

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 5, 2023

Mã giao dịch: KDH

Reuters: KDH.HM

Bloomberg: KDH VN

Ngắn hạn thiếu thông tin hỗ trợ, trung hạn vẫn nhiều tiềm năng

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1.2023

Theo BCTC công bố, doanh thu quý 1 đạt 425 tỷ, tăng 198% yoy. Lợi nhuận gộp ghi nhận 332 tỷ, tăng gấp 3 lần yoy. Biên lợi nhuận gộp lên đến 78%, so với mức 55% cùng kỳ năm ngoái. Mức GPM tốt hơn do chi phí đất thấp và giá bán cao ở dự án Classia. Tuy nhiên, cùng kỳ năm ngoái, công ty ghi nhận khoản lãi từ giao dịch mua rẻ Địa ốc Phước Nguyên khoảng 300 tỷ. Kết quả, lợi nhuận sau thuế Q1.2023 ghi nhận là 201 tỷ, giảm 33% yoy và hoàn thành 20% kế hoạch.

Cập nhật tiến độ và kế hoạch triển khai

Năm 2023, KDH tiếp tục hoàn tất kinh doanh các sản phẩm còn lại ở The Classia (khoảng 20% tính đến cuối Q1.2023); mở bán The Privia và The Clarita (Bình Trưng). Một số thông tin không chính thức cho biết KDH đang xem xét hợp tác với Kepple Land phát triển dự án The Clarita. Công ty sẽ chuyển nhượng vốn tại công ty dự án cho đối tác. Nếu điều này diễn ra, công ty sẽ ghi nhận một khoản lợi nhuận từ The Clarita thay vì phải bán hàng và bàn giao. Đối với dự án Privia, công ty đang triển khai xây dựng phần thân; chờ quyết định về nộp tiền sử dụng đất; và giấy phép chào bán sản phẩm. BVSC cho rằng thời điểm bán hàng sẽ dời sang quý 4.2023.

Lợi nhuận sau thuế 2023 ước đạt 1.016 tỷ, giảm 8% yoy

Căn cứ tiến độ các dự án, BVSC dự phóng doanh thu năm 2023 là 2.891 tỷ, giảm 1% yoy. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp biên đạt 61% so với trung bình 50% của 2022. Biên lợi nhuận cải thiện chủ yếu do biên gộp quý 4.2022 của KDH suy giảm mạnh ảnh hưởng biên gộp cả năm 2022. Kết quả, lợi nhuận sau thuế đạt 1.016 tỷ, giảm 8% yoy.

LNST năm 2024 phụ thuộc vào tiến độ Privia và Lê Minh Xuân

Căn cứ tiến độ dự án và trên cơ sở thận trọng, chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận của KDH trong 2024 vẫn được duy trì. Tuy nhiên, ngoài dự án Clarita có khả năng ghi nhận, các dự án đóng góp lợi nhuận như Privia, KCN Lê Minh Xuân cần được đẩy nhanh tiến độ xây dựng, lần bán hàng trong năm 2023. Kịch bản trung lập, BVSC ước tính 20% và 10% doanh thu của Privia và KCN Lê Minh Xuân có thể ghi nhận trong 2024. BVSC dự phóng doanh thu đạt 4.046 tỷ, tăng 53% yoy. LNST-MI là 1.240 tỷ, + 22% yoy.

Khuyến nghị

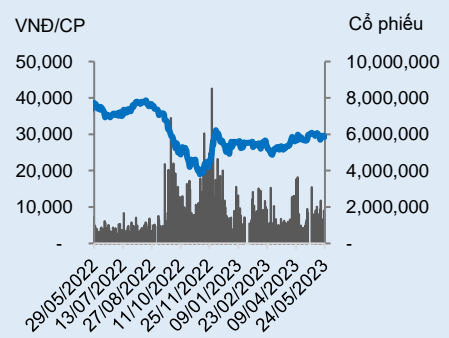
BVSC cho rằng thị trường bất động sản được các cơ quan quản lý theo dõi chặt chẽ hơn, cùng với, sức mua nhà đầu tư suy giảm phần nào ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng các sản phẩm cao cấp của KDH. Ngắn hạn, các dự án như Privia, KCN Lê Minh Xuân vẫn chưa có kế hoạch mở bán làm thiếu đi câu chuyện cho KDH. Xét trong trung hạn, chúng tôi vẫn thấy được tiềm năng tăng trưởng cho KDH trong 2024-2025 với sự đóng góp từ KCN Lê Minh Xuân, Privia, và Corona 11A. Do đó, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho mục tiêu đầu tư trung hạn với giá mục tiêu là **41.045 đồng/cp**, tương ứng mức lợi nhuận kỳ vọng **40%** so với giá thị trường ngày 24.5.2023.

Rủi ro: sửa đổi Luật Đất đai kéo dài ảnh hưởng đến tiến độ dự án KDC Tân Tạo, Phong Phú 2.

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	19.000-39.300
Vốn hóa	20.967 Tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	716.829.995
KLGD bình quân 10 ngày	1.673.777
% sở hữu nước ngoài	37,11%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,02

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
KDH	4,5%	3,5%	14,9%	30,3%
VNIndex	1,7%	2,0%	4,0%	9,3%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext.252

ngocnch@bvsc.com.vn

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1.2023

Theo BCTC công bố, doanh thu quý 1 đạt 425 tỷ, tăng 198% yoy. Lợi nhuận gộp ghi nhận 332 tỷ, tăng gấp 3 lần yoy. Biên lợi nhuận gộp lên đến 78%, so với mức 55% cùng kỳ năm ngoái. Mức GPM tốt hơn do chi phí đất thấp và giá bán cao ở dự án Classia. Tuy nhiên, cùng kỳ năm ngoái, công ty ghi nhận khoản lãi từ giao dịch mua rẻ Địa ốc Phước Nguyên khoảng 300 tỷ. Kết quả, lợi nhuận sau thuế Q1.2023 ghi nhận là 201 tỷ, giảm 33% yoy và hoàn thành 20% kế hoạch.

Chi tiết về kết quả kinh doanh quý Q1.2023 như sau:

Khoản mục (tr đồng)	Q1.2023	Q1.2022	Diễn giải
Doanh thu	425.727	142.724	
- Chuyển nhượng BĐS	403.488	128.813	- Bán giao 17-20 nhà phố, biệt thự dự án The Classia. Lũy kế bàn giao khoản 67-70% sản phẩm.
- Dịch vụ	15.680	13.120	
- Cho thuê hạ tầng	6.559	791	
- Khác			
Lợi nhuận gộp	332.304	77.878	
- Chuyển nhượng BĐS	328.531	79.538	- GPM đạt 81% cao hơn so với trung bình 65-68% quý 2 và 3.2022. GPM cao hơn có thể đến từ các căn lớn hơn với đơn giá/m2 cao hơn so với các căn nhà phố tiêu chuẩn.
- Dịch vụ	(821)	(2.263)	
- Cho thuê hạ tầng	4.898	603	
- Khác	(304)	-	
Doanh thu tài chính	12.752	2.485	
Chi phí tài chính	1.372	2.956	
Chi phí bán hàng	12.148	13.742	
Chi phí quản lý	56.486	58.490	
Thu nhập khác	12.349	305.111	- Lãi mua rẻ Phước Nguyên trong Q1.2022
LNTT	201.065	299.494	
LNST-MI	200.251	299.494	

Lợi nhuận 2023 sẽ bám sát kế hoạch công ty đề ra

Cập nhật tiến độ và kế hoạch triển khai

Thông tin về các dự án gói đầu của KDH là khá hạn chế. Công ty tương đối thận trọng trong việc cung cấp thông tin dự án cũng như các kế hoạch dài hạn. Năm 2023, KDH tiếp tục hoàn tất kinh doanh các sản phẩm còn lại ở The Classia (khoảng 20% tính đến cuối Q1.2023); mở bán The Privia và The Clarita (Bình Trưng). Một số thông tin không chính thức cho biết KDH đang xem xét hợp tác với Kepple Land phát triển dự án The Clarita. Công ty sẽ chuyển nhượng vốn tại công ty dự án cho đối tác. Nếu điều này diễn ra, công ty sẽ ghi nhận một khoản lợi nhuận từ The Clarita thay vì phải bán hàng và bàn giao. Đối với dự án Privia, công ty đang triển khai xây dựng phần thân; chờ quyết định về nộp tiền sử dụng đất; và giấy phép chào bán sản phẩm. BVSC cho rằng thời điểm bán hàng sẽ dời sang quý 4.2023.

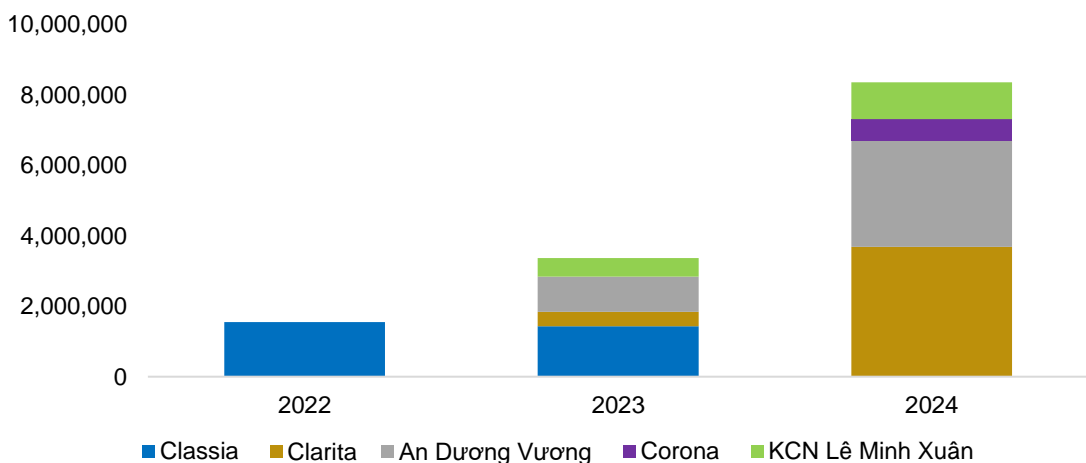
Chi tiết các dự án theo giả định của BVSC như sau:

Tiến độ bàn giao	Quy mô (ha)	2022	2023	2024	2025	2026
Classia	4,5					
The Clarita	5,9					
Privia	1,8					
Đoàn Nguyên	6,0					
Dự án 11A	18,1					
KCN Lê Minh Xuân	109					
KDC Phong Phú 2	132					
KDC Tân Tạo	320					

Về doanh số bán hàng 2023-2024, chúng tôi cho rằng tiến độ pháp lý chậm hơn dự kiến làm cho kế hoạch mở bán các dự án như Privia, The Clarita, KCN Lê Minh Xuân bị trì hoãn. Sau giai đoạn xử lý mặt bằng, dự án The Clarita hiện tại chưa được khởi công xây dựng. Cũng như, dự án KCN Lê Minh Xuân vẫn chưa có những tín hiệu triển khai hạ tầng như kỳ vọng. Do đó, chúng tôi cho rằng đóng góp từ Clarita, KCN Lê Minh Xuân sẽ chỉ bắt đầu vào Q4.2023. Hai dự án này sẽ đóng góp nhiều hơn vào năm 2024.

Doanh số bán hàng năm 2022-2024

Nguồn: BVSC dự phóng



Lợi nhuận sau thuế 2023 ước đạt 1.016 tỷ, giảm 8% yoy

Căn cứ tiến độ các dự án, BVSC dự phóng doanh thu năm 2023 là 2.891 tỷ, giảm 1% yoy. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp biên đạt 61% so với trung bình 50% của 2022. Biên lợi nhuận cải thiện chủ yếu do biên gộp quý 4.2022 của KDH suy giảm mạnh ảnh hưởng biên gộp cả năm 2022. Kết quả, lợi nhuận sau thuế đạt 1.016 tỷ, giảm 8% yoy.

Chi tiết dự phóng như sau:

Khoản mục (tr.đồng)	2022A	2023F	% yoy	Diễn giải
Doanh thu	2.911.961	2.891.404	-1%	
- Chuyển nhượng BĐS	2.851.624	2.831.006		- The Classia: bàn giao khoảng 70-75 căn với doanh thu 1.100-1.200 tỷ. - The Clarita: bàn giao khoảng 65 căn với doanh thu khoảng 1.640 tỷ. Tỷ lệ bàn giao giả định khoản 40%, tương đương với tỷ lệ hợp tác với đối tác.
- Dịch vụ	57.698	57.698		
- Cho thuê hạ tầng	2.639	2.700		
- Khác	-	-		
Lợi nhuận gộp	1.459.519	1.758.685		
- Chuyển nhượng BĐS	1.454.235	1.768.666		- GPM trung bình đạt 63%, giảm so với mức gần 70% của 3 quý đầu 2022. Giá bán trên m2 của The Clarita thấp hơn The Classia làm GPM thu hẹp. - Giá bán Clarita thấp hơn do: i) diện tích sản phẩm lớn hơn; và ii) thị trường năm 2023 khó khăn hơn. - Xét cả năm, GPM năm 2023 cao hơn 2022 do GPM quý 4.2022 sụt giảm mạnh do ghi nhận diện tích cao tầng (KDH không thông tin về phần doanh thu này).
- Dịch vụ	3.760	(11.540)		
- Cho thuê hạ tầng	1.524	1.559		
- Khác	-	-		
Thu tài chính ròng	(73.299)	(60.000)		
Chi phí bán hàng	175.245	175.522		Chi phí bán hàng/doanh thu BĐS là 6,2%, tương đương so với năm 2022. Các chính sách chiết khấu của KDH thường trừ trực tiếp giá bán nên ít thể hiện trên chi phí bán hàng.
Chi phí quản lý	219.168	252.043		Chi phí quản lý tăng 15%, so với 2022.
Lợi nhuận khác	418.784	-		
LNTT	1.082.246	1.016.896		
LNST-MI	1.102.953	1.016.896	-8%	
EPS (đồng/cp)	1.539	1.419		

LNST năm 2024 phụ thuộc vào tiến độ Privia và Lê Minh Xuân

Căn cứ tiến độ dự án và trên cơ sở thận trọng, chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận của KDH trong 2024 vẫn được duy trì. Tuy nhiên, ngoài dự án The Clarita có khả năng ghi nhận, các dự án đóng góp lợi nhuận như Privia, KCN Lê Minh Xuân cần được đẩy nhanh tiến độ xây dựng lẫn bán hàng trong năm 2023. Kịch bản trung lập, BVSC ước tính 20% và 10% doanh thu của Privia và KCN Lê Minh Xuân có thể ghi nhận trong 2024. BVSC dự phóng doanh thu đạt 4.046 tỷ, tăng 53% yoy. LNST-MI là 1.240 tỷ, + 22% yoy. Doanh thu tăng nhưng lợi nhuận tăng chậm hơn do GPM bình quân 2024 là 53%, so với mức 61% của 2023. GPM giảm do GPM của Privia, KCN Lê Minh Xuân thấp hơn so với dự án thấp tầng. Chi tiết dự phóng như sau:

Kết quả kinh doanh (tr.đồng)	2023F	2024F	% yoy
Doanh thu thuần	2.891.404	4.046.211	53%
Lợi nhuận gộp	1.758.685	2.144.397	
Thu tài chính ròng	(60.000)	(70.000)	
SG&A	427.566	524.368	
LNTT	1.271.120	1.550.029	
LNST-MI	1.016.896	1.240.023	22%
EPS (đồng/cp)	1.419	1.730	
PE (giá ngày 24.5.2023)	21x	17x	

Rủi ro chính với Khang Điền

Sức mua khách hàng suy yếu: Khác với phần lớn doanh nghiệp BDS, hoạt động kinh doanh và tài chính của Khang Điền tương đối an toàn. Công ty ít chịu ảnh hưởng trực tiếp trước các tắc nghẽn trên thị trường trái phiếu. Điểm rủi ro chính với Khang Điền hiện tại theo BVSC là rủi ro về sức mua của khách hàng. Theo đánh giá, chúng tôi cho rằng sức mua khách hàng chịu ảnh hưởng từ một số yếu tố: i) suy thoái các ngành liên quan đến sản xuất, tiêu dùng, xuất nhập khẩu; ii) sự tắc nghẽn dòng vốn trên thị trường trái phiếu; và iii) lãi suất cho vay bất động sản mặt bằng chung vẫn ở mức cao 12-13%. Các yếu tố này sẽ chưa cải thiện ngay trong ngắn hạn mà dự báo sẽ vào đầu năm 2024. Do đó, các sản phẩm có giá bán cao sẽ rất khó bán hàng trong năm 2023.

Quỹ đất lớn đang đền bù chiếm tỷ trọng cao trong định giá: bên cạnh các yếu tố được xem là lợi thế như quỹ đất sạch lớn, hiếm hoi còn lại ở TP.HCM và chi phí đền bù thấp. Các quỹ đất này vẫn có rủi ro nhất định như thay đổi về pháp luật về đất đai. Với quỹ đất quy mô lớn, các vướng mắc về đất đai là rất đa dạng như: i) tỷ lệ đền bù; ii) đất công xen cài; iii) chuyển mục đích sử dụng đất; và iv) định giá đất. Với chi phí giải ngân chiếm 50% tổng tài sản, các quỹ đất như Tân Tạo, Phong Phú 2 nếu kéo dài trong việc hoàn thiện pháp lý sẽ gia tăng thêm chi phí vốn hóa và áp lực tài chính cho KDH.

Định giá

BVSC sử dụng phương pháp định giá NAV để xác định giá trị hợp lý cho KDH. Kết quả, giá trị hợp lý xác định của KDH là **41.045 đồng/cp**, tương ứng với mức thặng dư 40% so với giá thị trường ngày 24.5.2023 và không thay đổi đáng kể so với ước tính vào đầu năm 2023.

Định giá theo NAV

Kết quả ước tính theo NAV là **41.045 đồng/cp** khi: i) xác định giá trị hợp lý các dự án đang triển khai; và ii) dự án chưa triển khai bao gồm KDC Tân Tạo, KDC Phong Phú 2 sẽ xác định theo phương pháp so sánh giá thị trường.

Định giá (Đvt: triệu đồng)	31.12.2022
Tổng tài sản sau khi định giá lại	39.351.550
- Tiền huy động thêm	-
- Nợ phải trả	9.744.717
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu	29.606.833
- Lợi ích thiểu số	237.068
Điều chỉnh vốn chủ sở hữu	0%
Giá trị thị trường của VCSH điều chỉnh	29.369.765
Số lượng cổ phần	716.829.995
Giá cổ phần (đồng/cp)	41.045

Khuyến nghị

BVSC cho rằng thị trường bất động sản được các cơ quan quản lý theo dõi chặt chẽ hơn, cùng với, sức mua nhà đầu tư suy giảm phần nào ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng các sản phẩm cao cấp của KDH. Ngắn hạn, các dự án như Privia, KCN Lê Minh Xuân vẫn chưa có kế hoạch mở bán làm thiếu đi câu chuyện cho KDH. Xét trong trung hạn, chúng tôi vẫn thấy được tiềm năng tăng trưởng cho KDH trong 2024-2025 với sự đóng góp từ KCN Lê Minh Xuân, Privia, và Corona 11A. Do đó, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho mục tiêu đầu tư trung hạn với giá mục tiêu là **41.045 đồng/cp**, tương ứng mức lợi nhuận kỳ vọng 40% so với giá thị trường ngày 24.5.2023.

Rủi ro: sửa đổi Luật Đất đai kéo dài ảnh hưởng đến tiến độ dự án KDC Tân Tạo, Phong Phú 2.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	2.813	4.532	3.738	2.912
Giá vốn	(1.313)	(2.568)	(1.945)	(1.452)
Lợi nhuận gộp	1.500	1.964	1.794	1.460
Doanh thu tài chính	41	35	21	18
Chi phí tài chính	(42)	(85)	(73)	(91)
Lợi nhuận sau thuế	915	1.153	1.202	1.103

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022
Tiền & khoản tương đương tiền	1.175	1.836	1.365	2.753
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.614	628	671	405
Hàng tồn kho	7.037	7.338	7.733	12.453
Tài sản cố định hữu hình	48	47	40	81
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	14	14	14	14
Tổng tài sản	13.237	13.934	14.373	21.539
Nợ ngắn hạn	4.572	4.208	2.254	3.503
Nợ dài hạn	1.001	1.568	1.898	6.242
Vốn chủ sở hữu	7.664	8.158	10.221	11.795
Tổng nguồn vốn	13.237	13.934	14.373	21.539

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-3,5%	61,1%	-17,5%	-22,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	13,3%	26,0%	4,3%	-8,3%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	53,3%	43,3%	48,0%	50,1%
Lợi nhuận thuần biên	32,5%	25,4%	32,2%	37,9%
ROA	7,8%	8,5%	8,5%	6,1%
ROE	12,6%	14,6%	13,1%	10,0%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	42,1%	41,5%	28,9%	45,2%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	72,7%	70,8%	40,6%	82,6%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.681	1.992	1.870	1.539
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.078	14.098	15.898	16.454

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính

khanhld@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng

hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS

thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT

phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng

anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản

manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng

phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển

tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản

minhtnn@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD

duongtt@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 688