

CTCP ĐT & KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN (KDH) – BÁO CÁO CẬP NHẬT

| | | | | |
|-----------------------|---------------------|-----------------------|--------------------|--------------|
| Giá thị trường | Giá mục tiêu | Tỷ suất cổ tức | Khuyến nghị | Ngành |
| VND41.000 | VND52.400 | 0% | Khả quan | BẤT ĐỘNG SẢN |

03/06/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:11 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: -11,1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- LN ròng 2022-23 giảm 13,8%/23,2% so với dự phóng trước.
- Hạ giá mục tiêu 4,4% so với giá mục tiêu cũ.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

| | |
|-------------------------|--------|
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 56.800 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 35.046 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 54.205 |
| Thị giá vốn (tỷ VND) | 27.003 |
| Free float (%) | 37 |
| P/E trượt (x) | 24,2 |
| P/B hiện tại (x) | 2,33 |

Cơ cấu sở hữu

| | |
|------------------------------|-------|
| Công ty TNHH đầu tư Tiên Lộc | 11,1% |
| Công ty TNHH đầu tư Gamma | 9,1% |
| Công ty TNHH đầu tư Á Âu | 8,2% |
| Khác | 71,6% |

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Lạc quan trong thận trọng

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/22 tăng 46,0% svck đạt 299,5 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập bất thường, hoàn thành 20,4% dự phóng của chúng tôi.
- Dự phóng LN ròng năm 2022-23 tăng 22,4% svck/23,9% svck đạt 1.471 tỷ đồng/1.823 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập bất thường và bàn giao mạnh mẽ.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 52.400 đồng/cp.

Tăng trưởng doanh thu và LN ròng tương phản trong Q1/22

KDH ghi nhận doanh thu Q1/22 sụt giảm 82,9% svck còn 142,7 tỷ đồng do ít dự án bất động sản bàn giao. Tuy nhiên, LN ròng Q1/22 tăng mạnh 46,0% svck lên 299,5 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập bất thường 308 tỷ đồng từ đánh giá lại tại Công ty TNHH Đầu tư Kinh doanh Nhà Đoàn Nguyên, hoàn thành 20,4% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Ngành BĐS đang đối mặt nhiều thách thức ảnh hưởng triển vọng ngành

Chúng tôi nhận thấy ngành bất động sản (BDS) đang đối mặt với nhiều thách thức làm ảnh hưởng đến triển vọng ngành, gồm: 1) lãi suất tăng ảnh hưởng đến quyết định mua nhà, 2) giá vật liệu tăng có thể làm tăng giá nhà ở và 3) thắt chặt các khoản vay ngân hàng ở lĩnh vực BDS và giám sát chặt chẽ hơn trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng KDH có quỹ sản phẩm sẵn sàng bán lớn và bảng cân đối tài chính lành mạnh sẽ vẫn có mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong 2022-24.

Hạ dự phóng LN ròng 2022-23 phản ánh doanh số ký bán thấp hơn dự kiến

KDH dự kiến mở bán dự án Classia (176 căn thấp tầng) vào năm 2021 nhưng do dịch bệnh bùng phát đã hạn chế các hoạt động xây dựng và gây ra sự chậm trễ trong việc ra mắt dự án này. Giá trị chưa ghi nhận của KDH tính đến T5/22 chỉ tương đương khoảng 5-10% doanh thu BĐS năm 2022 chúng tôi dự phóng trước đó. Bên cạnh đó, ngành BĐS cũng đang nổi lên nhiều thách thức, chúng tôi thận trọng điều chỉnh dự báo LN ròng năm 2022-23 giảm 13,8%/23,2% so với dự phóng trước còn 1.471 tỷ đồng (+22,4% svck)/1.823 tỷ đồng (+23,9% svck).

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 52.400 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu KDH giảm 4,4% so với cập nhật trước do doanh số ký bán thấp hơn dự kiến. Cổ phiếu KDH đã giảm khoảng 30% so với mức đỉnh vào đầu 2022; chúng tôi nhận thấy cơ hội tích lũy doanh nghiệp BĐS có bảng cân đối tài chính lành mạnh và triển vọng tăng trưởng LN ròng ổn định. Tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn đến từ giá bán trung bình cao hơn dự kiến tại các dự án Classia, Clarita, và 158 An Dương Vương; luận điểm đầu tư trung và dài hạn phụ thuộc vào việc liệu KDH có thể xử lý các vấn đề pháp lý nhằm ra mắt dự án Tân Tạo. Rủi ro giảm giá là 1) việc xin cấp phép mở bán cho các dự án mới chậm hơn dự kiến và 2) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-20A | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------|--------|---------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ) | 4.617 | 3.746 | 3.769 | 4.721 |
| Tăng trưởng DT thuần | 62,3% | (18,9%) | 0,6% | 25,3% |
| Biên lợi nhuận gộp | 43,3% | 48,0% | 58,0% | 61,1% |
| Biên EBITDA | 33,9% | 37,4% | 45,5% | 50,9% |
| LN ròng (tỷ) | 1.153 | 1.202 | 1.471 | 1.823 |
| Tăng trưởng LN ròng | 26,0% | 4,3% | 22,4% | 23,9% |
| Tăng trưởng LN cốt lõi | 29,8% | 9,2% | 22,3% | 24,0% |
| EPS cơ bản | 2.117 | 2.078 | 2.289 | 2.835 |
| EPS điều chỉnh | 1.899 | 1.951 | 2.147 | 2.663 |
| BVPS | 14.928 | 17.602 | 18.046 | 20.740 |
| ROAE | 17,2% | 18,0% | 22,0% | 27,2% |

Source: VNDIRECT RESEARCH

LẠC QUAN TRONG THẬN TRỌNG

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 52.400 đồng/cp

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi thích KDH do:

- 1) KDH sở hữu quỹ đất lớn 600ha tại TP HCM. Phần lớn nằm ở phía Nam TP HCM và thành phố Thủ Đức, nơi đang thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư và giá nhà đất tăng mạnh nhờ phát triển cơ sở hạ tầng;
- 2) KDH sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp, phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu thực ở của người dân;
- 3) Chúng tôi dự phóng doanh số ký bán năm 2022-23 sẽ tăng trở lại mạnh mẽ nhờ bốn dự án mở bán mới với tổng giá trị phát triển (GDV) là 21.995 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ cao nhờ vị trí đắc địa, pháp lý minh bạch, và nguồn cung mới tại TP.HCM đang khan hiếm.

Định giá

Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu khác nhau đối với từng dự án thay vì một mức chung cho RNAV hợp nhất do thiếu dữ liệu quá khứ cho việc xác định mức chiết khấu hợp lý. Các mức chiết khấu khác nhau sẽ được áp dụng cho từng dự án khác nhau tùy thuộc vào thời gian thực hiện, tiến độ thu mua đất, và tỷ lệ hấp thụ trong bán hàng. Chiết khấu cho toàn bộ RNAV hiện là 20%. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu KDH giảm 4,4% còn 52.400 đồng/cp do các dự án The Solina và Clarita có thể lùi mở bán sang 2023 trong bối cảnh ngành BĐS đang gặp nhiều thách thức.

Tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn đến từ giá bán trung bình cao hơn dự kiến tại các dự án Classia, Clarita, và 158 An Dương Vương; luận điểm đầu tư trung và dài hạn phụ thuộc vào việc liệu KDH có thể xử lý các vấn đề pháp lý nhằm ra mắt dự án Tân Tạo. **Rủi ro giảm giá** là 1) việc xin cấp phép mở bán cho các dự án mới chậm hơn dự kiến và 2) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng.

Hình 1: Định giá (tỷ đồng)

| Tên dự án | Giá trị hợp lý | Phương pháp | Lưu ý |
|--|----------------|-------------|--|
| Tân Tạo | 12.561 | DCF | |
| The Solina | 2.959 | DCF | Có thể sẽ lùi mở bán sang 2023 trong bối cảnh ngành BĐS đang gặp nhiều thách thức. |
| Green Village | 6.806 | DCF | |
| Clarita | 1.605 | DCF | Có thể sẽ lùi mở bán sang 2023 trong bối cảnh ngành BĐS đang gặp nhiều thách thức. |
| Classia | 1.956 | DCF | |
| KCN Lê Minh Xuân | 2.681 | DCF | |
| The Privia | 1.697 | DCF | |
| Khác | 1.942 | BV | |
| Tổng | 32.712 | | |
| Cộng: | | | |
| Tiền và tương đương tiền | 1.242 | | |
| Tài sản khác | 3.988 | | |
| Trừ: | - | | |
| Nợ vay | 4.434 | | |
| Nợ phải trả khác | 1.822 | | |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 656 | | |
| RNAV | 33.711 | | |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp) | 643 | | |
| Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu) | 52.400 | | |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành BĐS nhà ở

| Tên công ty | Mã | Giá cổ phiếu | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hóa | P/E (x) | | EPS 3 năm | P/B (x) | | ROE (%) | | Nợ/VCSH Q1/22 (%) |
|------------------------------|--------|--------------|--------------|-------------|---------|-------------|------------|---------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------------|
| | | Nội tệ | Nội tệ | | Tr.USD | 2022 | 2023 | Tăng trưởng kép (%) | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | |
| Vinhomes | VHM VN | 69.500 | 115.000 | Khả quan | 13.044 | 8,7 | 6,2 | 38,3 | 1,8 | 1,4 | 23,4 | 25,4 | 12,7 |
| Novaland | NVL VN | 78.900 | 89.000 | Khả quan | 6.631 | 22,3 | 11,5 | 59,1 | 3,6 | 2,7 | 17,7 | 27,0 | 117,7 |
| Khang Điền | KDH VN | 41.000 | 52.400 | Khả quan | 1.136 | 18,7 | 15,4 | 44,4 | 2,3 | 2,0 | 25,6 | 35,6 | 28,7 |
| Nam Long | NLG VN | 45.000 | 56.000 | Khả quan | 743 | 14,4 | 9,5 | 45,5 | 2,5 | 2,2 | 22,6 | 27,4 | 1,4 |
| Đất Xanh | DXG VN | 25.850 | 25.000 | Trung lập | 677 | 7,3 | 3,4 | 46,3 | 1,4 | 1,0 | 21,7 | 34,6 | 15,1 |
| Trung bình trong nước | | | | | | 14,3 | 9,2 | 46,7 | 2,3 | 1,9 | 22,2 | 30,0 | 35,1 |
| Trung vị trong nước | | | | | | 14,4 | 9,5 | 45,5 | 2,3 | 2,0 | 22,6 | 27,4 | 15,1 |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY (GIÁ ĐÓNG CỦA NGÀY 02/06/2022)

KQKD Q1/22: Doanh thu Q1/22 âm ảm do ít dự án BĐS bàn giao

Hình 3: So sánh kết quả kinh doanh (KQKD) Q1/22 và Q1/21

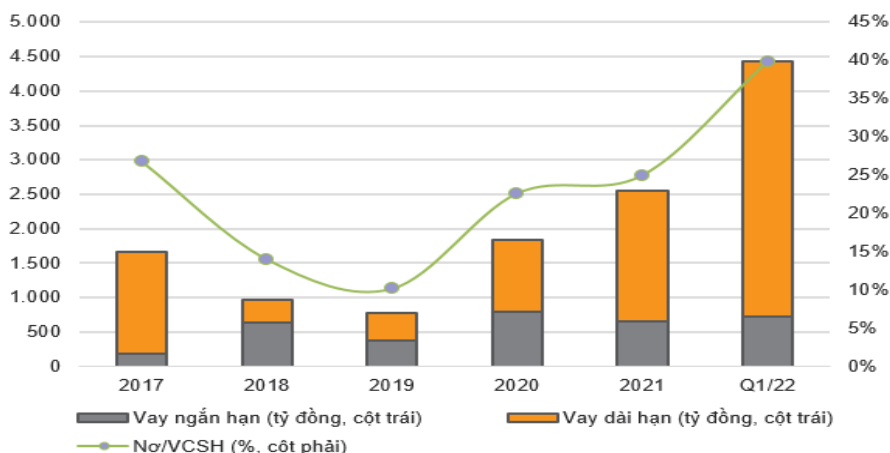
| tỷ VND | Q1/22 | Q1/21 | svck | So với dự báo 2022 | Chú thích |
|--------------------------------|------------|------------|---------------|--------------------|--|
| Doanh thu | 143 | 837 | -82,9% | 3,8% | |
| BĐS | 129 | 827 | -84,4% | | Do ít dự án BĐS bàn giao. |
| Khác | 14 | 10 | 43,6% | | |
| Lợi nhuận gộp | 77 | 358 | -78,4% | | |
| Biên LN gộp | 54,2% | 42,8% | 11,4 điểm % | | Do các dự án Safira bàn giao trong Q1/21 có biên LN thấp. |
| Chi phí bán hàng | (14) | (20) | -32,9% | | |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (58) | (51) | 14,9% | | |
| Lợi nhuận hoạt động kinh doanh | 5 | 275 | -98,3% | | |
| Doanh thu tài chính | 3 | 5 | -51,7% | | |
| Chi phí tài chính | (3) | (17) | -82,4% | | |
| Thu nhập khác | 305 | (7) | 0,0% | | Nhờ khoản thu nhập bất thường 308 tỷ đồng từ đánh giá lại tại Công ty TNHH Đầu tư Kinh doanh Nhà Đoàn Nguyên |
| LN trước thuế | 310 | 268 | 15,5% | | |
| Lợi nhuận ròng | 299 | 205 | 46,0% | 20,4% | |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nợ vay của KDH tăng vọt trong Q1/22 nhằm hỗ trợ các hoạt động đầu tư và chiến lược mở rộng quỹ đất

Việc mở rộng quỹ đất và đầu tư phát triển các dự án lớn đã làm tăng đáng kể nhu cầu vốn lưu động của KDH. KDH ghi nhận nợ vay tăng mạnh 73,7% svck lên 4.434 tỷ đồng trong Q1/22, dẫn đến tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (VCSH) tại Q1/22 tăng 15 điểm % svck. Trong 6 tháng cuối năm, KDH dự kiến sẽ phát hành 2.000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp để đầu tư cho các hoạt động đền bù, phát triển cơ sở hạ tầng và chi phí xây dựng cho các dự án The Privia, Classia và Tân Tạo.

Hình 4: Nợ vay tăng mạnh 73,7% svck với tỷ lệ nợ/VCSH ở mức 0,4x tại Q1/22



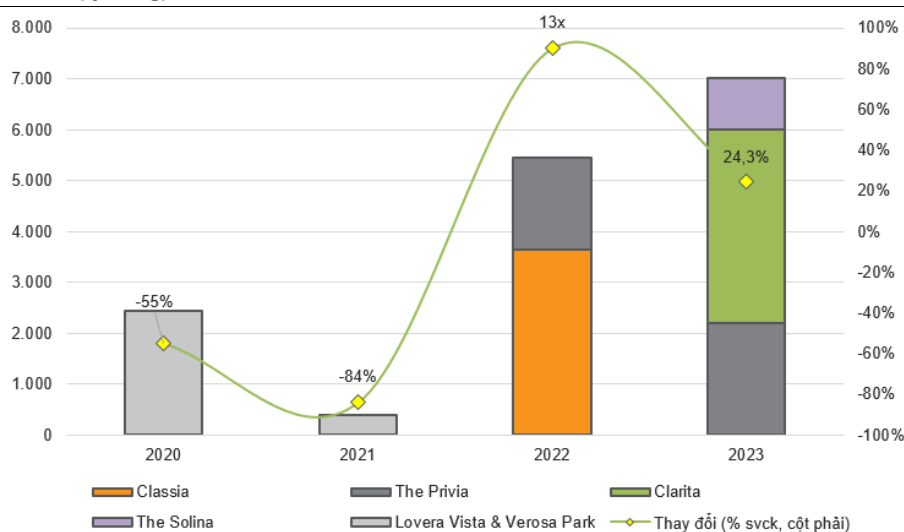
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2022-24: Lạc quan trong thận trọng về triển vọng tăng trưởng LN ròng

Kỳ vọng doanh số ký bán trở lại mạnh mẽ nhờ mở bán bốn dự án mới

Chúng tôi tin rằng các dự án mở bán trong nửa cuối 2022 gồm Classia và The Privia sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ cao nhờ vị trí đắc địa, pháp lý minh bạch, và nguồn cung mới tại TP.HCM đang khan hiếm. Chúng tôi dự báo doanh số ký bán năm 2022 sẽ tăng 13 lần svck lên 5.691 tỷ đồng nhờ mở bán hai dự án này. Ngoài ra, KDH đã hoàn tất việc mua lại Dhai quý đất mới là Đoàn Nguyên (6ha tại Cát Lái, TP. Thủ Đức) và Nguyên Thu (chưa tiết lộ thông tin chi tiết về dự án). Chúng tôi tin rằng những dự án này sẽ hỗ trợ triển vọng LN ròng của KDH trong trung hạn.

Hình 5: Chúng tôi dự báo doanh số ký bán tăng mạnh mẽ 13 lần svck/24,3% svck giai đoạn 2022-23 (tỷ đồng)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Kế hoạch phát triển các dự án của KDH

| Dự án | Vị trí | Loại hình | Tỷ lệ sở hữu của KDH | Diện tích (ha) | Kế hoạch thực hiện* | | | | | | | |
|---------------|--------------------|-----------------|----------------------|----------------|---------------------|------|------|------|------|------|---------|--|
| | | | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | Từ 2026 | |
| Tân Tạo | Bình Tân, TP HCM | Khu đô thị | 100% | 330,0 | | | | | | | | |
| Green Village | Bình Chánh, TP HCM | Khu đô thị | 100% | 132,9 | | | | | | | | |
| The Solina | Bình Chánh, TP HCM | Khu đô thị | 100% | 16,4 | | | | | | | | |
| Lê Minh Xuân | Bình Chánh, TP HCM | Khu công nghiệp | 100% | 109,9 | | | | | | | | |
| The Privia | Bình Tân, TP HCM | Căn hộ | 100% | 1,8 | | | | | | | | |
| Clarita | Quận 2, TP HCM | Nhà phố | 100% | 5,7 | | | | | | | | |
| Classia | Quận 9, TP HCM | Nhà phố | 100% | 4,3 | | | | | | | | |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các dự án trọng điểm KDH dự kiến triển khai trong giai đoạn 2022-23

Hình 7: Dự án Classia



- Vị trí: thành phố Thủ Đức
- Diện tích: 4,3ha
- Mật độ xây dựng: 36%
- Số sản phẩm: 176 sản phẩm thấp tầng
- Sản phẩm chính: Nhà phố / Biệt thự
- Tổng giá trị phát triển (GDV): 3.650 tỷ đồng
- Thời gian mở bán dự kiến: Q3/22
- Thời gian bàn giao dự kiến: Q3/22

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Dự án The Privia



- Vị trí: Bình Tân, TP HCM
- Diện tích: 1,8ha
- Mật độ xây dựng: 30%
- Số sản phẩm: 1.000-1.100 căn
- Sản phẩm chính: căn hộ
- GDV: 3.874 tỷ đồng
- Thời gian mở bán dự kiến: Q4/22
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2024

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: Dự án Clarita



- Vị trí: thành phố Thủ Đức
- Diện tích: 5,8ha
- Số sản phẩm: 159 căn
- Sản phẩm chính: Nhà phố / Biệt thự
- Total GDV: 3.787 tỷ đồng
- Thời gian mở bán dự kiến: 2023
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2023.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Dự án The Solina



- Vị trí: Bình Chánh, TP HCM
- Diện tích: 16,4ha
- Sản phẩm chính: Căn hộ / Biệt thự / Nhà phố
- Thời gian mở bán dự kiến: 2023
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2024.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tuy nhiên sóng gió ngành BĐS làm giảm sự tự tin của chúng tôi

KDH dự kiến mở bán dự án Classia (176 căn thấp tầng) vào năm 2021 nhưng do dịch bệnh bùng phát đã hạn chế các hoạt động xây dựng và gây ra sự chậm trễ trong việc ra mắt dự án này. Chúng tôi quan sát từ 2020 tới nay KDH chưa ra mắt dự án mới do ảnh hưởng của COVID-19 và thủ tục pháp lý chậm tại TP. HCM. Do đó, giá trị chưa ghi nhận của KDH tính đến T5/22 chỉ tương đương khoảng 5-10% doanh thu BĐS năm 2022 chúng tôi dự phóng trước đó.

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy ngành BĐS đang đối mặt với nhiều thách thức làm ảnh hưởng đến triển vọng ngành, gồm: 1) lãi suất tăng ảnh hưởng đến quyết định mua nhà, 2) giá vật liệu tăng có thể làm tăng giá nhà ở và 3) thắt chặt các khoản vay ngân hàng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn trong việc phát hành TPDN. Do đó, chúng tôi đã thực hiện điều chỉnh thay đổi dự phóng giai đoạn 2022-24 như sau:

Năm 2022:

- Chúng tôi hoãn việc ghi nhận doanh thu 741 tỷ đồng từ dự án Clarita sang năm 2023 do việc mở bán có thể dời sang năm 2023.
- Chúng tôi điều chỉnh thu nhập khác tăng 915% so với dự phóng trước lên 362 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập bất thường 308 tỷ đồng từ đánh giá lại tại Công ty TNHH Đầu tư Kinh doanh Nhà Đoàn Nguyên trong Q1/22.
- Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh doanh thu năm 2022 giảm 15,6% xuống 3.769 tỷ đồng và LN ròng giảm 13,8% còn 1.471 tỷ đồng so với dự báo trước đó.

Năm 2023-24:

- Chúng tôi hoãn việc ghi nhận doanh thu từ dự án The Solina sang 2024-25 do việc xây dựng tại dự án này có thể sẽ dời sang năm 2023.
- Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh doanh thu năm 2023-24 giảm 18,2%/12,7% xuống 4.721 tỷ đồng/6.325 tỷ đồng và LN ròng giảm 23,2%/13,4% còn 1.823 tỷ đồng/2.215 tỷ đồng so với dự báo trước đó.

Hình 11: Thay đổi dự phóng năm 2022-24

| | Mới | | | Cũ | | | Thay đổi | | |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|----------|
| | 2022 | 2023 | 2023 | 2022 | 2023 | 2023 | 2022 | 2023 | 2023 |
| Doanh thu thuần | 3.769 | 4.721 | 6.325 | 4.466 | 5.774 | 7.244 | -15,6% | -18,2% | -12,7% |
| Lợi nhuận gộp | 2.185 | 2.886 | 3.437 | 2.662 | 3.677 | 3.956 | -17,9% | -21,5% | -13,1% |
| Biên LN gộp (%) | 58,0% | 61,1% | 54,4% | 59,6% | 63,7% | 54,4% | -1,6 điểm % | -2,6 điểm % | 0 điểm % |
| Chi phí bán hàng & quản lý | (450) | (462) | (509) | (441) | (551) | (587) | 2,1% | -16,3% | -13,3% |
| Lợi nhuận hoạt động kinh doanh | 1.735 | 2.424 | 2.929 | 2.221 | 3.126 | 3.359 | -21,9% | -22,4% | -12,8% |
| Thu nhập khác | 362 | 40 | 42 | 36 | 37 | 42 | 915,0% | 6,7% | 0,0% |
| LN trước thuế | 1.889 | 2.281 | 2.771 | 2.137 | 3.005 | 3.225 | -11,6% | -24,1% | -14,1% |
| Lợi nhuận ròng | 1.471 | 1.823 | 2.215 | 1.707 | 2.372 | 2.559 | -13,8% | -23,2% | -13,4% |

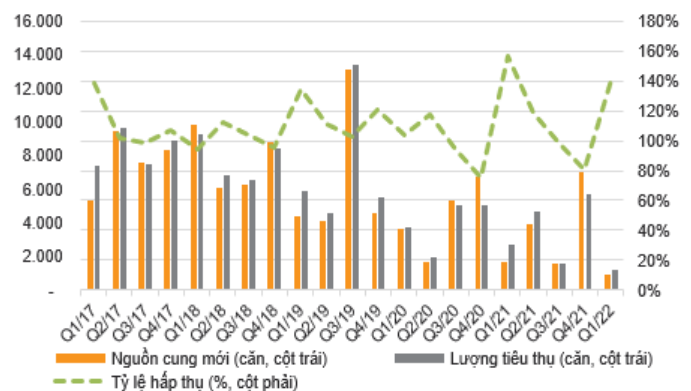
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

PHỤ LỤC

Thị trường TP HCM Q1/22: giá tăng chậm lại, nguồn cung mới ảm đạm

Nguồn cung căn hộ mới ảm đạm

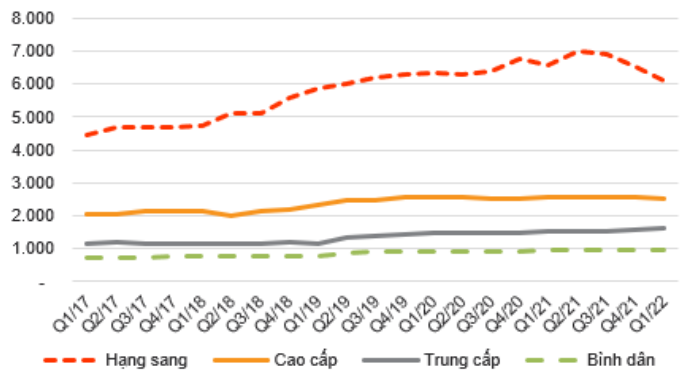
Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới tại TPHCM trong Q1/22 giảm 48% svck còn 884 căn, chỉ một dự án cao cấp được mở bán là Akari City, mức thấp nhất theo quý kể từ năm 2013. Nguồn cung sụt giảm dẫn đến số căn hộ sơ cấp tiêu thụ trong Q1/22 giảm 53% svck còn 1.247 căn. Tỷ lệ hấp thụ vẫn ở mức tích cực đạt 141% (-15% svck). Chúng tôi cho rằng thị trường căn hộ TPHCM sẽ phục hồi trong những quý tới với sự ra mắt của các dự án Lancaster Legacy, Urban Green, The 9 Stellars, Peak Garden.



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Tốc độ tăng giá bán căn hộ sơ cấp tại TPHCM chậm lại trong Q1/22 (Đơn vị: USD/m²)

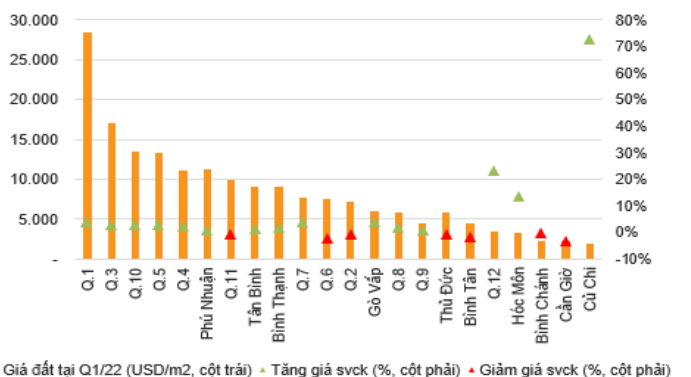
Giá căn hộ sơ cấp tại TP.HCM tăng chậm lại trong Q1/22, tăng khoảng 7,7% svck lên 2.390 USD/m² (so với mức tăng 14,6% svck trong Q1/21). Phân khúc hạng sang và cao cấp giảm lần lượt 4,8% svck và 1,2% svck do vị trí dự án ít đặc địa hơn. Trong khi phân khúc trung cấp tiếp tục tăng đáng kể 7,2% svck (so với mức tăng 4,4% svck trong Q1/21) do nguồn cung phân khúc này hạn chế trong hai năm qua.



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Giá đất thứ cấp tại Tây Bắc TPHCM tăng mạnh mẽ trong Q1/22 (Đơn vị: USD/m²)

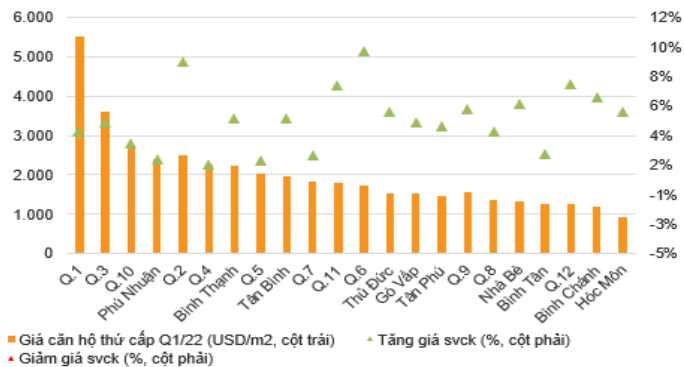
Theo nghiên cứu của chúng tôi, giá đất tại khu vực Tây Bắc của TPHCM tăng vọt trong Q1/22, đặc biệt là huyện Củ Chi (+72,7% svck, +116,5% trong vòng hai năm) do Củ Chi được đề xuất lên thành phố thay vì lên quận. Huyện Hóc Môn tiếp tục ghi nhận mức tăng giá hai chữ số trong Q1/22, tăng 13,5% svck (+51,8% trong vòng hai năm). Trong khi đó giá đất ở những nơi khác có xu hướng hạ nhiệt trong Q1/22, dao động trong khoảng +/- 5% svck.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Giá căn hộ thứ cấp tại TPHCM tiếp tục tăng trưởng lành mạnh trong Q1/22 (Đơn vị: USD/m2)

Do nguồn cung căn hộ mới hạn chế trong Q1/22, thị trường căn hộ thứ cấp thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư với giá thứ cấp tăng trên toàn TP.HCM, tăng trung bình 4,4% svck trong Q1/22 (so với mức tăng 3,2% svck trong Q1/21).



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

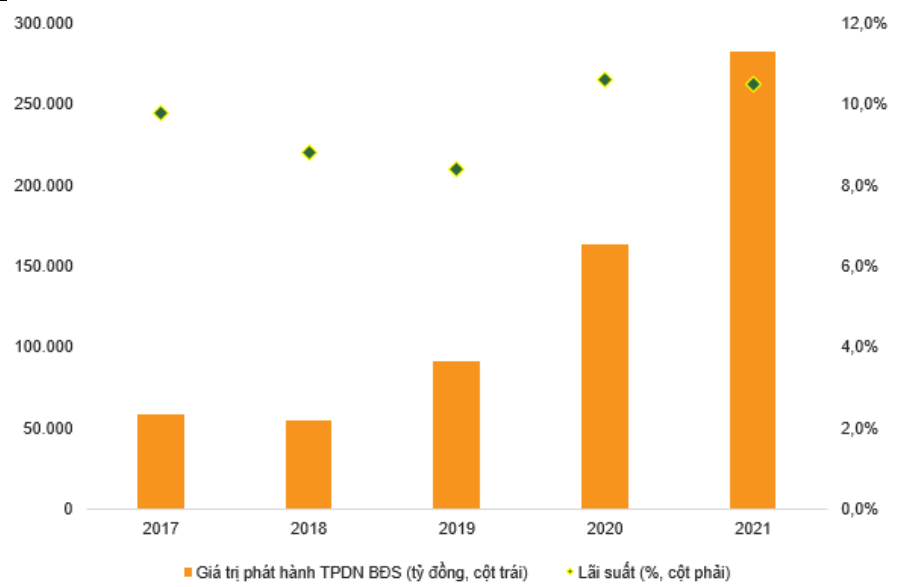
Các doanh nghiệp BĐS có thể gặp khó khăn trong việc huy động vốn trong vài quý tới

Trong những năm qua, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã từng bước hướng dòng vốn tín dụng vào lĩnh vực sản xuất, dịch vụ, nông nghiệp, ... và giảm tỷ lệ cho vay đối với lĩnh vực BĐS. Thông tư 22/2019/TT-NHNN có hiệu lực từ năm 2020 yêu cầu các ngân hàng thương mại giảm tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung, dài hạn xuống còn 34% từ T10/21 và 30% từ T10/22. Do đó, tăng trưởng tín dụng vào lĩnh vực BĐS đã chậm lại từ 26% năm 2018 xuống còn 12% năm 2021 và có thể giảm xuống 9-10% năm 2022. Vào T4/22, để hạn chế đầu cơ BĐS, NHNN đã yêu cầu các ngân hàng giám sát chặt chẽ tín dụng vào lĩnh vực BĐS và hạn chế tín dụng đối với đầu tư BĐS cao cấp, BĐS du lịch, nghỉ dưỡng và đầu cơ BĐS.

Bên cạnh đó, Chính phủ cũng yêu cầu cần giám sát thị trường TPDN do rủi ro vi phạm phát hành và đấu giá quyền sử dụng đất. Theo nghiên cứu của chúng tôi, trái phiếu doanh nghiệp BĐS chiếm 40% tổng giá trị phát hành trong Q1/22, với mức tăng trưởng mạnh mẽ 73,1% svck và 25,2% svck trong năm 2021 và Q1/22. Để giảm thiểu rủi ro và tăng cường tính minh bạch của thị trường, Bộ Tài chính đang khẩn trương rà soát khung pháp lý với các điều kiện chặt chẽ hơn đối với các tổ chức phát hành, đặc biệt là phát hành riêng lẻ. NHNN sẽ giám sát, kiểm tra các tổ chức tín dụng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp, cung cấp dịch vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, đầu tư, phân phối trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt là trái phiếu của doanh nghiệp BĐS, doanh nghiệp có khối lượng phát hành lớn, lãi suất cao, kết quả kinh doanh âm và không có tài sản đảm bảo. Do đó, chúng tôi cho rằng việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt là lĩnh vực BĐS sẽ bị kiểm soát chặt chẽ trong vài quý tới.

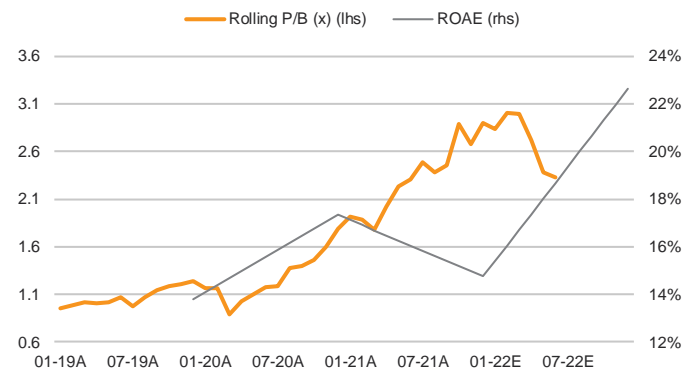
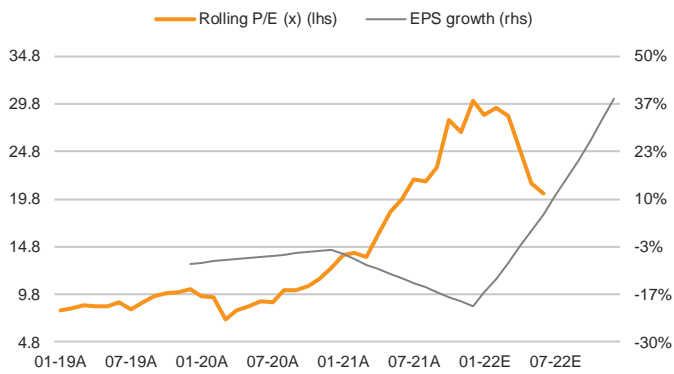
Trong bối cảnh thắt chặt tín dụng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hoạt động phát hành TPDN, chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư Việt Nam có thể sẽ gặp thách thức trong việc huy động vốn trong vài quý tới.

Hình 12: Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp BĐS tăng mạnh mẽ từ 2019



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

| (tỷ VND) | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 3.738 | 3.769 | 4.721 |
| Giá vốn hàng bán | (1.945) | (1.585) | (1.835) |
| Chi phí quản lý DN | (183) | (208) | (191) |
| Chi phí bán hàng | (201) | (242) | (271) |
| LN hoạt động thuần | 1.408 | 1.735 | 2.424 |
| EBITDA thuần | 1.419 | 1.753 | 2.444 |
| Chi phí khấu hao | 10 | 19 | 19 |
| LN HD trước thuế & lãi vay | 1.408 | 1.735 | 2.424 |
| Thu nhập lãi | 20 | 24 | 44 |
| Chi phí tài chính | (72) | (136) | (127) |
| Thu nhập ròng khác | 184 | 267 | (61) |
| TN từ các Cty LK & LD | 0 | 0 | 0 |
| LN trước thuế | 1.540 | 1.889 | 2.281 |
| Thuế | (335) | (416) | (456) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (2) | (2) | (2) |
| LN ròng | 1.202 | 1.471 | 1.823 |
| Thu nhập trên vốn | 1.129 | 1.380 | 1.712 |
| Cổ tức phổ thông | 0 | 0 | 0 |
| LN giữ lại | 1.202 | 1.471 | 1.823 |

Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND) | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền | 1.365 | 2.274 | 3.832 |
| Đầu tư ngắn hạn | 69 | 69 | 69 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 649 | 654 | 820 |
| Hàng tồn kho | 7.748 | 13.019 | 14.748 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 35 | 37 | 38 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 13.399 | 19.363 | 23.120 |
| Tài sản cố định | 792 | 860 | 936 |
| Tổng đầu tư | 14 | 14 | 14 |
| Tài sản dài hạn khác | 86 | 128 | 167 |
| Tổng tài sản | 14.349 | 20.417 | 24.283 |
| Vay & nợ ngắn hạn | 648 | 637 | 574 |
| Phải trả người bán | 155 | 126 | 146 |
| Nợ ngắn hạn khác | 1.231 | 2.535 | 3.686 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 2.064 | 3.323 | 4.434 |
| Vay & nợ dài hạn | 1.905 | 5.294 | 6.310 |
| Các khoản phải trả khác | 159 | 160 | 165 |
| Vốn điều lệ và | 6.429 | 6.429 | 6.429 |
| LN giữ lại | 2.342 | 3.759 | 5.490 |
| Vốn chủ sở hữu | 10.186 | 11.603 | 13.334 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | | | |
| Tổng nợ và vốn chủ sở hữu | 14.349 | 20.417 | 24.283 |

Báo cáo LCTT

| (tỷ VND) | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------------|----------------|----------------|--------------|
| LN trước thuế | 1.540 | 1.889 | 2.281 |
| Khấu hao | 10 | 19 | 19 |
| Thuế đã nộp | (335) | (416) | (456) |
| Các khoản điều chỉnh khác | (340) | (367) | (311) |
| Thay đổi VLD | (2.676) | (3.828) | (858) |
| LC tiền thuần HKKD | (2.015) | (2.676) | 651 |
| Đầu tư TSCĐ | (49) | (81) | (89) |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ | 0 | 0 | 0 |
| Các khoản khác | (50) | 24 | 44 |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác | 0 | 0 | 0 |
| LC tiền từ HĐĐT | (99) | (57) | (45) |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH | 936 | 0 | 0 |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ | 0 | 0 | 0 |
| Tiền vay ròng nhận được | 2.174 | 3.379 | 952 |
| Dòng tiền từ HĐTC khác | (1.467) | 0 | 0 |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH | 0 | 0 | 0 |
| LC tiền thuần HĐTC | 1.644 | 3.379 | 952 |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ | 1.836 | 1.365 | 2.274 |
| LC tiền thuần trong năm | (470) | 646 | 1.558 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ | 1.365 | 2.011 | 3.832 |

Các chỉ số cơ bản

| | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------------|---------|---------|---------|
| Dupont | | | |
| Biên LN ròng | 32,2% | 39,1% | 38,7% |
| Vòng quay TS | 0,34 | 0,34 | 0,43 |
| ROAA | 10,9% | 13,4% | 16,6% |
| Đòn bẩy tài chính | 1,64 | 1,64 | 1,64 |
| ROAE | 18,0% | 22,0% | 27,2% |
| Hiệu quả | | | |
| Số ngày phải thu | 63,4 | 63,4 | 63,4 |
| Số ngày nắm giữ HTK | 1.453,7 | 2.998,9 | 2.933,7 |
| Số ngày phải trả tiền bán | 29,0 | 29,0 | 29,0 |
| Vòng quay TSCĐ | 4,82 | 4,86 | 6,09 |
| ROIC | 9,4% | 8,4% | 9,0% |
| Thanh khoản | | | |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn | 6,5 | 5,8 | 5,2 |
| Khả năng thanh toán nhanh | 2,7 | 1,9 | 1,9 |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 0,7 | 0,7 | 0,9 |
| Vòng quay tiền | 1.488,0 | 3.033,2 | 2.968,1 |
| Chỉ số tăng trưởng (yoy) | | | |
| Tăng trưởng DT thuần | (18,9%) | 0,6% | 25,3% |
| Tăng trưởng LN từ HKKD | - | - | - |
| Tăng trưởng LN ròng | 4,3% | 22,4% | 23,9% |
| Tăng trưởng EPS | 4,3% | 22,4% | 23,9% |

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

| | |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

| | |
|------------|--|
| TÍCH CỰC | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TRUNG TÍNH | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TIÊU CỰC | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>