin Mutual Savings

## Taiwan

Yuanta Securities  
Yuanta Bank  
Yuanta Life

## Philippines

Yuanta Saving Bank

## Indonesia

Yuanta Securities Indonesia

## Thailand

Yuanta Securities Thailand

## YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4<sup>th</sup> Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

### Institutional Research

#### Matthew Smith, CFA

Head of Research  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)  
[matthew.smith@yuanta.com.vn](mailto:matthew.smith@yuanta.com.vn)

#### Tam Nguyen

Analyst (Property)  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)  
[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

#### Di Luu

Assistant Analyst  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)  
[di.luu@yuanta.com.vn](mailto:di.luu@yuanta.com.vn)

### Institutional Sales

#### Anh Nguyen

Sales Trader  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)  
[anh.nguyen2@yuanta.com.vn](mailto:anh.nguyen2@yuanta.com.vn)

#### Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)  
Tel: +84 28 3622 6868 (3845)  
[binh.truong@yuanta.com.vn](mailto:binh.truong@yuanta.com.vn)

#### Tanh Tran

Analyst (Banks)  
Tel: +84 28 3622 6868 (3874)  
[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)

#### Trung Nguyen

Sales Trader  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)  
[trung.nguyen2@yuanta.com.vn](mailto:trung.nguyen2@yuanta.com.vn)