BAOVIET Securities

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

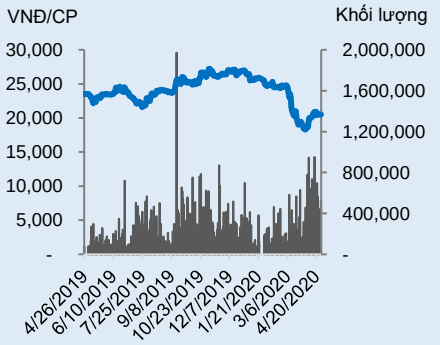
Tháng 4, 2020

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	27.400
Giá thị trường (27/4/2020)	20.500
Lợi nhuận kỳ vọng	34%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	18.300-27.200
Vốn hóa	11.161 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	544.429.109
KLGD bình quân 10 ngày	569.996
% sở hữu nước ngoài	44,2%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,4%
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
KDH	-22,6%	9,0%	-17,0%	-21,2%
VNIndex	-20,3%	16,4%	-17,0%	-24,1%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CTCP Đầu tư Kinh doanh nhà Khang Điền

Mã giao dịch: KDH Reuters: KDH.HM Bloomberg: KDH VN

KDH vẫn là cơ hội đầu tư tốt và an toàn trong trung và dài hạn

Điều chỉnh giảm dự phóng 2020 do thị trường bất động sản bị ảnh hưởng bởi Covid-19

Chúng tôi cho rằng KDH là một trong số ít doanh nghiệp bất động sản ít chịu ảnh hưởng từ vấn đề dịch Covid-19 trong năm nay. Các dự án đang kinh doanh như Verosa, Lovera Vista cũng như tiến độ bàn giao Safira vẫn theo kế hoạch. Công ty hoàn toàn có thể ghi nhận kết quả lợi nhuận tăng trưởng ở mức khoảng 30% trong 2020. Tuy nhiên, trước triển vọng nhiều thách thức của thị trường chung, tâm lý nhà đầu tư đang kém lạc quan đối với nhóm doanh nghiệp bất động sản. Do đó, Ban điều hành KDH ít nhiều sẽ có sự cân nhắc trong ghi nhận lợi nhuận ở mức phù hợp để giảm áp lực tăng trưởng cho năm 2021. Từ đánh giá trên, BVSC dự phóng lợi nhuận sau thuế trừ lợi ích thiểu số là 1.113 tỷ, tăng 22% yoy và vượt nhẹ 2% so với kế hoạch.

Lợi nhuận 2021 tiếp tục tăng trưởng so với mức cao năm 2020

Trên cơ sở dự án đang và chuẩn bị triển khai trong báo cáo thường niên, BVSC cũng có những ước tính cho năm 2021. Kịch bản trung tính, với giả định tình hình pháp lý về đất đai vẫn mất nhiều thời gian, chúng tôi giả định KDH triển khai thêm 1 dự án nhà phố vào cuối năm 2020. Dự án này cùng với các dự án cao tầng là Lovera Vista và Safira, 1 phần nhỏ từ Verosa sẽ đóng góp doanh thu trong 2021. Theo đó, doanh thu 2021 ước tính đạt 5.367 tỷ, tăng 84% yoy. Kết quả, lợi nhuận sau thuế đạt 1.290 tỷ, ghi nhận tăng 16% yoy. EPS 2021 là 2.371 đồng/cp.

Tình hình tài chính tốt tạo ra sự ổn định và cơ hội cho KDH trong dài hạn

Từng trải qua giai đoạn khó khăn trong 2008-2011, ban lãnh đạo KDH luôn duy trì tình hình tài chính lành mạnh trong thời gian qua. Tính đến cuối năm 2019, tài chính của KDH vẫn tiếp tục khả quan với tỷ lệ nợ vay / vốn chủ sở hữu giảm và tiền mặt dồi dào. Mặc dù vậy, hoạt động tích lũy quỹ đất của KDH vẫn liên tục gia tăng. Giá trị tồn kho tại dự án trọng điểm là KDC Tân Tạo tính đến cuối năm là 2.428 tỷ, tăng 644 tỷ so với đầu năm. Ngoài ra, khoản tạm ứng đến bù 1.244 tỷ, tăng thêm 569 tỷ. Nguồn vốn giải ngân chủ yếu từ lợi nhuận giữ lại mỗi năm nên hạn chế áp lực từ tài chính và chi phí. Từ những bước đi đó, chúng tôi thấy rằng KDH rất chủ động trước diễn biến thị trường bất động sản trong 2-3 năm tới. Điều này ngoài tạo ra sự ổn định còn giúp KDH đẩy nhanh tăng trưởng mạnh xét trong dài hạn.

Sự suy giảm của thị trường chung tạo cơ hội đầu tư với lợi nhuận kỳ vọng 34% với định giá hợp lý trong 2020

BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần KDH trong năm 2020. So với kết quả xác định vào quý 3.2019, giá mục tiêu của KDH trong 2020 giảm 10% do i) chỉ số PE&PB mục tiêu điều chỉnh

giảm do mức bình quân thị trường đã thay đổi so với đầu năm ii) tăng chiết khấu NAV từ 10% lên 20% để phản ánh rủi ro trong 2020 về thị trường bất động sản, khoản phải thu khách hàng và pháp lý. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **27.421 đồng/cp**, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng **34%** so với giá thị trường ngày 27.4.2020.

Khuyến nghị

Chúng tôi vẫn đánh giá tốt về cơ hội đầu tư vào KDH trong 2020. Và mặc dù, kết quả 2020 dự báo sẽ ghi nhận mức tăng khoảng 23% yoy thấp hơn so với mức dự tính trên 30% vào cuối 2019. KDH sẽ là một trong số ít doanh nghiệp ghi nhận kết quả tăng trưởng trên mức 20% trong năm 2020. Bên cạnh đó, tình hình tài chính tốt với nợ vay thấp và tiền mặt dồi dào mang đến sự ổn định, cũng như, cơ hội M&A quỹ đất tốt trong thời gian tới. Chính vì vậy, câu chuyện đầu tư ở KDH vẫn khả quan xét trong trung hay dài hạn. Và khi, thông tin tiêu cực dịch Covid19 tạo ra áp lực cho thị trường chứng khoán nói chung và thị trường bất động sản nói riêng. Cổ phiếu KDH có đợt suy giảm khoảng 35% so với giá cuối năm 2019. Điều này mở ra điểm mua tốt với mức lợi nhuận kỳ vọng hấp dẫn theo giá hợp lý ước tính cho năm 2020. Do đó, BVSC duy trí khuyến nghị **OUTPERFORM** với KDH với giá mục tiêu **27.400 đồng/cp**. Thời gian nắm giữ 6-12 tháng.

Điều chỉnh giảm dự phóng 2020 do thị trường bất động sản bị ảnh hưởng bởi Covid-19

Chúng tôi cho rằng KDH là một trong số doanh nghiệp bất động sản ít chịu ảnh hưởng từ vấn đề dịch Covid-19 trong năm nay. Các dự án đang kinh doanh như Verosa, Lovera Vista cũng như tiến độ bàn giao Safira vẫn theo kế hoạch. Công ty hoàn toàn có thể ghi nhận kết quả lợi nhuận tăng trưởng ở mức khoảng 30% trong 2020. Tuy nhiên, trước triển vọng nhiều thách thức của thị trường chung, tâm lý nhà đầu tư đang kém lạc quan đến nhóm doanh nghiệp bất động sản. Do đó, Ban điều hành KDH ít nhiều sẽ có sự cân nhắc trong ghi nhận lợi nhuận ở mức phù hợp để giảm áp lực tăng trưởng cho năm 2021.

Lợi nhuận sau thuế 2020 dự báo tăng 23% yoy vượt nhẹ so với kế hoạch.

KDH đã công bố kế hoạch LNST 2020 trong báo cáo thường niên với tăng trưởng 20% yoy so với mức tăng trưởng 14% trong 2019. Mức tăng trưởng này khả quan hơn nhiều doanh nghiệp lớn khác trong ngành như Đất Xanh, Nam Long, Cenland…vốn có kế hoạch lợi nhuận đi ngang hoặc sẽ giảm so với cùng kỳ. Đóng góp vào doanh thu của KDH trong 2020 trọng điểm vẫn là dự án Verosa, dự án Safira với doanh thu và sản phẩm dự kiến như sau:

Dự án	Sản phẩm	Bàn giao trong 2020	DT dự kiến	Tiến độ
Safira	1,600	500-600 căn	870-1.000 tỷ	Bàn giao từ Q2.2020
Verosa	296	140-160 căn	1.800 – 2.100 tỷ	Bàn giao từ Q1.2020

Tổng doanh thu 2020 ước tính đạt 2.915 tỷ, tăng 3.8% yoy. Lợi nhuận gộp là 1.797 tỷ, tăng 20% yoy do biên lợi nhuận bình quân tăng từ 54% lên 62% với sự đóng góp tỷ trọng lớn hơn từ Verosa trong năm 2020. Lợi nhuận sau thuế trừ lợi ích thiểu số là 1.113 tỷ, tăng 23% yoy và vượt nhẹ 2% so với kế hoạch. Theo đó, EPS2020 là 2.060 đồng/cp. Chi tiết các khoản mục trong kết quả kinh doanh 2020 như sau:

Kế hoạch kinh doanh – tỷ VND	2019	2020 điều chỉnh	% tăng trưởng
Doanh thu	2.809	2.915	3,8%
LNG	1.498	1.797	
Thu nhập tài chính thuần	-0.2	-10	
Chi phí bán hàng & quản lý	277	311	
LNTT	1.189	1.446	
LNST trừ thiểu số	916	1.113	23%

Lợi nhuận 2021 tiếp tục tăng trưởng so với mức cao năm 2020

Trên cơ sở dự án đang và chuẩn bị triển khai được chia sẻ, BVSC cũng có những ước tính cho năm 2021. Kịch bản trung tính, với giả định việc thực hiện pháp lý vẫn mất nhiều thời gian, chúng tôi giả định KDH chỉ triển khai thêm 1 dự án nhà phố vào cuối năm 2020. Dự án này cùng với các dự án cao tầng là Lovera Vista và Safira, 1 phần nhỏ từ Verosa sẽ đóng góp doanh thu trong 2021. Kết quả, lợi nhuận 2021 dự phóng sẽ duy trì gia tăng 16% yoy cho kịch bản trung lập.

Triển khai dự án nhà phố diện tích 4,5ha liền kề dự án Verosa vào cuối năm 2020.

Theo thông tin trong báo cáo thường niên, công ty triển khai 1 dự án nhà phố mới trong năm nay với tên thương mại là dự kiến là Amena với khoảng 122 căn nhà phố, biệt thự, có vị trí gần với dự án Verosa. Với kết quả kinh doanh từ Verosa, chúng tôi dự báo công ty tiếp tục phát triển sản phẩm nhà phố Amena ở phân khúc cao cấp tương tự Verosa khi mà nguồn cung nhà phố vẫn khan hiếm. Tuy nhiên, giá bán bình quân giả định thấp hơn khoảng 10% giá bán bình quân Verosa do triển vọng thị trường 2021 nhìn chung vẫn còn nhiều khó khăn. Doanh thu từ dự án sẽ ghi nhận toàn bộ trong 2021. Cùng với số lượng lớn bàn giao từ Lovera Vista và Safira, doanh thu 2021 ước tính đạt 5.367 tỷ, tăng 84% yoy. Chi tiết doanh thu như sau:

Dự án	Sản phẩm	Bàn giao trong 2021	DT dự kiến
Lovera Vista	1.310	700 – 800 căn	1.500 – 1.550 tỷ
Safira	1.600	1.000 – 1.100 căn	1.900 – 2.000 tỷ
Verosa	296	40 – 50 căn	500 - 600 tỷ
Amena (Thủy Sinh)	122	122 căn	1.300 – 1.400 tỷ

Lợi nhuận sau thuế tăng 16% yoy do biên lợi nhuận gộp bình quân giảm so với 2019

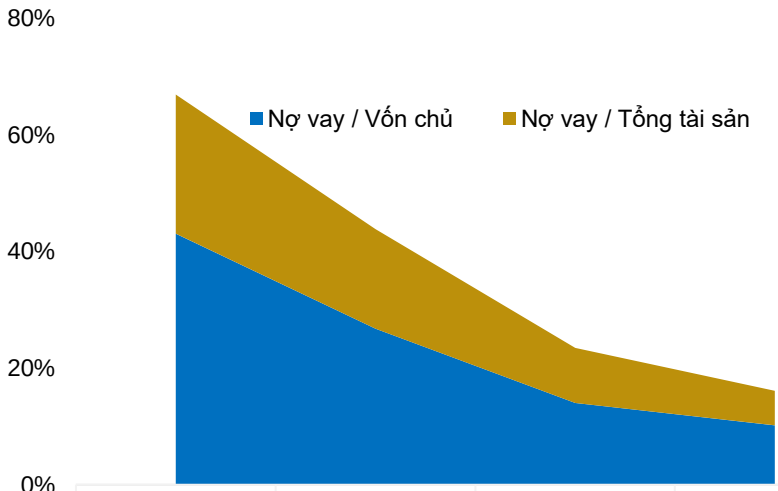
Doanh thu tăng trưởng mạnh nhưng lợi nhuận sau thuế 2021 ghi nhận mức tăng thấp hơn. Biên lợi nhuận gộp bình quân thấp hơn từ dự án căn hộ là nguyên nhân chủ yếu. Ước tính, lợi nhuận gộp biên bình quân 2021 là 40% so với mức 65% năm 2020. Kết quả, lợi nhuận sau thuế đạt 1.290 tỷ, ghi nhận tăng 16% yoy. EPS 2021 là 2.371 đồng/cp.

Kế hoạch kinh doanh – tỷ VND	2020	2021	yoy
Doanh thu	2.915	5.367	84%
LNG	1.797	2.129	18%
Thu nhập tài chính thuần	-10	20	
Chi phí bán hàng & quản lý	311	443	42%
LNTT	1.446	1.676	16%
LNST trừ thiểu số	1.113	1.290	16%

Tình hình tài chính tốt tạo ra sự ổn định và cơ hội cho KDH trong dài hạn

Từng trải qua giai đoạn khó khăn trong 2008-2011, ban lãnh đạo KDH luôn duy trì tình hình tài chính lành mạnh trong thời gian qua. Tính đến cuối năm 2019, tài chính của KDH vẫn tiếp tục khả quan với tỷ lệ nợ vay / vốn chủ sở hữu giảm và tiền mặt dồi dào. Tại 31.12.2019, tỷ lệ nợ vay / VCSH và tổng tài sản lần lượt là 10,2% và 5,9%, giảm so với mức 14% và 9,5% cùng kỳ. Tổng dư nợ vay là 782 tỷ, giảm 187 tỷ so với cuối 2018 và 875 tỷ so với cuối 2017. Tiền mặt cuối 2019 là 1.174 tỷ, chiếm tỷ lệ 9% tổng tài sản. Điều này mang đến sự an toàn ở mức cao cho KDH trước diễn biến phức tạp của thị trường bất động sản nói riêng cũng như kinh tế vĩ mô nói chung.

Tỷ lệ Nợ vay / TTS và VCSH



	2016	2017	2018	2019
Nợ vay / Tổng tài sản	24%	17%	9%	6%
Nợ vay / Vốn chủ	43%	27%	14%	10%

Mặc dù, nợ vay liên tục giảm và tiền mặt duy trì ở mức cao, hoạt động tích lũy quỹ đất của KDH vẫn liên tục gia tăng. Giá trị tồn kho tại dự án trọng điểm là KDC Tân Tạo tính đến cuối năm là 2.428 tỷ, tăng 644 tỷ so với đầu năm. Ngoài ra, khoản tạm ứng đến bù 1.244 tỷ, tăng thêm 569 tỷ. Nguồn vốn tích lũy quỹ đất chủ yếu từ lợi nhuận giữ lại trong 2019. Do đó, triển vọng của KDH vẫn luôn được duy trì khi quỹ đất tiếp tục tăng với quy mô đa dạng, phù hợp cho các kế hoạch kinh doanh ngắn lẫn dài hạn. Từ những bước đi trên, chúng tôi cho rằng KDH là một trong ít doanh nghiệp rất chủ động trước diễn biến thị trường bất động sản trong 2-3 năm tới. Điều này ngoài tạo ra sự ổn định còn giúp KDH đẩy nhanh tăng trưởng mạnh xét trong dài hạn.

Định giá

BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần KDH trong năm 2020. So với kết quả xác định vào quý 3.2013, giá mục tiêu của KDH trong 2020 giảm 10% do i) chỉ số PE&PB mục tiêu điều chỉnh giảm do mức bình quân thị trường đã thay đổi so với đầu năm ii) tăng chiết khấu NAV từ 10% lên 20% để phản ánh rủi ro trong 2020 về thị trường bất động sản, khoản phải thu khách hàng và pháp lý. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **27.421 đồng/cp**, tương ứng với mức premium 34% so với giá thị trường ngày 27.4.2020.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Mục tiêu	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV		33.555	50%	16.777
PE	10x	20.459	25%	5.115
PB	1,5x	22.117	25%	5.529
Trung bình				**27.421**

Khuyến nghị

Chúng tôi vẫn đánh giá tốt về cơ hội đầu tư vào KDH trong 2020. Và mặc dù, kết quả 2020 dự báo sẽ ghi nhận mức tăng khoảng 23% yoy thấp hơn so với mức dự tính trên 30% vào cuối 2019. KDH là một trong số ít doanh nghiệp ghi nhận kết quả tăng trưởng trên mức 20% trong năm 2020. Bên cạnh đó, tình hình tài chính tốt với nợ vay thấp và tiền mặt dồi dào mang đến sự ổn định, cũng như, cơ hội M&A quỹ đất tốt trong thời gian tới. Chính vì vậy, câu chuyện đầu tư ở KDH vẫn khả quan xét trong ngắn hạn hay trong trung hạn.

Và khi, thông tin tiêu cực dịch Covid19 tạo ra áp lực cho thị trường chứng khoán nói chung và thị trường bất động sản nói riêng. Cổ phiếu KDH có đợt suy giảm khoảng 35% so với giá cuối năm 2019. Điều này mở ra điểm mua tốt với mức lợi nhuận kỳ vọng hấp dẫn theo giá hợp lý ước tính cho năm 2020. Do đó, BVSC duy trí khuyến nghị **OUTPERFORM** với KDH với giá mục tiêu **27.400 đồng/cp**. Thời gian nắm giữ 6-12 tháng.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Doanh thu thuần	3.932	3.055	2.917	2.813
Giá vốn	(2.952)	(2.019)	(1.677)	(1.313)
Lợi nhuận gộp	980	1.036	1.239	1.500
Doanh thu tài chính	16	72	200	41
Chi phí tài chính	(111)	(125)	(89)	(42)
Lợi nhuận sau thuế	372	502	808	915

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Tiền & khoản tương đương tiền	1.059	2.592	1.836	1.175
Các khoản phải thu ngắn hạn	725	393	828	1.614
Hàng tồn kho	4.618	4.858	5.817	7.037
Tài sản cố định hữu hình	27	30	34	48
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	209	98	14	14
Tổng tài sản	**7.937**	**9.717**	**10.228**	**13.237**
Nợ ngắn hạn	1.272	1.817	2.775	4.572
Nợ dài hạn	2.267	1.708	553	1.001
Vốn chủ sở hữu	4.398	6.191	6.899	7.664
Tổng nguồn vốn	**7.937**	**9.717**	**10.228**	**13.237**

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	274,5%	-22,3%	-4,5%	-3,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	42,8%	35,1%	60,9%	13,3%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	24,9%	33,9%	42,5%	53,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9,5%	16,4%	27,7%	32,5%
ROA (%)	4,5%	5,7%	8,1%	7,8%
ROE (%)	8,7%	9,5%	12,3%	12,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	44,6%	36,3%	32,5%	42,1%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	80,5%	57,0%	48,2%	72,7%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.589	1.495	1.952	1.681
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.794	18.425	16.665	14.078

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 địnhtrong 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

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

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên
Cao su tự nhiên, Dầu Khí, Bảo hiểm
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản, Khu công nghiệp
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc
Công nghệ, Cảng biển
hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Tiện ích công cộng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh
Hàng không
dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Hàng tiêu dùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Thu Nga
Bán lẻ, Thép, Ngân hàng
tranthithunga@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh
Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán
ngotrivinh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh
Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng
trandangmanh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận
Dược, Thuỷ sản
phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng
Phó Giám đốc khối
phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo. 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 6888