

Ngành : **Bất động sản** (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Khuyến nghị	Theo dõi	CTCP Đầu tư kinh doanh nhà Khang Điền (HSX: KDH) Cập nhật triển vọng kinh doanh nửa cuối năm 2021.			
Giá hiện tại:	39,750	Ngày viết báo cáo:	31/08/2021	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây	39,300	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	623	VIETNAM VENTURES LIM	5.1%
Giá mục tiêu mới:	N/A	Vốn hóa (tỷ đồng)	24,643	VIETFUND MANAGEMENT	3.5%
Tỷ suất cổ tức	0%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	2,504,630	VEIL HOLDINGS LTD	3.0%
Tiềm năng tăng giá	-1.1%	Sở hữu nước ngoài	30.3%	VENNER GROUP LTD	2.2%

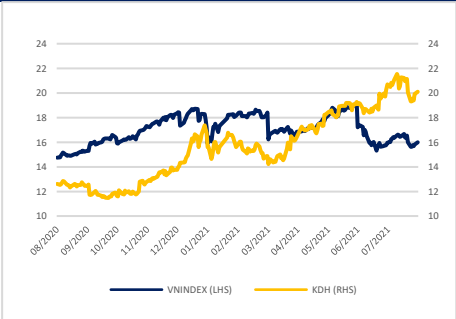
Chuyên viên phân tích ngành:
Phan Quốc Bửu
(Bất động sản, Khu Công Nghiệp, Bán lẻ)
buupq@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Trung Lê
ducnt@bsc.com.vn
Giá khuyến nghị: 42,600 VND
Giá cắt lỗ: 36,500 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Định giá

So với báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất ngày 10/05/2021, giá cổ phiếu Khang Điền đã ghi nhận mức tăng ấn tượng và tiệm cận mức giá mục tiêu của chúng tôi

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu KDH với giá mục tiêu là 39,300 đồng dựa theo PP RNAV (-1.1% so với mức giá ngày 31/08/2021) do (1) Cập nhật mới danh mục dự án, (2) Điều chỉnh nâng giả định giá bán dự án đối với car quỹ đất tiềm năng khu vực Bình Tân, Phong Phú 2 và (3) WACC = 11%.

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC ước tính trong năm 2021, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của KDH ước tính lần lượt đạt 4, 631 tỷ đồng (0.3% YoY) và 1,330 tỷ đồng (+15.0% YoY). EPS FW 2020 = 2,163 đồng. PE FW 2021 = 15.8 lần. Nguồn thu chính đến từ dự án (1) Safira, (2) Verosa Park, (3) Lovera Vista và (4) Dự án Amerina.

Quan điểm đầu tư

- Sở hữu quỹ đất có quy mô lớn ở khu vực nội đô chờ được “mở khóa”.

Rủi ro

- Kế hoạch mở bán các dự án bị chậm lại do vấn đề pháp lý và dịch Covid-19.
- Rủi ro chung ngành bất động sản (lãi suất cho vay, tính chu kỳ ngành)

Cập nhật doanh nghiệp

- KQKD nửa đầu năm 2021 vẫn duy trì mức tích cực, sát với dự báo của chúng tôi. Doanh thu KDH tăng 28% so với cùng kỳ, đạt 1,969 tỷ đồng (+28% YoY), LNST đạt 473 tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kỳ.
- KDH đã hoàn thành lần lượt 41% và 39.4% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2021.
- Làn sóng thứ 4 dịch Covid-19 có thể tạo rủi ro ảnh hưởng đến kế hoạch mở bán các dự án và dự phóng tăng trưởng lợi nhuận. KDH dự kiến sẽ mở bán và ghi nhận một phần dự án Armena - Quận Thủ Đức (Dự kiến Q4/2021) và dự án Bình Tân (Q2/2022). Như đề cập trong báo cáo gần nhất, việc vượt kế hoạch lợi nhuận sẽ tùy thuộc vào tiến độ triển khai mở bán dự án Amerina – Thủ Đức.

	2021F	2022F	Peer	VN-Index		2019	2020F	2021F	2022F
PE (x)	19.8	16.5	16.4	17.1	Doanh thu	2,845	4,617	4,631	4,529
PB (x)	2.5	2.2	2.0	2.5	Lợi nhuận gộp	1,500	1,964	2,132	2,398
PS (x)	-	-	-	2.1	Lợi nhuận sau thuế	915	1,153	1,330	1,593
ROE (%)	13.5%	14.0%	15.0%	15.0%	EPS	1,597	1,893	2,054	2,460
ROA (%)	7.7%	8.7%	5.1%	2.4%	Tăng trưởng EPS	-14%	19%	9%	20%
EV/ EBITDA (x)	19.8	16.5	-	16.5	Nợ ròng/ VCSH	10%	23%	19%	17%

BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

KQKD nửa đầu năm 2021 vẫn duy trì mức tích cực.

Hoạt động bàn giao sản phẩm các dự án đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận 6T2021. Trong 6 tháng đầu năm, hoạt động chuyển nhượng bất động sản là hoạt động đóng góp tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu KDH. Lũy kế 6T2021, doanh thu KDH tăng 28% so với cùng kỳ, đạt 1,969 tỷ đồng (+28% YoY). Nguồn doanh thu chủ yếu đến từ việc bàn giao các dự án (1) Safira, (2) Verosa Park và (3) Lovera Vista. Đây là các dự án đã hoàn tất việc bán hàng và đang tiến hành bàn giao, trong đó Q3/2021 sẽ là trọng điểm bàn giao dự án Lovera Vista.

Biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 49% 6T2020 xuống còn 42% 6T2021 chủ yếu do khác biệt từ loại hình sản phẩm bàn giao, trong 6T2021 KDH chủ yếu bàn giao các sản phẩm chung cư, vốn có biên lợi nhuận gộp thấp hơn với các sản phẩm nhà phố/biệt thự dự án Verosa Park cùng kỳ.

Lũy kế 6T2021, KDH ghi nhận lợi nhuận sau thuế đạt 473 tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kỳ. Theo đó, KDH đã hoàn thành lần lượt 41% và 39.4% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2021.

	6T2021	6T2020	% YoY
Doanh thu	1,969	1,532	28%
Chuyển nhượng bất động sản	1,936	1,499	29%
Cung cấp dịch vụ	30	17	79%
Cho thuê hoạt động	1	1	63%
Lợi nhuận gộp	830	752	10%
<i><u>Biên lợi nhuận gộp</u></i>	<i><u>42%</u></i>	<i><u>49%</u></i>	
Chi phí bán hàng & QLDN	178	173	3%
<i><u>SG&A/DTT</u></i>	<i><u>9%</u></i>	<i><u>11%</u></i>	
EBIT	652	579	13%
Doanh thu tài chính	11	10	9%
Chi phí tài chính	40	45	-11%
Lãi/Lỗ từ công ty liên kết	-	-	
LN trước thuế	606	528	15%
Thuế TNDN	133	119	
Lợi nhuận sau thuế	473	409	16%
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	473	409	16%
EPS cơ bản (đồng)	767	664	
Biên LNG	42%	49%	
Biên LN ròng	24%	27%	

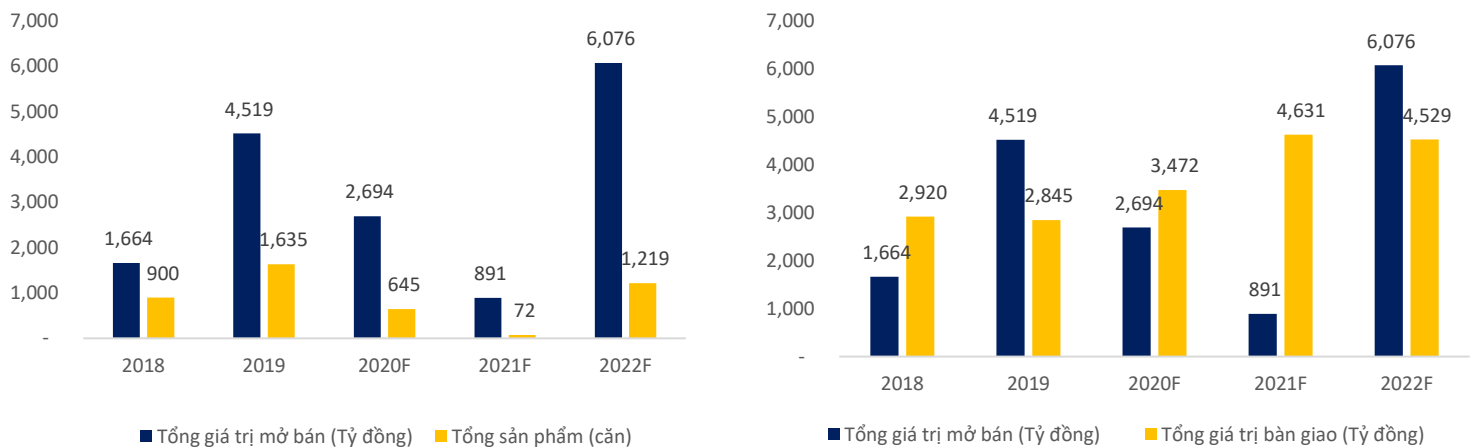
Nguồn: KDH, BSC Research

Làn sóng thứ 4 dịch Covid-19 có thể tạo rủi ro ảnh hưởng đến kế hoạch mở bán các dự án và dự phóng tăng trưởng lợi nhuận. Trong nửa cuối năm 2021 và 2022, KDH dự kiến sẽ mở bán và ghi nhận một phần dự án Armena - Quận Thủ Đức (Dự kiến Q4/2021) và dự án Bình Tân (Q2/2022). Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, các thủ tục pháp lý tại hai dự án trên gần như đã hoàn tất và dự kiến bán hàng theo kế hoạch trên. Như đề cập trong báo cáo gần nhất, việc vượt kế hoạch lợi nhuận sẽ tùy thuộc vào tiến độ triển khai mở bán dự án Armena. Với giả định dịch bệnh được kiểm soát trong Q3/2021, chúng tôi tin rằng KDH vẫn có thể vượt kế hoạch lợi nhuận trong năm 2021. Trong trường hợp kịch bản tiêu cực hơn, chúng tôi sẽ theo dõi, cập nhật và điều chỉnh hạ dự phóng trong báo cáo tiếp theo.

Doanh số mở bán mới sẽ tăng mạnh trong năm 2022 nhờ vào việc mở bán 3 dự án trọng điểm. Do ảnh hưởng của dịch Covid-19 đến tiến độ xử lý pháp lý trong năm 2021, BSC điều chỉnh giảm dự phóng tổng giá trị mở bán mới (pre-sales) của KDH xuống mức 891 tỷ đồng (-66.9% YoY và -58.6% so với dự báo trước đó) do dự án chung cư Bình Tân sẽ được mở bán trong năm 2022.

Trong năm 2022, KDH sẽ tiếp tục mở bán các giai đoạn tiếp theo của ba dự án bao gồm (1) Armena (Q9), (2) Bình Tân và (3) Clarita (Q2), tổng giá trị mở bán của KDH năm 2022 ước đạt khoảng 6,076 tỷ đồng. Số lượng sản phẩm mở bán ghi nhận mức thấp hơn giai đoạn 2018-2020 do thay đổi cấu trúc sản phẩm tập trung vào sản phẩm đất nền.

BSC cho rằng với việc (1) Giá bán dự án dự kiến sẽ ở mức cao trong bối cảnh quỹ đất có giá vốn tốt sau khi lên thành phố Thủ Đức và (2) Thương hiệu, uy tín của KDH, cũng như tốc độ bán hàng tốt đã được chứng minh trong vài năm gần đây sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của KDH trong 1-2 năm tới.



Nguồn: BSC Research ước tính

Bảng cập nhật tiến độ dự án và kế hoạch mở bán 2021

Dự án	Loại hình sản phẩm	Vị Trí	Diện tích (Ha)	Số lượng sản phẩm	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Safira	Căn hộ	Thủ Đức	2	1,570						
Lovera Vista	Căn hộ	Bình Chánh	3	1,300						
Verosa Park	Nhà liên kế, biệt thự	Thủ Đức	8	296						
Clarita	Nhà liên kế, biệt thự	Thủ Đức	6	159						
Armena	Nhà liên kế, biệt thự	Thủ Đức	4	180						
Dự án Bình Tân	Căn hộ	Bình Tân	2	1,000						
Khu dân cư Phong Phú 2	N/A	Bình Chánh	133	N/A						
Khu đô thị Tân Tạo	N/A	Bình Tân	330	N/A						
Khu dân cư 11A	N/A	Bình Chánh	16	N/A						
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	N/A	Bình Chánh	110	N/A						

Nguồn: BSC Research, KDH

Dự phóng kết quả kinh doanh 2021.

BSC ước tính trong năm 2021, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của KDH ước tính lần lượt đạt 4, 631 tỷ đồng (0.3% YoY) và 1,330 tỷ đồng (+15.0% YoY). EPS FW 2020 = 2,163 đồng. PE FW 2021 = 15.8 lần. Nguồn thu chính đến từ dự án (1) Safira, (2) Verosa Park, (3) Lovera Vista và (4) Dự án Amerina.

Đơn vị: Tỷ đồng	2017A	2018A	2019E	2020	2021F	2022F
Doanh thu	3,061	2,920	2,845	4,617	4,631	4,529
% YoY	-22.3%	-4.5%	-3.5%	61.1%	0.3%	-2.2%
Lợi nhuận gộp	1,036	1,239	1,500	1,964	2,132	2,398
% YoY	5.7%	19.6%	21.1%	30.9%	8.6%	12.5%
Biên lợi nhuận gộp	33.9%	42.5%	53.3%	43.3%	46.9%	53.9%
Chi phí bán hàng	109.7	99.3	115.4	247.0	185.2	181.2
Chi phí quản lý doanh nghiệp	133.9	158.1	162.3	169.4	208.4	203.8
% Chi phí BH&QLDN/DTT	8.0%	8.8%	9.8%	9.0%	8.5%	8.5%
Doanh thu tài chính	72.2	199.8	41.5	35.0	38.6	95.1
Chi phí tài chính	125.0	88.7	41.6	84.7	114.1	117.7
Lợi nhuận trước thuế	729	1,076	1,190	1,458	1,663	1,991
Thuế TNDN	216	269	295	338	333	398
Lợi nhuận sau thuế	502	808	915	1,153	1,330	1,593
%	25%	48%	11%	23%	15%	20%
EPS	1,495	1,952	1,681	1,992	2,163	2,589
Biên LN ròng	16.4%	27.7%	32.2%	25.0%	28.7%	35.2%
ROE	9.6%	11.8%	12.0%	14.2%	13.5%	14.0%

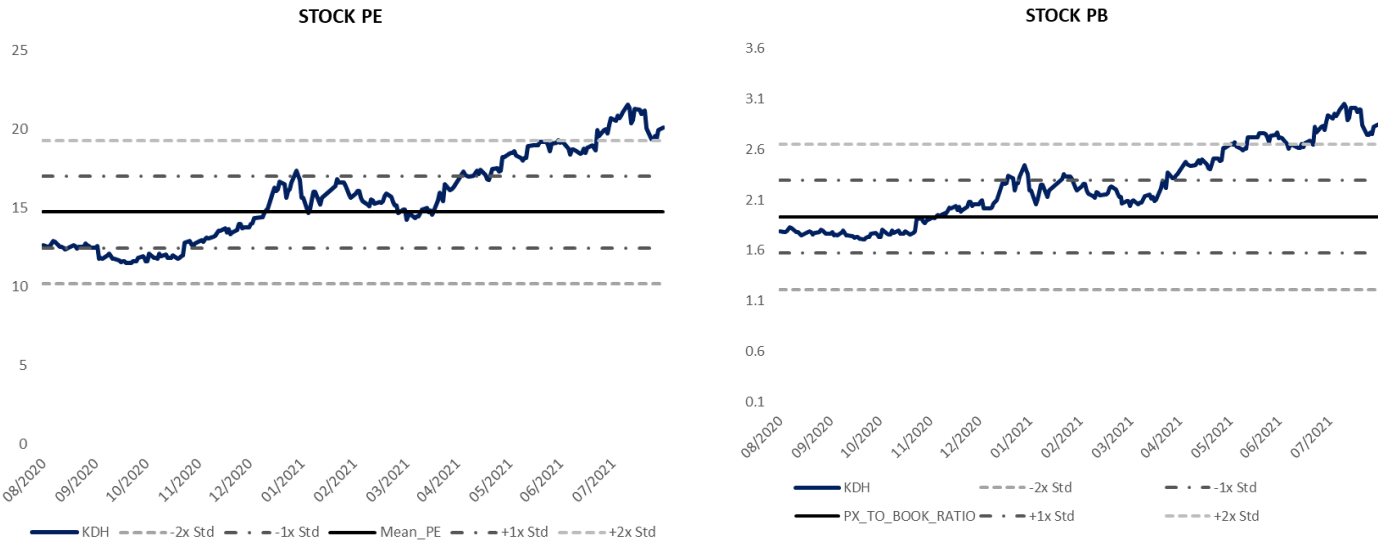
Nguồn: BSC Research

ĐỊNH GIÁ

So với báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất ngày 10/05/2021, giá cổ phiếu Khang Điền đã ghi nhận mức tăng ấn tượng và hiện tiệm cận mức giá mục tiêu của chúng tôi.

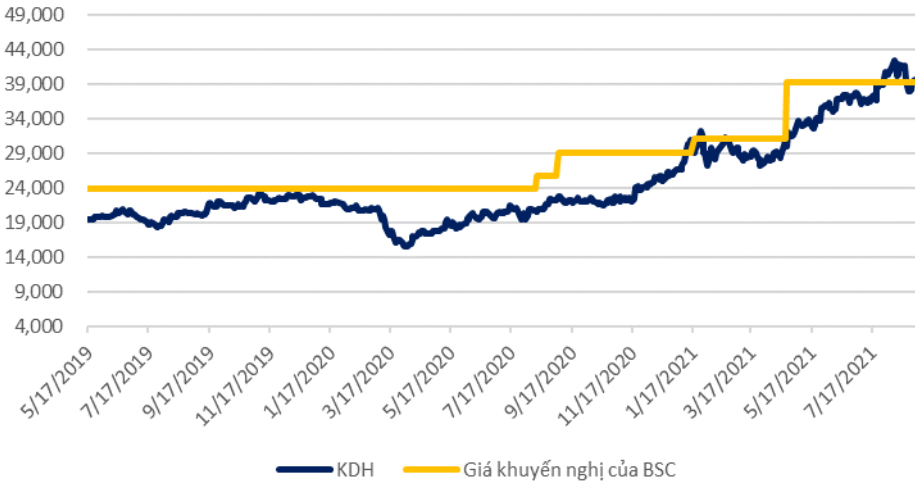
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu KDH với giá mục tiêu là 39,300 đồng dựa theo PP RNAV (-1.1% so với mức giá ngày 31/08/2021) do (1) Cập nhật mới danh mục dự án, (2) Điều chỉnh nâng giả định giá bán dự án đối với car quỹ đất tiềm năng khu vực Bình Tân, Phong Phú 2 và (3) WACC = 11%..

VALUATION				
Tỷ đồng	Phương pháp	Tổng giá trị NAV	Tỷ lệ sở hữu	>KDH
Các dự án				
Lovera Vista	Chiết khấu dòng tiền	982	100%	982
Verosa Park	Chiết khấu dòng tiền	336	100%	252
Clarita	Chiết khấu dòng tiền	1,981	100%	2,014
Armena	Chiết khấu dòng tiền	1,364	100%	1,448
Dự án Bình Tân	Chiết khấu dòng tiền	1,321	100%	1,332
Khu dân cư Phong Phú 2	So sánh	3,536	100%	4,420
Khu đô thị Tân Tạo	So sánh	9,875	100%	9,875
Khu dân cư 11A	So sánh	1,870	100%	1,870
Khu CN Lê Minh Xuân	So sánh	1,566	100%	1,566
Khác	Giá trị sổ sách	348	100%	388
	Chiết khấu dòng tiền			
Giá trị hiện tại thuần				24,146
(+) Tiền mặt				1,836
(-) Nợ				1,845
Tổng giá trị NAV				24,137
Tỷ lệ chiết khấu rủi ro				24,137
Số lượng cổ phiếu lưu hành				615,086,429
Giá trị hợp lý				39,300
Giá cổ phiếu				39,750
Upside				-1.1%
WACC	11%			



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	2,813	4,532	4,546	4,446
Giá vốn hàng bán	1,313	2,568	2,414	2,048
Lợi nhuận gộp	1,500	1,964	2,132	2,398
Chi phí bán hàng	(115)	(247)	(185)	(181)
Chi phí QLDN	(162)	(169)	(208)	(204)
Lãi/lỗ HĐKD	1,223	1,547	1,738	2,013
Doanh thu tài chính	41	35	39	95
Chi phí tài chính	(42)	(85)	(114)	(118)
Chi phí lãi vay	(2)	-	(74)	(78)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(33)	(39)	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1,190	1,458	1,663	1,991
Thuế thu nhập DN	(273)	(304)	(333)	(398)
LN sau thuế	917	1,154	1,330	1,593
CĐTS	2	2	-	-
LNST - CĐTS	915	1,153	1,330	1,593
EBITDA	1,232	1,558	1,766	2,032
EPS	1,597	1,893	2,054	2,460

CĐKT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
Tiền và tương đương tiền	1,175	1,836	4,544	5,053
Đầu tư ngắn hạn	32	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	3,778	3,529	3,665	3,584
Tồn kho	7,037	7,338	7,838	8,338
TS ngắn hạn khác	305	319	314	307
TS ngắn hạn	12,327	13,022	16,360	17,282
TS hữu hình	48	47	67	96
Khấu hao	9	11	28	19
TS dở dang dài hạn	629	695	695	695
ĐT dài hạn	100	60	60	60
TS dài hạn khác	23	17	17	16
TS dài hạn	910	913	933	961
Tổng TS	13,237	13,934	17,293	18,243
Nợ phải trả	696	242	242	242
Vay ngắn hạn	377	787	766	803
Nợ ngắn hạn khác	3,499	3,179	4,828	4,096
Tổng Nợ ngắn hạn	4,572	4,208	5,836	5,141
Vay dài hạn	405	1,058	1,094	1,147
Nợ dài hạn khác	596	510	510	510
Tổng Nợ dài hạn	1,001	1,568	1,604	1,657
Tổng Nợ	5,573	5,776	7,441	6,798
Vốn góp	5,444	5,787	6,151	6,151
Thặng dư vốn cổ phần	720	744	744	744
LN chưa phân phối	1,327	1,836	3,136	4,693
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	39	31	31	31
Tổng Vốn chủ sở hữu	13,237	13,934	17,293	18,243
Tổng nguồn vốn	19,874	23,489	25,454	31,152
Số lượng cổ phiếu lưu hành	544	579	615	615

LCTT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F
(Lỗ)/LNST	915	1,153	1,329	1,507
Khấu hao và phân bổ	9	11	61	70
Thay đổi vốn lưu động	(965)	(919)	(245)	(489)
Điều chỉnh khác	(123)	84	-	-
LCTT từ HĐ KD	(164)	163	1,144	1,088
Tiền chi mua TSCĐ	(235)	(48)	(366)	(419)
Đầu tư khác	126	60	-	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(201)	12	(366)	(419)
Tiền chi trả cổ tức	-	-	-	-
Tiền từ vay ròng	(186)	1,063	(605)	133
Tiền thu khác	(111)	(576)	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	(296)	486	(605)	133
Dòng tiền đầu kỳ	1,836	1,175	1,836	2,008
Tiền trong kì	(661)	661	172	802
Dòng tiền cuối kỳ	1,175	1,836	2,008	2,810

Chỉ số(%)	2019	2020	2021F	2022F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	2.7	3.1	2.8	3.4
Hố TT nhanh	1.2	1.4	1.5	1.7

Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	6%	13%	11%	11%
Hố Nợ/VCSH	10%	23%	19%	17%

Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	1787	1021	1147	1442
Số ngày phải thu	359	294	289	298
Số ngày phải trả	73	22	30	35
CCC	2073	1294	1406	1704

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	53.3%	43.3%	46.9%	53.9%
Lợi nhuận LNST	32.2%	25.0%	28.7%	35.2%
ROE	12.0%	14.2%	13.5%	14.0%
ROA	6.9%	8.3%	7.7%	8.7%

Định Giá				
PE	24.2	20.4	19.8	16.5
PB	2.9	2.9	2.5	2.2

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-3.5%	61.1%	0.3%	-2.2%
Tăng trưởng EBIT	24.5%	26.5%	12.3%	15.8%
Tăng trưởng LNTT	10.6%	22.6%	14.0%	19.7%
Tăng trưởng EPS	13.3%	26.0%	15.4%	19.7%

Nguồn: BSC Research.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

