

Khang Điền (KDH)

Đẩy mạnh triển khai các dự án lớn

22/12/2022

Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Khang Điền sở hữu lợi thế khi sở hữu quỹ đất hơn 600ha tại Tp. HCM, đặc biệt là khi quỹ đất nội đô đang trở nên khan hiếm

Các dự án nhỏ sẽ đảm bảo giá trị bán hàng cũng lợi nhuận của KDH trong trung hạn

Các dự án lớn được kỳ vọng giúp Khang Điền khẳng định vị thế của doanh nghiệp cũng như đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 35,000VND/cổ phiếu

Khang Điền là một trong những chủ đầu tư có uy tín và kinh nghiệm 20 năm trong lĩnh vực đầu tư và phát triển BĐS trung và cao cấp tại thành phố Hồ Chí Minh. Khang Điền sở hữu quỹ đất lớn lên tới hơn 600ha, đều nằm tại Tp. HCM, tập trung tại khu vực Tp. Thủ Đức và khu vực phía Tây Tp. HCM với vị trí thuận lợi

Trong năm 2023-2024, Khang Điền có kế hoạch sẽ mở bán gối đầu các dự án có quy mô nhỏ Clarita – The Privia – The Solina. Các dự án này sẽ đảm bảo giá trị bán hàng cũng lợi nhuận của KDH trong trung hạn trong khi chờ đợi mở khóa các quỹ đất có quy mô lớn. KBSV ước tính tổng giá trị bán hàng trong năm 2023 đạt khoảng 4,304 tỷ VND (+54%YoY) và năm 2024 đạt 7,236 tỷ VND (+68%YoY) (Doanh số bán hàng ước tính chưa bao gồm dự án Đoàn Nguyên).

Khang Điền hiện đang đầu tư 3 dự án có quy mô lớn bao gồm KDC Tân Tạo (330ha), KCN Lê Minh Xuân (110ha) và KDC Phong Phú 2 (130ha). Các dự án này được kỳ vọng giúp Khang Điền khẳng định vị thế của doanh nghiệp cũng như đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn.

KBSV ước tính lợi nhuận sau thuế của KDH năm 2022 và 2023 đạt lần lượt là 1,254 tỷ VND (+4%YoY) và 1,337 tỷ VND (+7%YoY).

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KDH với giá mục tiêu là 35,000VND/cổ phiếu, upside 39% so với giá đóng cửa ngày 21/12/2022.

MUA

Giá mục tiêu 35,000 VND

Tăng/giảm (%)	39%
Giá hiện tại (21/12//2022)	25,100 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	41,500 VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	19.2/0.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,532	3,738	2,687	3,681
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,498	1,355	1,244	1,730
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,153	1,202	1,254	1,337
EPS (VND)	1,992	1,777	1,750	1,865
Tăng trưởng EPS (%)	25	-11	-2	7
P/E (x)	19.63	22.01	14.34	13.46
P/B (x)	2.78	2.47	1.46	1.31
ROE (%)	15	13	10	10
Tỷ suất cổ tức (%)	1	1	0	na

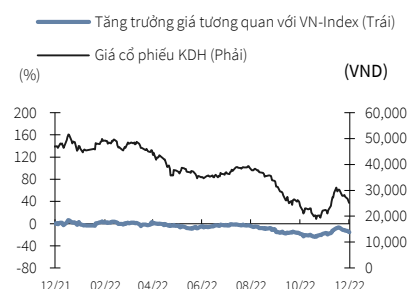
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	84.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	73.1/3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	12.6%
Cổ đông lớn	Nhóm quỹ Dragon Capital (9%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	12	-20	-28	58
Tương đối	6	-4	-15	56



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Khang Điền là một trong những chủ đầu tư có uy tín và kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư và phát triển BĐS

Khang Điền là một trong những chủ đầu tư có uy tín và kinh nghiệm 20 năm trong lĩnh vực đầu tư và phát triển BĐS trung và cao cấp tại thành phố Hồ Chí Minh. Các dự án của Khang Điền tập trung tại khu Nam TP HCM và Thành phố Thủ Đức. Khang Điền đã đầu tư và phát triển các dự án biệt thự, nhà phố và chung cư có quy mô và chất lượng tại TP HCM như chuỗi các dự án Mega: Mega Residence, Mega Ruby, Mega Village, The Venica, Lucasta, Melosa Garden, Verosa Park, Jamila và Safira.

Biểu đồ 1. Lịch sử hình thành và phát triển



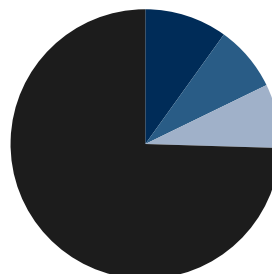
Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Tổng sở hữu của nhóm quỹ Dragon Capital khoảng 9.07%

Bà Mai Trần Thanh Trang – Chủ tịch HĐQT nắm giữ 2.84%

Biểu đồ 2. Cơ cấu sở hữu

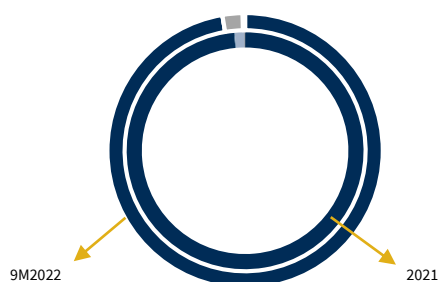
■ Công ty TNHH Đầu tư Tiên Lộc ■ Công ty TNHH Đầu tư Gamma ■ Công ty TNHH Thương Mại Á Âu ■ Khác



Nguồn: Báo cáo công ty

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của KDH

■ Chuyển nhượng bất động sản ■ Cho thuê đất ■ Cung cấp dịch vụ ■ Cho thuê hoạt động



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Doanh thu từ chuyển nhượng BĐS là nguồn doanh thu cốt lõi của Khang Điền, chiếm tỉ trọng lần lượt 98.5% và 97.4% trong doanh thu năm 2021 và 9M2022. Các hoạt động kinh doanh khác chiếm tỉ trọng không đáng kể trong cơ cấu doanh thu

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Khang Điền định hướng đầu tư và phát triển các dự án thấp tầng, tập trung vào sản phẩm nhà liền kề có sân vườn và biệt thự cao cấp

Trong giai đoạn đầu, Khang Điền đầu tư và phát triển các dự án thấp tầng, tập trung vào sản phẩm nhà liền kề có sân vườn và biệt thự cao cấp. Khang Điền đã khẳng định vị thế là chủ đầu tư uy tín trong phát triển các sản phẩm thấp tầng với thành công của chuỗi dự án Mega (Mega Residence, Mega Ruby và Mega Village - tỷ lệ hấp thụ đạt 100%) và các dự án biệt thự cao cấp (Lucasta, The Venica).

Mở rộng sang phát triển các dự án chung cư phân khúc trung cấp

Từ năm 2018, Khang Điền mở rộng sang phát triển các dự án chung cư phân khúc trung cấp với 3 dự án Jamila, Safira và Verosa Park. Các dự án này đều đạt tỷ lệ hấp thụ gần 100% trong các đợt mở bán và phần lớn là khách hàng có nhu cầu ở thật. Các dự án đã triển khai của Khang Điền tập trung tại khu vực phía Đông Tp. HCM (nay là Tp. Thủ Đức).

Triển khai dự án thận trọng, pháp lý dự án rõ ràng

Khang Điền luôn triển khai dự án thận trọng khi chỉ mở bán khi đủ điều kiện theo quy định của pháp luật. Các dự án có chất lượng xây dựng tốt và tiện ích nội khu đầy đủ, giao nhà đúng hạn và bàn giao sổ đỏ trong vòng 6-12 tháng.

Khang Điền hiện đang sở hữu quỹ đất lên tới hơn 600ha

Khang Điền hiện đang sở hữu quỹ đất lên tới hơn 600ha, các dự án đều nằm tại Tp. HCM, tập trung tại khu vực Tp. Thủ Đức và khu vực phía Tây Tp. HCM (quận Bình Tân và huyện Bình Chánh). Theo kế hoạch của doanh nghiệp, trong trung hạn, công ty sẽ tập trung mở bán các dự án có quy mô nhỏ như Classia, The Claria, The Solina và Đoàn Nguyên. Các dự án có quy mô lớn (>100ha) sẽ được triển khai trong dài hạn.

Bảng 4. Tổng hợp các dự án đã triển khai của Khang Điền

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Tiến độ dự án
Dự án đã hoàn thành		189.2		
Khang Điền - Phước Long B	Tp Thủ Đức	10.4	247 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
Mega Residence	Tp Thủ Đức	3.2	158 căn liền kề	Đã bàn giao
River Town	Tp Thủ Đức	7.1	197 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
Mega Village	Tp Thủ Đức	5.7	323 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
Topia Garden	Tp Thủ Đức	6.0	225 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
Mega Ruby	Tp Thủ Đức	5.0	222 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
Melosa Garden	Tp Thủ Đức	4.0	567 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
Merita	Tp Thủ Đức	3.1	131 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
The Venica	Tp Thủ Đức	3.1	43 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
Rosita Garden	Tp Thủ Đức	3.1	118 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
Lucasta	Tp Thủ Đức	8.2	140 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
Jamila	Tp Thủ Đức	1.7	867 căn hộ và 15 căn TMDV	Đã bàn giao
Safira	Tp Thủ Đức	2.7	1,570 căn hộ và 23 căn TMDV	Đã bàn giao
Lovera Vista	Bình Chánh, Tp HCM	1.8	1,310 căn hộ	Đã bàn giao
Verosa Park	Tp Thủ Đức	8.1	296 căn biệt thự, liền kề	Đã bàn giao
KCN Lê Minh Xuân	Bình Chánh, Tp HCM	116.0		Đã lấp đầy 100%

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Hình 5. Vị trí các dự án của Khang Điền



Nguồn: Báo cáo công ty

KẾT QUẢ KINH DOANH

Lợi nhuận duy trì tăng trưởng đều với tốc độ tăng trưởng kép CAGR từ năm 2017-2021 đạt 24%

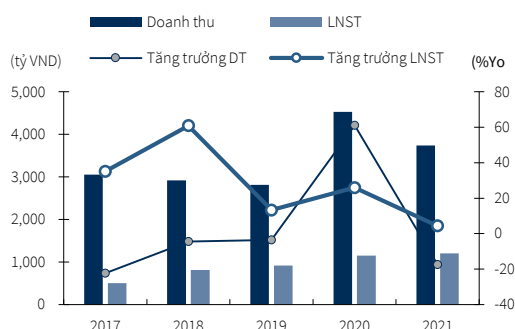
Doanh thu tăng trưởng mạnh đột biến vào năm 2020 đạt 4,532 tỷ VND (+61%YoY) từ bàn giao số lượng lớn sản phẩm từ hai dự án Verosa Park và Safira. Doanh thu năm 2021 sụt giảm 18%YoY đạt 3,738 tỷ VND, đến từ bàn giao hơn 1,400 sản phẩm tại các dự án Lovera Vista, Safira và Verosa Park. Lợi nhuận duy trì tăng trưởng đều với tốc độ tăng trưởng kép CAGR từ năm 2017-2021 đạt 24%. Mặc dù, doanh thu năm 2021 giảm so với năm 2020 nhưng LNST vẫn tăng trưởng 4%YoY đạt 1,205 tỷ VND nhờ ghi nhận khoản lợi nhuận khác 199 tỷ VND sau khi hợp nhất CTCP Phát triển BĐS Nguyên Thu.

Biên lợi nhuận gộp trong các năm gần đây đều duy trì ở mức tương đối cao

Biên lợi nhuận gộp trong các năm gần đây đều duy trì ở mức tương đối cao, đặc biệt trong năm 2019, biên lợi nhuận của Khang Điền đạt 53% nhờ sự đóng góp của dự án Verosa Park với các sản phẩm thấp tầng thường có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn so với các căn hộ cao tầng. Năm 2020 và 2021, biên lợi nhuận giảm so với năm 2019 đạt lần lượt 43% và 48% do tỉ trọng đóng góp cao hơn của các sản phẩm cao tầng tại dự án Safira và Lovera Vista, tuy nhiên đây vẫn là mức khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành.

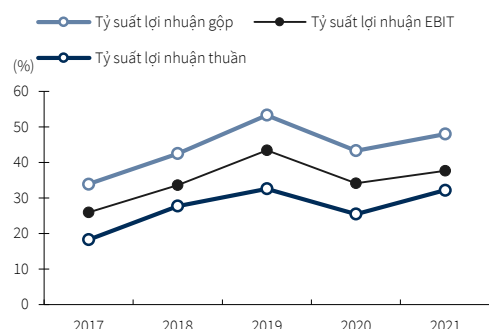
Tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất lợi nhuận EBIT và tỷ suất lợi nhuận thuần có mức độ tương quan lớn cho thấy khả năng kiểm soát tốt chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp.

Biểu đồ 6. Doanh thu và LNST giai đoạn 2017-2021



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 7. Biên lợi nhuận giai đoạn 2017-2021



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Bảng 8. Cập nhật kết quả kinh doanh 9Q2022

	9M2021	9M2022	+/- %	Ghi chú
Doanh thu	3,148	1,678	-47%	Hoàn thành 42% kế hoạch năm
- Chuyển nhượng BĐS	3,107	1,633	-47%	Doanh thu từ chuyển nhượng BĐS giảm 47%YoY do Khang Điền đã bàn giao phần lớn sản phẩm trong năm 2021. Trong 9M2022, KDH chủ yếu ghi nhận một số căn lẻ từ các dự án cũ và 82 căn thấp tầng tại dự án Classia trong Quý 2 và Quý 3/2022
Lợi nhuận gộp	1,308	1,085	-17%	
- Biên lợi nhuận gộp	42%	65%		Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ bàn giao dự án thấp tầng Classia có biên lợi nhuận gộp cao
Thu nhập tài chính	13	8	-33%	
Chi phí tài chính	67	52	-22%	
Chi phí bán hàng	89	61	-31%	
Chi phí QLDN	134	162	21%	
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,030	818	-21%	
Thu nhập khác, ròng	-23	411		Khang Điền ghi nhận khoản lãi từ giao dịch mua rẻ sau khi mua 60% Phước Nguyên trong Quý 1/2022
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,007	1,228	22%	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	217	258	19%	
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	790	971	23%	
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	788	983	25%	Hoàn thành 70% kế hoạch năm

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Hàng tồn kho cuối quý 3/2022 tăng mạnh so với đầu kỳ.

Tổng tài sản (TTS) tăng đều qua các năm, trong đó tiền và các khoản tương đương tiền, khoản phải thu và tồn kho là các khoản mục chiếm tỉ trọng lớn nhất. Vào thời điểm cuối quý 3/2022, hàng tồn kho tăng mạnh 64% so với đầu kỳ đạt 12,729 tỷ VND kéo theo TTS của Khang Điền tăng 49% so với đầu kỳ đạt 21,470 tỷ VND. Hàng tồn kho tăng mạnh chủ yếu đến từ 3,208 tỷ VND của dự án Khu nhà ở Đoàn Nguyên và 1,485 tỷ VND của KDC Tân Tạo. Dự án Khu nhà ở Đoàn Nguyên là dự án có quy mô 6.1ha tại phường Bình Trưng Đông – Cát Lái, Tp. Thủ Đức đã được Khang Điền mua trong quý 1/2022 sau khi mua lại 60% cổ phần của Công ty TNHH Đầu tư Kinh doanh Nhà Đoàn Nguyên – chủ đầu tư của dự án.

Khoản mục người mua trả tiền trước bắt đầu giảm đáng kể từ năm 2021

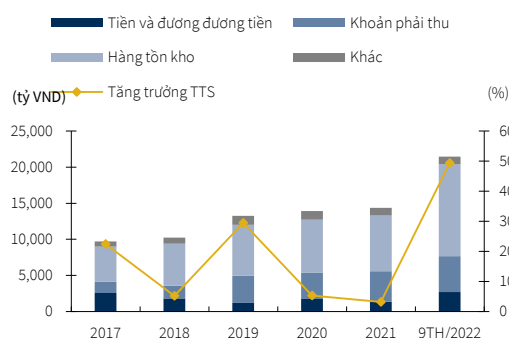
Tính đến thời điểm cuối quý 3/2022, khoản mục người mua trả tiền trước (NMTTT) đạt 529 tỷ, tăng 195% so với đầu năm nhưng giảm mạnh đáng kể so với giai đoạn 2017-2020. Theo đó, tỷ lệ NMTTT/hàng tồn kho giảm mạnh so với các năm trước. Sự sụt giảm này là do các dự án đã triển khai đã được hạch toán ghi nhận doanh thu trong năm 2021 trong khi chưa có các sản phẩm mới được mở bán.

Đẩy mạnh vay nợ để tài trợ cho các dự án trọng điểm

Nợ vay tăng mạnh 182% so với đầu kỳ lên mức 7,206 tỷ VND, chủ yếu đến từ tăng nợ vay ngân hàng dài hạn để góp vốn đầu tư cho dự án Khu nhà ở Đoàn Nguyên và tài trợ vốn cho các dự án đang triển khai như Classia, Clarita và các dự án lớn trong dài hạn như KCN Lê Minh Xuân, KDC Tân Tạo và Phong Phú. Tỷ lệ nợ vay/TTS có xu hướng tăng mạnh đạt 0.34x vào cuối quý 3/2022, tuy nhiên, KDH vẫn duy trì được chỉ số thanh toán tốt hơn so với các doanh nghiệp trong ngành.

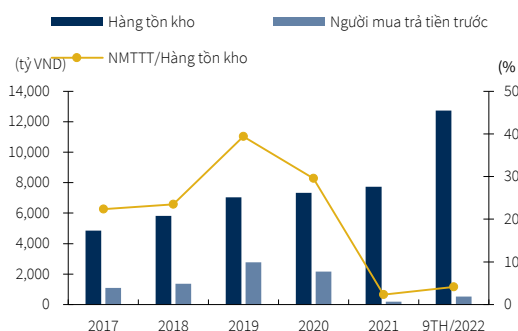
Dư nợ trái phiếu tại thời điểm cuối Quý 3/2022 là 1,100 tỷ VND, sẽ đáo hạn vào năm 2025. Chúng tôi cho rằng với dòng tiền từ các dự án đang triển khai và chuẩn bị mở bán trong thời gian tới, KDH sẽ không gặp nhiều áp lực trong việc trả lãi và gốc trái phiếu.

Biểu đồ 9. Cơ cấu tổng tài sản



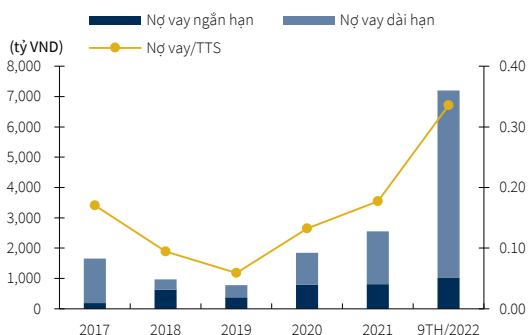
Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 10. NMTTT và hàng tồn kho



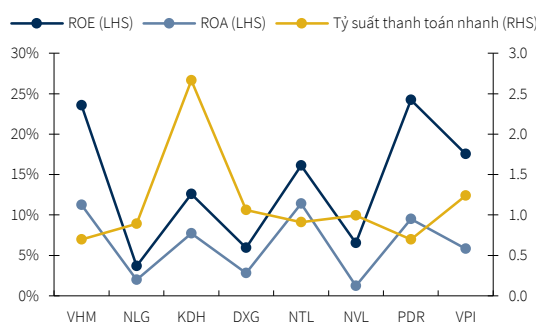
Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 11. Nợ vay



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 12. ROE, ROA và Tỷ suất thanh toán nhanh



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Khang Điền là chủ đầu tư uy tín và có năng lực trong triển khai dự án

Khang Điền là chủ đầu tư uy tín khi đặc biệt cẩn trọng về mặt pháp lý của dự án. Khang Điền chỉ bán hàng sau khi đã đạt đủ điều kiện để mở bán dự án và ký hợp đồng mua bán với khách hàng theo đúng quy định của pháp luật, không thông qua hình thức đặt tiền giữ chỗ (nhận booking). Cụ thể, các dự án đã được nghiệm thu việc hoàn thành xây dựng cơ sở hạ tầng kỹ thuật (đối với nhà ở thấp tầng), đã nghiệm thu hoàn thành phần móng (đối với nhà ở thấp tầng) và có văn bản đủ điều kiện huy động vốn của cơ quan quản lý.

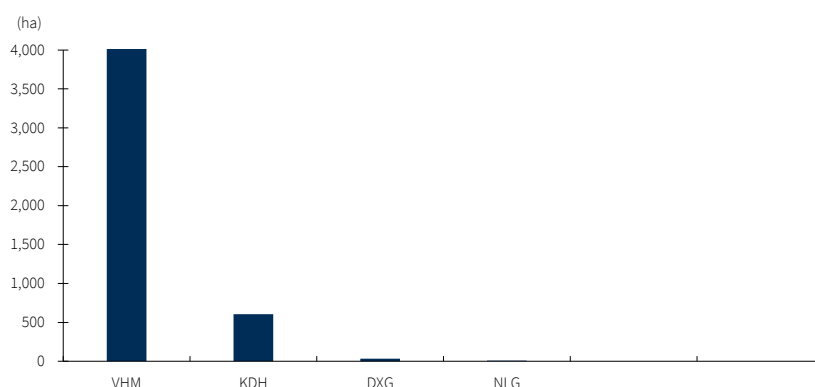
Năng lực triển khai dự án của Khang Điền cũng được chứng minh khi thời gian hoàn thành dự án đều đúng hoặc vượt tiến độ. Các dự án đều có chất lượng xây dựng tốt với tiện ích nội khu đa dạng.

Quỹ đất sạch lớn nằm trong nội đô Tp HCM đảm bảo cho sự tăng trưởng trong trung và dài hạn

Khang Điền hiện là một trong những chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn lên tới hơn 600ha. Khang Điền sở hữu lợi thế lớn khi các dự án đều nằm tại Tp. HCM, tập trung tại khu vực Tp. Thủ Đức và khu vực phía Tây Tp. HCM (quận Bình Tân và huyện Bình Chánh) với vị trí thuận lợi, đặc biệt là trong bối cảnh quỹ đất nội đô đang trở nên khan hiếm.

KDH là doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn tại Tp. HCM chỉ sau Vinhomes

Biểu đồ 13. Quỹ đất tại Tp. HCM của một số doanh nghiệp BĐS



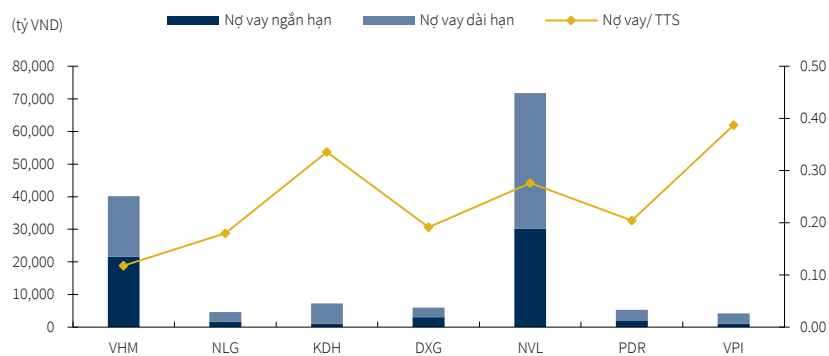
Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam ước tính

Tình hình tài chính khỏe mạnh

Tỷ lệ nợ vay/TTS của Khang Điền là 0.34x, cao hơn trung bình ngành nhưng hiện vẫn ở mức tương đối an toàn. Cùng với đó, KDH vẫn duy trì được chỉ số thanh toán tốt hơn so với các doanh nghiệp trong ngành.

Phần lớn các khoản vay là khoản vay dài hạn, vay ngắn hạn chỉ chiếm 14% tổng nợ vay. Do đó, chúng tôi cho rằng, với dòng tiền từ các dự án chuẩn bị mở bán có vị trí đặc địa và khả năng hấp thụ cao; Khang Điền sẽ không gặp áp lực trả gốc và lãi các khoản vay sắp đến hạn.

Biểu đồ 14. Nợ vay của một số doanh nghiệp BĐS



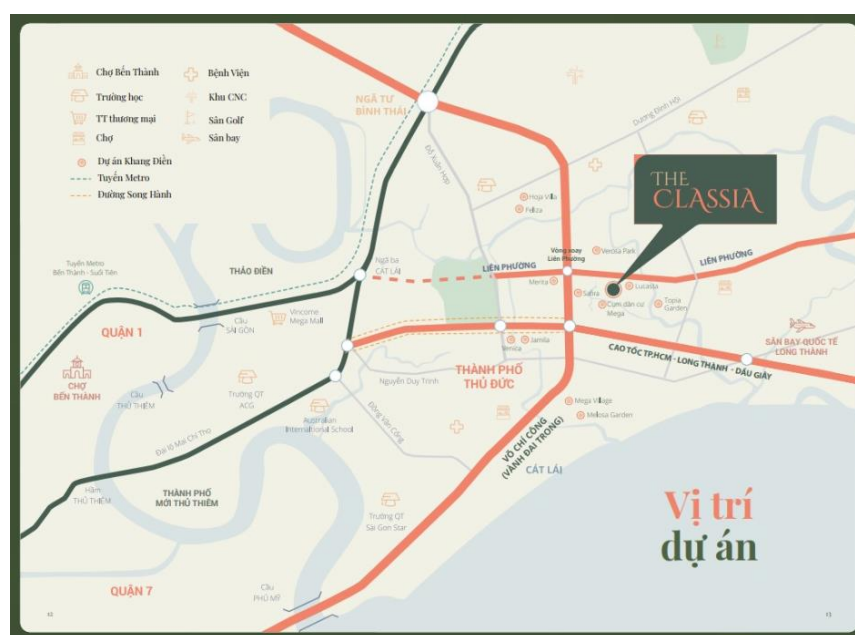
Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Dự án Classia ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt với 96% số căn được bán trong đợt mở bán đầu tiên

Khang Điền hiện đang mở bán dự án Classia có quy mô 4.3 ha với 176 căn nhà liền kề có sân vườn. Dự án bắt đầu xây dựng từ quý 4/2021, được xây nhà hoàn thiện trước khi mở bán đợt 1 vào Quý 3/2022. Giá bán của dự án Classia đạt khoảng 180 triệu VND/m², cao hơn các sản phẩm cùng phân khúc ở khu vực lân cận. Tính đến hết quý 3/2022, Khang Điền đã bán được khoảng 100 căn và ghi nhận doanh thu hơn 80 căn tại dự án Classia. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi cho rằng, dự án sẽ bán được khoảng 80% căn trong năm 2022 và sẽ nhanh chóng bán hết số căn còn lại trong 1H2023. KBSV ước tính KDH sẽ ghi nhận hơn 70% doanh thu từ dự án Classia, phần doanh thu còn lại sẽ được ghi nhận trong năm 2023. Dự án có biên lợi nhuận gộp cao (hơn 60%) nhờ giá bán cao trong khi giá vốn thấp do Khang Điền đã tích lũy dự án từ lâu.

Hình 15. Vị trí dự án Classia

Dự án thuộc quần thể KDC hiện hữu Mega, Safira của Khang Điền
Khang Điền bắt đầu mở bán dự án từ Quý 3/2022 và nhanh chóng bàn giao cho khách hàng trong quý 4/2022. Đến cuối quý 4, Khang Điền đã bắt đầu bàn giao Giấy chứng nhận QSDĐ cho khách hàng.



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 16 . Hình ảnh dự án Classia



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 17. Hình ảnh dự án Classia



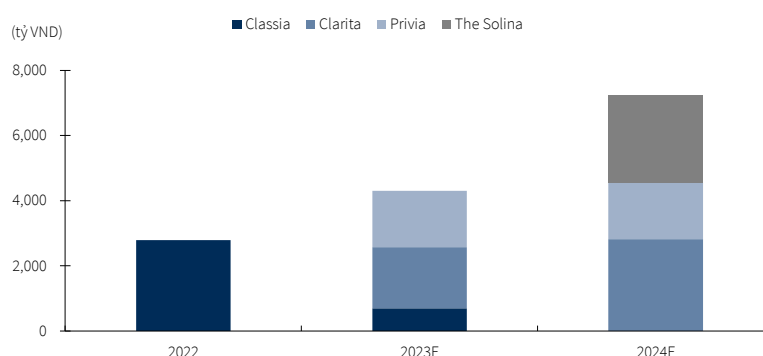
Nguồn: Báo cáo công ty

Các dự án quy mô nhỏ đảm bảo doanh thu - lợi nhuận trong trung hạn

Trong năm 2023-2024, Khang Điền có kế hoạch sẽ mở bán gối đầu các dự án có quy mô nhỏ Clarita – The Privia – The Solina. Trong Quý 1/2022, KDH cũng đã bổ sung thêm dự án Đoàn Nguyên (6.1ha) vào danh mục quỹ đất. Các dự án này sẽ đảm bảo giá trị bán hàng cũng lợi nhuận của KDH trong trung hạn trong khi chờ đợi mở khóa các quỹ đất có quy mô lớn. Chúng tôi kỳ vọng các dự án của KDH sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ cao và giá bán tốt nhờ (1) Thương hiệu tốt của chủ đầu tư Khang Điền với chất lượng sản phẩm cao, bàn giao nhà đúng thời hạn và pháp lý rõ ràng (2) Các dự án sẽ được hưởng lợi từ sự phát triển của Tp Thủ Đức và Bình Chánh. KBSV ước tính tổng giá trị bán hàng trong năm 2023 đạt khoảng 4,304 tỷ VND (+54%YoY) và năm 2024 đạt 7,236 tỷ VND (+68%YoY) (Doanh số bán hàng ước tính chưa bao gồm dự án Đoàn Nguyên).

Các dự án quy mô nhỏ Classia, Clarita, The Privia, The Solina sẽ đảm bảo doanh số bán hàng của KDH trong giai đoạn 2022-2024.

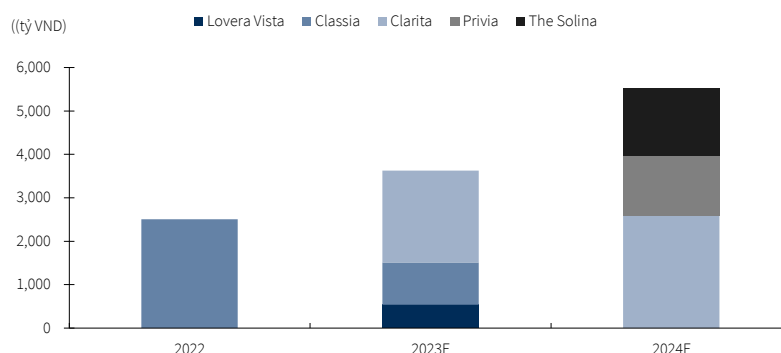
Biểu đồ 18. Doanh số bán hàng ước tính



Nguồn: KB Securities Vietnam

CAGR doanh thu trong giai đoạn 2021-2024 ước đạt 14.4%

Biểu đồ 19. Doanh thu ghi nhận ước tính



Nguồn: KB Securities Vietnam

Hình 20. Tiến độ dự án Privia

Dự án nằm tại đường An Dương Vương, quận Bình Tân, Tp HCM, có diện tích 1.8ha với quy mô 3 block 1,100 căn hộ.

Dự án Privia khởi công từ tháng Quý 2/2022, hiện đang thi công tầng 2 block A và B, tầng 1 block C.

Dự án dự kiến sẽ mở bán vào đầu năm 2023 và sẽ hoàn thiện và bắt đầu bàn giao vào năm 2024.



Nguồn: KB Securities Vietnam tổng hợp

Bảng 21. Tổng hợp dự án đang triển khai của Khang Điền

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Tiến độ dự án
Dự án đang triển khai		34.4		
The Classia	Tp Thủ Đức	4.3	176 căn nhà liền kề	Khởi công xây dựng từ tháng 4/2021 và mở bán vào quý 3/2022 Đã bán được 100/176 căn
Clarita	Tp Thủ Đức	5.8		Đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý và triển khai vào cuối năm 2022, mở bán vào 2H2023
The Privia	Bình Tân, Tp HCM	1.8	1,100 căn hộ	Khởi công từ cuối quý 2/2022 Mở bán đầu năm 2023
The Solina	Bình Chánh, Tp HCM	16.4		Đang hoàn thiện pháp lý Dự kiến mở bán vào 2H2023
Đoàn Nguyên	Tp Thủ Đức	6.1		Đang hoàn thiện thủ tục xin GPXD Đã san lấp xong, tiến hành làm hạ tầng trong năm 2023 Dự kiến mở bán vào Quý 4/2023 hoặc 2024

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Đẩy mạnh triển khai các dự án quy mô lớn

Bên cạnh các dự án quy mô nhỏ, Khang Điền hiện đang đầu tư 3 dự án có quy mô lớn bao gồm KDC Tân Tạo (330ha), KCN Lê Minh Xuân (110ha) và KDC Phong Phú 2 (130ha). Đây là các dự án KDH đang tập trung đền bù trong các

năm qua, được kỳ vọng giúp Khang Điền nhằm khẳng định vị thế của doanh nghiệp cũng như đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn. Trong 9T2022, Khang Điền đã đẩy mạnh vay nợ để tài trợ vốn triển khai các dự án này, cụ thể, nợ vay tăng mạnh 182% so với đầu kỳ đạt 7,206 tỷ VND, chủ yếu đến từ tăng nợ vay ngân hàng dài hạn. Trên BCTC của Khang Điền tại thời điểm cuối Quý 3, giá trị tồn kho của dự án Tân Tạo là 5,050 tỷ VND (tăng 42% so với đầu năm). Khoản mục phải thu từ tạm ứng công tác đền bù dự án cũng tăng đáng kể 49% so với đầu năm đạt 2,084 tỷ VND. Các tín hiệu trên cho thấy nỗ lực của Ban lãnh đạo trong việc triển khai các dự án này.

Bảng 22. Tổng hợp dự án quy mô lớn của Khang Điền

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Tiến độ dự án
Dự án sẽ triển khai		570.0		
KDC Tân Tạo	Bình Tân, Tp HCM	330.0		Đã GPMB và đền bù được 80% Kỳ vọng có thể triển khai xây dựng vào năm 2024
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	Bình Chánh, Tp HCM	110.0		Đã có quy hoạch 1/500,
Phong Phú 2	Bình Chánh, Tp HCM	130.0		Đang hoàn thiện pháp lý

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

RỦI RO

Rủi ro mang tính chu kỳ của thị trường BĐS

Doanh thu và lợi nhuận của KDH phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh BĐS thương mại và nhà ở, do vậy diễn biến mang tính chu kỳ của thị trường BĐS, đặc biệt trong giai đoạn thị trường suy thoái sẽ ảnh hưởng tới quá trình phát triển các dự án BĐS qua đó ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của KDH.

Rủi ro pháp lý và tiến độ dự án

Thị trường BĐS tại TP HCM đang gặp khó khăn liên quan đến việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất, cách tính tiền sử dụng đất không rõ ràng, thủ tục hành chính kéo dài, nhiều dự án đang bị rà soát pháp lý khiến cho các doanh nghiệp không thể triển khai dự án. Các vướng mắc này tiếp tục tồn tại có thể ảnh hưởng tới tiến độ phát triển các dự án trong tương lai của công ty, đặc biệt là khi thị trường TP HCM là địa bàn hoạt động chính của Khang Điền.

Chúng tôi đặc biệt chú ý đến tiến độ triển khai của dự án Tân Tạo khi đây là một dự án rất lớn của Khang Điền với diện tích lên tới 330ha, được kỳ vọng là động lực đảm bảo cho tăng trưởng cũng như vị thế của Khang Điền trong các năm tới. Trong trường hợp dự án này tiếp tục bị trì hoãn, việc không có dự án gối đầu có thể ảnh hưởng đến doanh số bán hàng cũng như tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp.

Rủi ro lãi suất cho vay tăng và siết nguồn vốn vào BĐS

Thị trường BĐS hiện đang gặp nhiều thách thức khi (1) Lãi suất cho vay mua nhà tăng khi lãi suất huy động tăng ảnh hưởng đến nhu cầu vay vốn của người mua nhà (2) Các chủ đầu tư cũng gặp khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn khi hạn chế tín dụng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hoạt động phát hành trái phiếu. Cùng với đó, lãi suất cho vay duy trì ở mức nền cao ảnh hưởng đến chi phí tài chính của Khang Điền trong bối cảnh công ty đẩy mạnh nợ vay ngân hàng.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2022

Chúng tôi ước tính doanh thu của KDH năm 2022 đạt 2,687 tỷ VND (-28%YoY). Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ của KDH đạt 1,254 tỷ VND (+4%YoY) đến từ (1) Bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại dự án Classia và (2) Lợi nhuận từ đánh giá lại khoản đầu tư vào Phước Nguyên trong Quý 1/2022. Biên lợi nhuận gộp đạt 60%, tăng đáng kể so với mức 48% của năm 2021 do bàn giao các căn thấp tầng tại dự án Classia có biên lợi nhuận gộp cao.

Năm 2023

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 đạt lần lượt 3,681 tỷ VND (+37%YoY), phần lớn từ bàn giao các căn hộ thấp tầng tại dự án Classia và Clarita với doanh thu đóng góp lần lượt đạt 975 tỷ VND và 2,114 tỷ VND. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 1,337 tỷ VND (+7%YoY).

Bảng 23. Kết quả kinh doanh 2021-2023F

(tỷ VND)	2021	2022F	%YoY	2023F	%YoY
Doanh thu thuần	3,738	2,687	-28%	3,681	37%
- Chuyển nhượng BĐS	3,682	2,637	-28%	3,626	38%
Lợi nhuận gộp	1,794	1,620	-10%	2,104	30%
SG&A	387	374	-3%	384	3%
Lợi nhuận khác	185	411	123%	32	-92%
Lợi nhuận trước thuế	1,540	1,655	7%	1,762	6%
Lợi nhuận sau thuế	1,205	1,279	6%	1,363	7%
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	1,202	1,254	4%	1,337	7%

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 35,000VNĐ/cổ phiếu

Sử dụng phương pháp đánh giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV), KBSV đưa ra mức giá mục tiêu là 35,000VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 39% so với giá đóng cửa ngày 21/12/2022. Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) cho các dự án đang trong quá trình triển khai hoặc có kế hoạch triển khai rõ ràng. Đối với các quỹ đất còn lại, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để xác định giá trị.

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với cổ phiếu KDH nhờ (1) Thương hiệu mạnh nhờ chất lượng sản phẩm tốt, bàn giao đúng thời hạn và pháp lý rõ ràng (2) Tình hình tài chính khỏe mạnh và (3) Quỹ đất lớn tại Tp. HCM sẽ đảm bảo tăng trưởng của Khang Điền trong trung và dài hạn. Triển vọng của Khang Điền sẽ thay đổi rõ rệt hơn khi các dự án quy mô lớn được thực hiện.

Cổ phiếu KDH đã có sự điều chỉnh đáng kể so với thời điểm đầu năm, hiện đang giao dịch với mức P/B FW 2023 là 1.31 lần. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KDH.

Bảng 24. Định giá

Dự án	Phương pháp	Giá trị (triệu VND)
Lovera Vista	DCF	213,924
Classia	DCF	2,763,878
Clarita	DCF	1,920,569
Privia	DCF	1,143,670
The Solina	DCF	2,942,702
Đoàn Nguyên	DCF	3,285,896
Lê Minh Xuân	So sánh	2,730,000
Phong Phú 2	So sánh	3,465,000
Tân Tạo	So sánh	10,395,000
Tổng giá trị		28,860,639
+ Tiền		2,711,194
- Nợ vay		7,206,133
RNAV		24,365,700
SLCPLH (cổ phiếu)		708,829,995
Giá cổ phiếu (VND)		35,000

Nguồn: KB Securities Vietnam

Báo cáo Kết quả HBKD (Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	4,532	3,738	2,687	3,681
Giá vốn hàng bán	-2,568	-1,945	-1,068	-1,577
Lãi gộp	1,964	1,794	1,620	2,104
Thu nhập tài chính	35	21	65	89
Chi phí tài chính	-85	-73	-67	-80
Trong đó: Chi phí lãi vay	0	-16	-9	-12
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-247	-205	-118	-168
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-169	-182	-255	-216
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,498	1,355	1,244	1,730
Thu nhập khác	33	264	0	0
Chi phí khác	-72	-79	0	0
Thu nhập khác, ròng	-39	185	411	32
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,458	1,540	1,655	1,762
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-304	-335	-376	-398
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,154	1,205	1,279	1,363
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2	2	24	27
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,153	1,202	1,254	1,337

Chỉ số hoạt động	2020	2021	2022F	2023F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	53.3%	43.3%	48.0%	60.3%
Tỷ suất EBITDA	43.8%	34.4%	37.9%	46.9%
Tỷ suất EBIT	43.5%	34.1%	37.6%	46.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	42.3%	32.2%	41.2%	61.6%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	43.5%	33.0%	36.3%	46.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	32.6%	25.5%	32.2%	47.6%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Lãi trước thuế	1,458	1,540	1,655	1,762
Khấu hao TSCĐ	11	10	14	18
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-35	-21	0	0
Chi phí lãi vay	0	16	-9	-12
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,434	1,546	1,659	1,767
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	263	-577	34	-265
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-301	-395	-4,828	-580
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-1,011	-1,942	-1	100
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-9	252	1	-13
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-214	-893	-385	-410
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	163	-2,010	-3,521	598
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-48	-58	-35	-53
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	0	-69	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	32	0	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-10	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	37	20	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	12	-106	-35	-53
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	105	939	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-419	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,020	2,174	0	0
Tiền trả các khoản đi vay	-957	-1,467	4,892	-450
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-262	0	0	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	486	1,646	4,892	-450
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	661	-470	1,336	96
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,175	1,836	1,365	2,701
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,836	1,365	2,701	2,797

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
(Báo cáo chuẩn)				
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	13,934	14,373	21,630	22,757
TÀI SẢN NGẮN HẠN	13,022	13,421	20,631	21,694
Tiền và tương đương tiền	1,836	1,365	2,701	2,797
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0	69	69	69
Các khoản phải thu	3,529	4,206	5,148	5,455
Hàng tồn kho, ròng	7,338	7,733	12,561	13,141
TÀI SẢN DÀI HẠN	913	952	999	1,072
Phải thu dài hạn	80	79	84	107
Tài sản cố định	47	40	67	107
Tài sản dở dang dài hạn	695	751	751	751
Đầu tư dài hạn	14	14	14	14
Lợi thế thương mại				
NỢ PHẢI TRẢ	5,776	4,151	9,307	9,050
Nợ ngắn hạn	4,208	2,254	3,190	2,792
Phải trả người bán	242	155	153	253
Người mua trả tiền trước	2,171	179	708	573
Vay ngắn hạn	787	815	1,209	736
Nợ dài hạn	1,568	1,898	6,117	6,258
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	7	8	0	0
Vay dài hạn	1,058	1,738	6,235	6,258
VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,158	10,221	12,323	13,706
Vốn góp	5,787	6,429	7,168	7,168
Thặng dư vốn cổ phần	744	1,177	1,311	1,311
Lãi chưa phân phối	1,836	2,342	3,596	4,933
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

Chỉ số chính (x, %, VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Chỉ số định giá				
P/E	19.6	22.0	14.3	13.5
P/E pha loãng	19.6	20.9	0.0	0.0
P/B	2.8	2.5	1.5	1.3
P/S	5.0	6.7	6.7	4.9
P/Tangible Book	2.8	2.5	1.5	1.3
P/Cash Flow	139.1	-12.5	-5.1	30.1
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	14.5	18.6	18.1	2.5
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	14.6	18.7	18.3	2.5
Hiệu quả quản lý				
ROE%	15	13	10	10
ROA%	17	13	8	9
ROIC%	8	9	6	6
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.6	0.8	1.0
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.3	2.5	1.1	1.3
Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.1	6.0	6.5	7.8
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.1	0.2	0.7	0.7
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.3	0.3
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.2	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.2	0.1	0.0
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.2	0.3	0.2
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.2	0.1	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.7	0.4	0.8	0.7
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.3	0.4	0.4
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	3.8	5.2	4.1	4.8
Hệ số quay vòng HTK	0.4	0.3	0.1	0.1
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	5.5	9.8	6.9	7.8

KHOẢ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannnd@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Ví mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Ví mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Ví mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City, số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.