

MUA

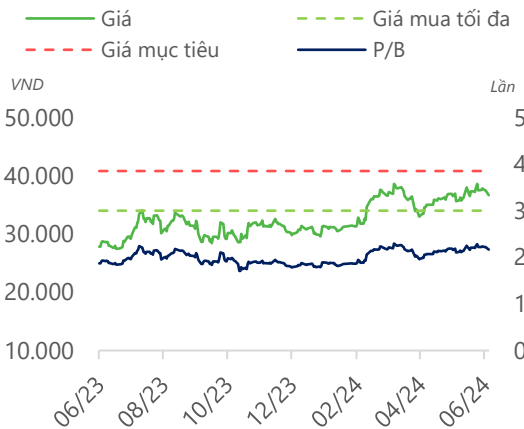
Giá mục tiêu 2024: **40.800 VND**
Upside: **11%**
Cập nhật: 28/6/2024

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: (1) KQKD bùng nổ vào quý 4; (2) Dự án gối đầu phát triển tích cực.

Tiêu cực: KQKD thấp điểm trong ít nhất 2 quý tới.

Rủi ro đầu tư: (1) Tiến độ mở bán và bàn giao dự án chậm hơn so với kì vọng; (2) Thị trường BĐS hồi phục kém.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Dữ liệu thị trường

| | |
|--------------------------|---------------------|
| Ngành nghề | Bất động sản dân cư |
| Giá hiện tại (VND) | 36.650 |
| Vốn hóa (Tỷ VND) | 29.295 |
| Số lượng CPLH (triệu cp) | 799,3 |
| EPS 4 quý gần nhất (VND) | 730,8 |
| P/E (lần) | 2,2 |
| Cao nhất 1 năm (VND) | 39.350 |
| Thấp nhất 1 năm (VND) | 27.000 |

KDH

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà
Khang Điền

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính doanh thu quý 4 đạt 3.260 tỷ (+56% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 1.017 tỷ (+39% YoY).

DSC sử dụng 2 phương pháp định giá RNAV và P/B, với các giả định chính (1) Dự án Emerica & Clarita mở bán vào Q4/2024; (2) Thị trường BĐS hồi phục giúp nhóm dự án thấp tầng có sức hấp thụ khá bắt đầu từ quý 4/2024. Mức giá mục tiêu DSC ước tính cho cổ phiếu là 40.800 VND/cổ phiếu.

DSC khuyến nghị, nhà đầu tư có thể giải ngân cổ phiếu ở vùng giá khoảng 34.000-36.000 VND.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Bùng nổ lợi nhuận từ dự án trọng điểm

Nhờ đặc tính sản phẩm chung cư phù hợp với nhu cầu ở vốn rất mạnh ở các thành phố lớn, dự án Privia (An Dương Vương) bao gồm 3 tòa chung cư, hơn 1.000 căn hộ đã gần như bán hết sau khi mở bán trong quý 4 năm 2023. DSC kì vọng, với việc phát triển cả 3 tòa một cách đồng bộ, toàn bộ sản phẩm dự án này có thể bước vào giai đoạn bàn giao vào Q4/2024. DSC ước tính, với giá bán khoảng 45-50 triệu/m², doanh thu từ dự án trong năm nay có thể lên tới khoảng 2.700 tỷ, biên lợi nhuận gộp không dưới 45%.

"Hồi sinh" nhóm dự án Thủ Đức với liên doanh cùng Keppel Land

DSC nhận thấy, 2 dự án tại Thủ Đức là Clarita và Emerica, vốn đã được lên kế hoạch phát triển từ năm 2013 đang trở lại mạnh mẽ sau khi có sự tham gia góp vốn của Keppel Land (tập đoàn BĐS hàng đầu Singapore). Với động thái được đầu tư xây dựng mạnh tay kể từ năm 2023, DSC kì vọng 2 dự án trên là trọng điểm của doanh số trong giai đoạn 2024-2026.

Lợi thế quỹ đất lớn với giá vốn thấp quanh thành phố Hồ Chí Minh

KDH là doanh nghiệp duy nhất trên sàn chỉ tập trung thu gom đất tại TP. HCM trong nhiều năm, tính đến nay diện tích quỹ đất đã lên tới hơn 600 ha. Trong bối cảnh nguồn cung tại khu vực trung tâm ngày càng hạn hẹp, giá trị và mức độ hấp dẫn của những dự án từ quỹ đất trên sẽ mang nhiều hứa hẹn trong tương lai.

TỔNG QUAN

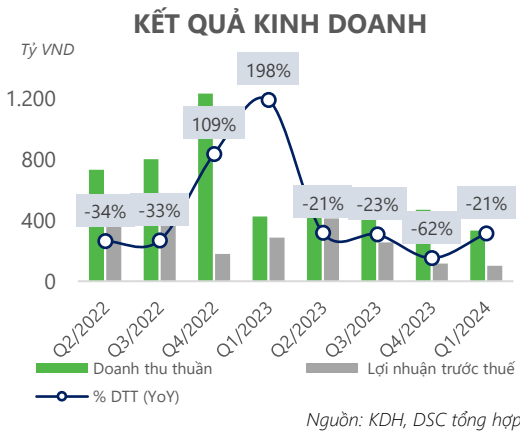
KDH là nhà phát triển bất động sản có thâm niên và uy tín tại thị trường phía Nam với quỹ đất trên 600 ha, tập trung tại các khu vực H. Bình Chánh, Q. Bình Tân, TP. Thủ Đức thuộc TP. HCM. Sản phẩm chủ yếu của doanh nghiệp thuộc phân khúc cận cao cấp đến cao cấp.

KẾT QUẢ KINH DOANH

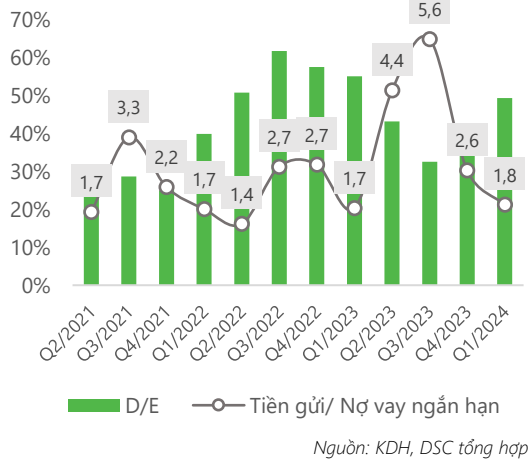
Thiếu động lực tăng trưởng

Do không có dự án nào mới được ghi nhận, động lực KQKD của KDH chỉ dựa trên dự án cũ đã bàn giao tới 90% là Classia. Cụ thể, doanh thu thuần đạt 334 tỷ (-21% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 64 tỷ (-68% YoY), lần lượt hoàn thành 9% và 8% kế hoạch năm 2024.

DSC dự báo, tình trạng KQKD thấp có thể tiếp tục kéo dài thêm 2 quý nữa, cho tới khi dự án Privia được ghi nhận vào quý 4.



ĐÒNG BẢY VÀ KHẢ NĂNG TRẢ NỢ



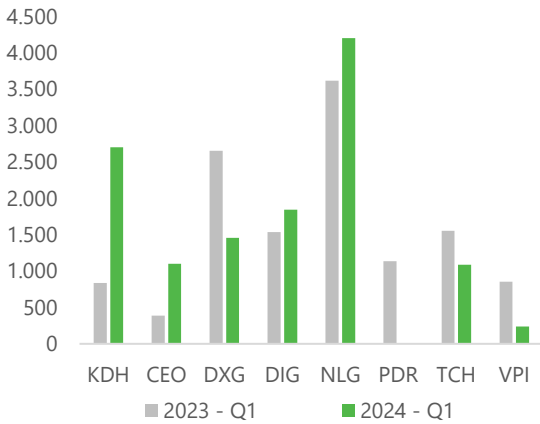
Tài chính ổn định và tương đối an toàn

Có thể thấy, mặc dù có vị thế uy tín cao trên thị trường, mức độ đòn bẩy của doanh nghiệp được điều tiết khá ổn định và an toàn. Tỷ lệ D/E cao nhất chỉ khoảng 60% trong khi nghĩa vụ nợ được đảm bảo thực hiện một cách thuận lợi với tỷ lệ tiền gửi/ Vay ngắn hạn luôn lớn hơn 1.

LUẬN ĐIỂM 1:

Bùng nổ lợi nhuận từ dự án trong điểm

NGƯỜI MUA TRẢ TIỀN TRƯỚC



Nguồn: FinPro, DSC tổng hợp

Thông tin dự án The Privia

| | |
|--------------------------------|--------------------------------------|
| Địa chỉ: | 158 An Dương Vương, An Lạc, Bình Tân |
| Diện tích quỹ đất: | 18.400 m ² |
| Số tòa: | 3 |
| Số tầng: | 23 |
| Số căn: | 1.043 |
| Mật độ xây dựng: | 30% |
| Diện tích thương mại ước tính: | 73.416 m ² |
| Giá bán trung bình ước tính: | 46 triệu VND/m ² |

Doanh thu ước tính: 3.377 tỷ VND

MẶT BẰNG TẦNG ĐIỂN HÌNH

Tháp A-B-C | TẦNG 5-23

THE PRIVIA



Ảnh: Tổng mặt bằng và tiến độ The Privia

Nguồn: DSC tổng hợp

KDH

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà
Khang Điền

DSC

Thời điểm hái quả ngọt đang tới gần

The Privia (tên gọi sổ sách là An Dương Vương) là một dự án có quy mô giá trị đầu tư hạng trung trong hàng tồn kho của KDH.

Sau khi mở bán vào quý 4 năm 2023, chỉ sau khoảng 6 tháng, gần như toàn bộ các sản phẩm của dự án đã được bán hết nhờ (1) Sự khan hiếm của các sản phẩm hạng trung cấp phục vụ nhu cầu ở; (2) Tính minh bạch và uy tín vốn có của chủ đầu tư KDH tại địa bàn TP. HCM. Từ đó, so sánh trong số các doanh nghiệp cùng quy mô, có thể thấy KDH có mức độ nhảy vọt trong khoản người mua trả tiền trước là lớn nhất.

Theo ước tính của DSC, với mật độ xây dựng là 30%, số tầng được đưa vào thương mại là 19/23 tầng mỗi tòa (5 tầng thấp nhất dùng để cho thuê hoạt động thương mại, dịch vụ), tổng giá trị doanh số bán hàng mà KDH thu về từ dự án này có thể lên tới gần 3.400 tỷ. DSC kỳ vọng, với việc bàn giao khá muộn là vào quý 4/2024, số lượng sản phẩm được ghi nhận vào doanh thu có thể đạt khoảng 80%, tức 2.700 tỷ, lợi nhuận gộp thu được khoảng 1.300 tỷ.

DSC đánh giá, mặc dù đây là dự án quy mô không quá lớn của KDH, tuy nhiên nhờ được bàn giao đồng loạt vào một thời điểm là Q4/2024, dự án có thể mang tới tối đa tính đột biến về lợi nhuận, đồng thời mở ra giai đoạn tăng trưởng mới cho doanh nghiệp.

LUẬN ĐIỂM 2:

"Hồi sinh" nhóm dự án Thủ Đức với liên doanh cùng Keppel Land

Thông tin dự án Emeria & Clarita

| | |
|--------------------------------|---|
| Địa chỉ: | Võ Chí Công, Bình Trưng Đông, Quận 2, cách cao tốc Long Thành Dầu Giây 2 km |
| Diện tích quỹ đất: | 118.000 m ² |
| Số căn liền thổ ước tính: | 250 |
| Mật độ xây dựng: | 28% |
| Diện tích thương mại ước tính: | 33.040 m ² |
| Giá bán trung bình ước tính: | 180 triệu VND/m ² |
| Doanh thu ước tính: | 5.947 tỷ VND |



Ảnh: Tổng mặt bằng và tiến độ Emeria & Clarita

Nguồn: DSC tổng hợp

KDH

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà
Khang Điền

Emeria và Clarita là trụ cột cho giai đoạn 2024-2026

2 dự án trên có tổng diện tích 11,8 ha, đều thuộc TP. Thủ Đức. Dựa trên bản cáo bạch và các báo cáo tài chính trong quá khứ, DSC nhận thấy, KDH đã bắt đầu phát triển quỹ đất này từ khoảng hơn 12 năm trước, giúp biên lợi nhuận rất cao nhờ lợi thế giá vốn.

Về sản phẩm, 2 dự án cung cấp khoảng 250 căn liền thổ bao gồm nhà liền kề và biệt thự, với giá bán khoảng 180 triệu/m² (giá bán The Classia là 160-200 triệu/m²) doanh thu dự kiến khoảng gần 6.000 tỷ. DSC nhận thấy, sau khi có sự tham gia của Keppel, các khu liền kề tại 2 dự án trên đang được xây dựng phần thô rất nhanh chóng. Từ đó, việc triển khai bán hàng vào cuối năm 2024 là hoàn toàn có cơ sở, giúp KDH có lượng doanh số gối đầu lớn ngay sau khi bàn giao Privia.

"Cú bắt tay" mang tới nhiều kì vọng

DSC nhận thấy, việc hợp tác với Keppel Land sau khi chuyển nhượng 49% cổ phần dự án, đã đánh dấu một bước chuyển mình trong chiến lược của KDH.

Trong giai đoạn tiếp theo, doanh nghiệp đang hướng tới những dự án có quy mô lớn hơn như KĐT Tân Tạo (320 ha), The Solina (16 ha),..., chính vì thế nhu cầu vốn và năng lực quản lý là lớn hơn nhiều. Từ đó, việc cân nhắc hợp tác với các đối tác nước ngoài như Keppel để tăng tính linh hoạt trong cơ cấu vốn là chiến lược hợp lý và cần thiết.

LUẬN ĐIỂM 3:

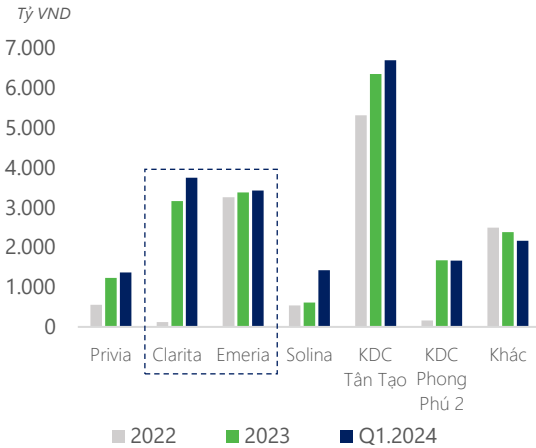
Lợi thế quỹ đất lớn với giá vốn thấp quanh TP. HCM

KDH

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà
Khang Điền

DSC

GIÁ TRỊ TỒN KHO DỰ ÁN



Nguồn: KDH, DSC tổng hợp

Giá trị tồn kho tiếp tục tăng trưởng

Có thể thấy rõ giá trị tồn kho của KDH có mức tăng trưởng ấn tượng hàng đầu ngành khi lần lượt tăng trưởng 61% và 51% trong 2 năm gần nhất cho thấy KDH đang dồn sức chuẩn bị rất kỹ cho lượng hàng trong giai đoạn tới. Trong đó, năm 2023, có thể thấy các dự án đã "ngâm" khá lâu Solina, KDC Phong Phú 2, Clarita đã có các bước phát triển vượt bậc. DSC kì vọng, doanh số của KDH sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ trong thời kì 2024-2026 nhờ các dự án thấp tầng trên.

Quỹ đất tiềm năng và lợi thế cho dài hạn

KDH là doanh nghiệp duy nhất trên sàn chỉ tập trung thu gom đất tại TP. HCM trong nhiều năm, tính đến nay diện tích quỹ đất đã lên tới hơn 600 ha, với các dự án chủ yếu nằm ở phía Tây, Đông TP. HCM. DSC nhận thấy, quỹ đất trên đang trở nên ngày càng giá trị và có giá trị khai thác ngày càng cao khi: (1) Nguồn cung tại khu vực trung tâm ngày càng hạn hẹp, giá trị và mức độ hấp dẫn của những dự án từ quỹ đất trên sẽ ngày càng lớn trong tương lai; (2) Dư địa phát triển hạ tầng của phía Nam còn nhiều hơn so với phía Bắc

Bảng: Danh sách dự án đáng chú ý trong tương lai gần

Nguồn: KDH, DSC tổng hợp

| Dự án | Vị trí | Diện tích (ha) | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|-----------------|------------|----------------|----------|------|------|----------|----------|----------|------|
| Privia | Bình Tân | 1,8 | Bàn giao | | | | | | |
| Clarita | Thủ Đức | 5,8 | Bàn giao | | | | | | |
| Emeria | Thủ Đức | 6 | Bàn giao | | | | | | |
| Solina | Bình Chánh | 16 | | | | Bàn giao | | | |
| KDC Tân Tạo | Bình Tân | 320 | | | | | Bàn giao | | |
| KDC Phong Phú 2 | Bình Chánh | 130 | | | | | | Bàn giao | |

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của KDH sẽ có sự hồi phục mạnh mẽ, động lực chủ yếu đến từ bàn giao dự án The Privia vào quý 4, hỗ trợ bởi phần còn lại của dự án The Classia. Đồng thời, do The Privia chỉ bao gồm các sản phẩm chung cư, DSC dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2024 của KDH sẽ về mức 56% (so với 76% của năm 2023). Cụ thể, doanh thu đạt 3.260 tỷ (+56% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 1.017 tỷ (+39% YoY).

Định giá

DSC sử dụng 2 phương pháp định giá RNAV và P/B với tỷ trọng lần lượt là 60% và 40%, cùng các giả định chính (1) Dự án Emerica & Clarita mở bán vào Q4/2024; (2) Thị trường BĐS hồi phục giúp nhóm dự án thấp tầng có sức hấp thụ khá bắt đầu từ quý 4/2024. Mức giá mục tiêu DSC ước tính cho cổ phiếu là 40.800 VND/cổ phiếu.

Thống kê báo cáo phân tích trong 6 tháng gần nhất của các CTCK đối với cổ phiếu VHM, giá mục tiêu bình quân là 42.800 VND/ cổ phiếu.

| (Tỷ VND) | 2022 | 2023 | 2024F |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần | 2.912 | 2.088 | 3.260 |
| % DTT (YoY) | -22% | -28% | 56% |
| Lợi nhuận gộp | 1.460 | 1.587 | 1.826 |
| Lợi nhuận sau thuế | 1.082 | 730 | 1.017 |
| % LNST (YoY) | -10% | -33% | 39% |

| Định giá | Giá trị hợp lý | Tỷ trọng |
|-----------------------|----------------------------|----------|
| P/B | 29.937 Tỷ VND | 40% |
| <i>P/B mục tiêu</i> | <i>1,81 lần</i> | |
| RNAV | 34.355 Tỷ VND | 60% |
| Giá trị hợp lý SLCPLH | 32.588 Tỷ VND 799 Triệu | |
| Giá mục tiêu | 40.800 VND | |

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,

Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn