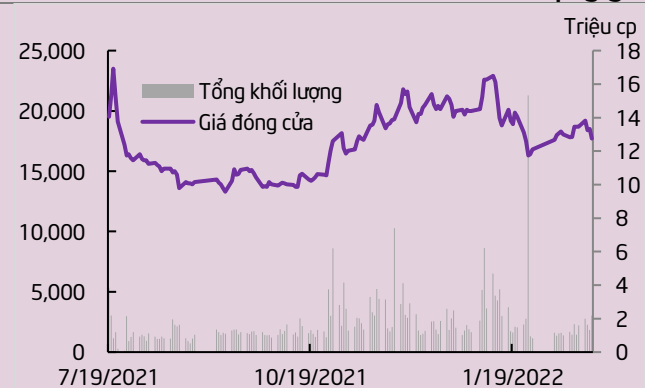


Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu (VND)	<b>30,200</b>
Lợi nhuận kỳ vọng	+58.95%
Giá thị trường (11.03.2022)	19,000

### Thông tin cổ phiếu

Sàn giao dịch	<b>HOSE</b>
Khoảng giá 52 tuần (VND/CP)	13,050 - 24,100
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	5,643
SL Cổ phiếu lưu hành	318,817,547
KLGD bình quân 3 tháng	2,225,140
Giá trị GD bình quân 3 tháng (tỷ VND)	44.01
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,188
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0.14%
Giới hạn room nước ngoài (%)	49.00%

### Biến động giá



### Thông tin cơ bản

Công ty Cổ phần Bất động sản Khải Hoàn Land được thành lập năm 2009. Lĩnh vực kinh doanh chính của Công ty là môi giới và đầu tư bất động sản. KHG không những là đối tác tin cậy của Vinhomes, mà còn nhiều đơn vị chủ đầu tư trong và ngoài nước như: Sunshine, Keppel Land, Kiến Á, Lotte, Vạn Phát Hưng...

Vào ngày 19/7/2021, 174,8 triệu cổ phiếu KHG được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) với giá tham chiếu trong ngày giao dịch đầu tiên là 15.000 đồng/cổ phiếu, giá trị vốn hóa tương đương hơn 2.600 tỷ đồng. Sau hơn 1 tháng giao dịch tạm thời tại sàn HNX, cổ phiếu KHG của Khải Hoàn Land đã chính thức chuyển về giao dịch tại Sở giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) từ ngày 06/09/2021.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Kết quả kinh doanh có bước nhảy vọt trong đại dịch.** KHG khép lại năm 2021 với kết quả doanh tích cực, doanh thu thuần bứt phá 225.2% YoY lên 1,288 tỷ đồng, lợi nhuận ròng ở mức cao 414 tỷ, tăng 327.7% YoY. Kết quả vượt trội của KHG được đóng góp chính bởi hoạt động môi giới BĐS với tỷ trọng 69% cơ cấu doanh thu cả năm 2021. Trong kì công ty ghi nhận doanh thu 396 tỷ đồng từ chuyển nhượng BĐS nhưng không phát sinh lợi nhuận từ mảng kinh doanh này. Biên lợi nhuận gộp giảm về 45.2% so với mức 47.2% cùng kỳ 2020.

**Là doanh nghiệp thuộc top dẫn đầu trong lĩnh vực môi giới BĐS với thị phần liên tục gia tăng.** Với tốc độ tăng trưởng số lượng giao dịch bình quân đạt 33% trong 2014-2021 cùng thị phần môi giới lớn. Hiện tại KHG đang là đối tác chiến lược của nhiều thương hiệu danh tiếng

**Đẩy mạnh hoạt động đầu tư sơ cấp, đảm bảo nguồn cung cho kế hoạch tăng trưởng dài hạn.** Nhằm bảo đảm chỉ tiêu doanh thu cho chiến lược tăng trưởng, KHG đã đẩy mạnh hoạt động bao tiêu và đầu tư nguồn cung sơ cấp từ giữa năm 2021. Cụ thể, công ty sẽ mua lại các sản phẩm BĐS đã đủ điều kiện chuyển nhượng và phân phối lại độc quyền. Theo kế hoạch kinh doanh năm 2022, KHG sẽ tiếp tục xúc tiến đẩy mạnh đầu tư thêm các dự án phát triển bởi tập đoàn T&T. Với tổng diện tích thương phẩm 225,900 m2 chỉ tính riêng từ 8 dự án của T&T, chúng tôi ước tính sẽ đem lại nguồn doanh thu tiềm năng 7,302 tỷ cho KHG, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

**Chuyển hướng đầu tư phát triển dự án BĐS từ quỹ đất tiềm năng.** Bên cạnh các dự án hợp tác phân phối, KHG hiện đang triển khai 4 dự án do công ty phát triển. Nổi bật trong đó là dự án La Partenza hợp tác cùng công ty TNHH Giao Hoàng Xanh. Dự án nằm tại vị trí đắc địa trên trục đường Lê Văn Lương, giáp ranh với quận 7 với giá trị thị trường ước tính hơn 40tr/m2. Theo bản công bố thông tin phát hành trái phiếu, KHG sẽ góp vốn 800 tỷ đồng vào dự án đổi lại 450 trên tổng 1,296 căn hộ của dự án. Quá trình phát triển dự án từ 2019 đến nay đã đi đến bước cuối cùng ở khâu pháp lý, dự kiến sẽ được bàn giao vào cuối năm 2023. Với tỷ lệ đăng kí giữ chỗ và đặt cọc chiếm hơn 60% tổng căn hộ, chúng tôi dự kiến KHG sẽ bắt đầu ghi nhận dòng tiền từ dự án này trong giai đoạn từ 2022 – 2023.

## KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E và P/B để xác định giá trị hợp lý của KHG. Kết quả định giá xác định giá trị mỗi cổ phần của KHG là 30,200 đồng, tương ứng mức lợi nhuận kỳ vọng 58.95% so với giá đóng cửa ngày 09/03/2022.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
<b>Doanh thu</b>	Tỷ VND	303	1,288	2,470
<b>Lợi nhuận gộp</b>	Tỷ VND	143	582	1,279
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	Tỷ VND	97	414	853
<b>Biên lãi gộp</b>	%	47.2%	45.1%	51.8%
<b>Biên lãi ròng</b>	%	31.9%	32.1%	34.5%
<b>ROE</b>	%	5.5%	8.8%	15.4%
<b>ROA</b>	%	4.1%	6.4%	12.6%
<b>EPS</b>	Tỷ VND	-	1,297	2,675
<b>BVPS</b>	Tỷ VND	-	14,734	17,409
<b>P/E</b>	x	-	8.8	6.9
<b>P/B</b>	x	-	1.4	1.1

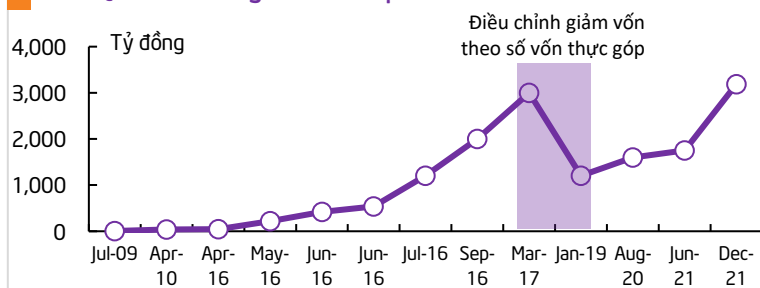
(Nguồn: TPS Research)

## Tổng quan công ty

Khải Hoàn Land (KHG) là tập đoàn hoạt động chuyên sâu trong lĩnh vực môi giới bất động sản tại Việt Nam. Công ty luôn nằm trong top đầu các doanh nghiệp bất động sản với số lượng và giá trị giao dịch vượt trội trên thị trường. KHG hiện là nhà phân phối chiến lược cho nhiều dự án bất động sản nổi tiếng ở Việt Nam, là đối tác chiến lược của nhiều tập đoàn Uy tín như T&T, Vinhomes, Sunshine, GS,... Trải qua hơn 10 năm phát triển, KHG hiện đang chăm sóc trên 50,000 khách hàng thường xuyên có phát sinh giao dịch. Trong đó 6% khách hàng có tối thiểu một giao dịch một năm và trên 2% khách hàng có phát sinh 2 – 4 giao dịch mỗi năm.

KHG hiện sở hữu hai công ty con là Công ty TNHH Đầu tư phát triển địa ốc An Pha và Công ty TNHH Đầu tư kinh doanh địa ốc An Thịnh Phát, các công ty con đang trong giai đoạn thu gom quỹ đất. Tỷ lệ sở hữu của công ty khá cô đặc với nhóm ban lãnh đạo và người liên quan chiếm 51.34% cơ cấu sở hữu.

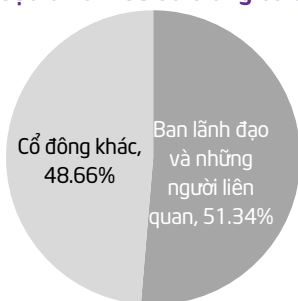
### Quá trình tăng vốn điều lệ



### Cấu trúc công ty con

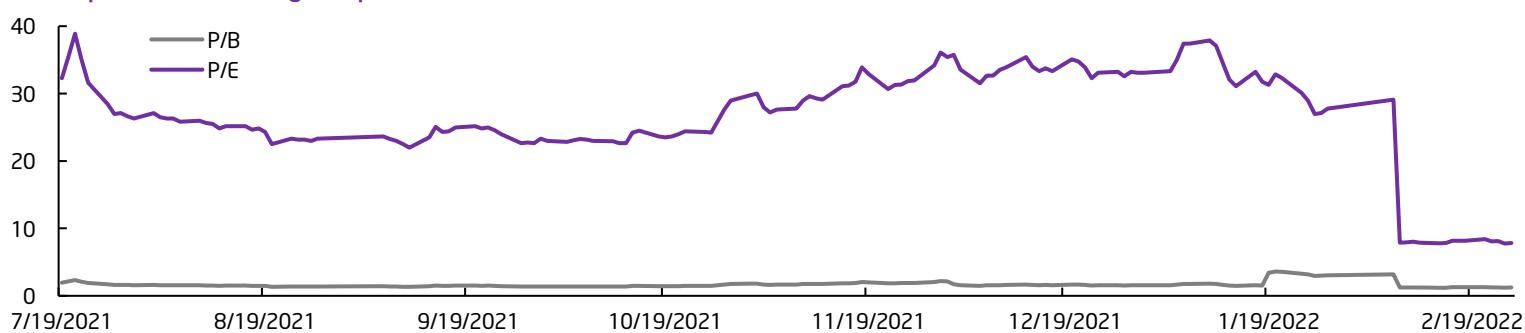
Tên công ty	Cty TNHH Đầu tư phát triển địa ốc An Pha	Cty TNHH Đầu tư kinh doanh địa ốc An Thịnh Phát
Địa bàn Hoạt động	TP. HCM	TP. HCM
Hoạt động kinh doanh	Kinh doanh, môi giới BDS	Kinh doanh, môi giới BDS
Tỷ lệ vốn góp	100%	100%
Tỷ lệ lợi ích	100%	100%
Tỷ lệ biểu quyết	100%	100%

### Ban lãnh đạo chiếm đa số trong cơ cấu cổ đông



Tên	Quan hệ liên quan	Tỷ lệ nắm giữ
Nguyễn Khải Hoàn	Chủ tịch HĐQT	30.60%
Đình Thị Nhật Hạnh	Phó chủ tịch HĐQT/Tổng GD	1.83%
Võ Công Sơn	Thành viên HĐQT	1.83%
Phùng Quang Hải	Thành viên HĐQT/ Phó tổng GD	0.46%
Phạm Thị Minh Phụ	Thành viên HĐQT/ Phó tổng GD	0.08%
Trần Thị Thu Hương	Vợ chủ tịch HĐQT	13.68%
Nguyễn Thị Lệ Thuý	Em - Chủ tịch HĐQT	1.00%
Nguyễn Thế Khoa	Em - Chủ tịch HĐQT	1.83%

### Lịch sử P/E và P/B giao dịch

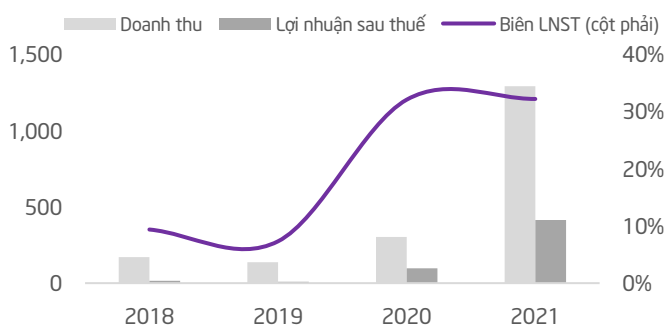


(Nguồn: Fiiopro, KHG, TPS Research)

## Kết quả kinh doanh có bước nhảy vọt trong đại dịch

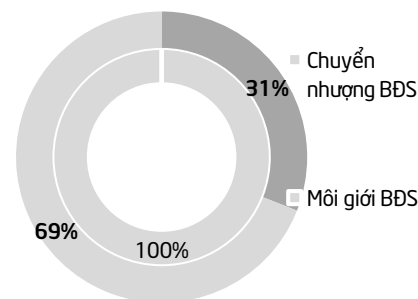
Kết quả kinh doanh của KHG trong giai đoạn 2018-2020 tăng ổn định qua các năm trước khi ghi nhận tăng trưởng đột biến trong đại dịch COVID-19. Khép lại năm 2021, KHG ghi nhận kết quả doanh tích cực, doanh thu thuần bứt phá 225.2% YoY lên 1,288 tỷ đồng, lợi nhuận ròng đạt mức cao với 414 tỷ, tăng 327.7% so với cùng kỳ năm trước. Kết quả vượt trội KHG được đóng góp chính bởi hoạt động môi giới BĐS với tỷ trọng 69% cơ cấu doanh thu cả năm 2021. Trong kì công ty ghi nhận thêm 396.4 tỷ đồng từ chuyển nhượng BĐS-mảng kinh doanh mới trong năm nay- nhưng không phát sinh lợi nhuận từ mảng này. Biên lợi nhuận mảng môi giới duy trì ổn định, đạt 45.2% so với mức 47.2% cùng kỳ 2020.

### Tình hình kết quả kinh doanh



(Nguồn: KHG, TPS Research)

### Cơ cấu doanh thu 2021 có sự đóng góp từ mảng chuyển nhượng BĐS



(Vòng trong: 2020, Vòng ngoài: 2021. Nguồn: KHG, TPS Research)

So sánh kết quả kinh doanh của KHG với tổng quan của ngành trong năm 2021, KHG thể hiện sức bật rõ nét với mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận vượt trội so với các công ty khác. Bên cạnh đó, công ty cũng ghi nhận quy mô tổng tài sản cùng vốn chủ tăng mạnh trong 2021. ROA và ROE của KHG nằm sát mức trung vị ngành, đạt lần lượt 9.37% và 12.81%. Với triển vọng mở bán các dự án mới trong 2022, chúng tôi kì vọng KHG sẽ thu được dòng tiền mới và cải thiện hiệu suất hoạt động.

Mã CK	Sàn	Vốn hoá	2021								TTM P/E	TTM P/B		
			Doanh thu		Lợi nhuận ròng		Tổng tài sản		Vốn chủ sở hữu				ROA	ROE
		tỷ đồng	tỷ đồng	% tăng	tỷ đồng	% tăng	tỷ đồng	% tăng	tỷ đồng	% tăng				
NRC	HNX	1,743	444	114%	195	213%	2,023	163%	1,156	142%	14.16%	24.20%	7.89	1.51
DXS	HOSE	12,537	4,329	33%	873	-23%	15,148	37%	7,764	33%	4.11%	7.92%	22.49	2.23
HPX	HOSE	10,403	1,393	5%	328	236%	9,582	30%	3,532	-2%	3.41%	8.09%	35.96	3.12
CRE	HOSE	7,308	5,615	165%	451	50%	6,289	65%	3,438	68%	9.06%	16.70%	9.48	2.14
<b>KHG</b>	<b>HOSE</b>	<b>5,691</b>	<b>1,288</b>	<b>325%</b>	<b>414</b>	<b>328%</b>	<b>6,456</b>	<b>172%</b>	<b>4,697</b>	<b>167%</b>	<b>9.37%</b>	<b>12.81%</b>	<b>7.82</b>	<b>1.21</b>
<b>Trung vị</b>		<b>7,308</b>	<b>1,393</b>	<b>114%</b>	<b>414</b>	<b>213%</b>	<b>6,456</b>	<b>65%</b>	<b>3,532</b>	<b>68%</b>	<b>9.06%</b>	<b>12.81%</b>	<b>9.48</b>	<b>2.14</b>

(Nguồn: Fiinpro, TPS Research)

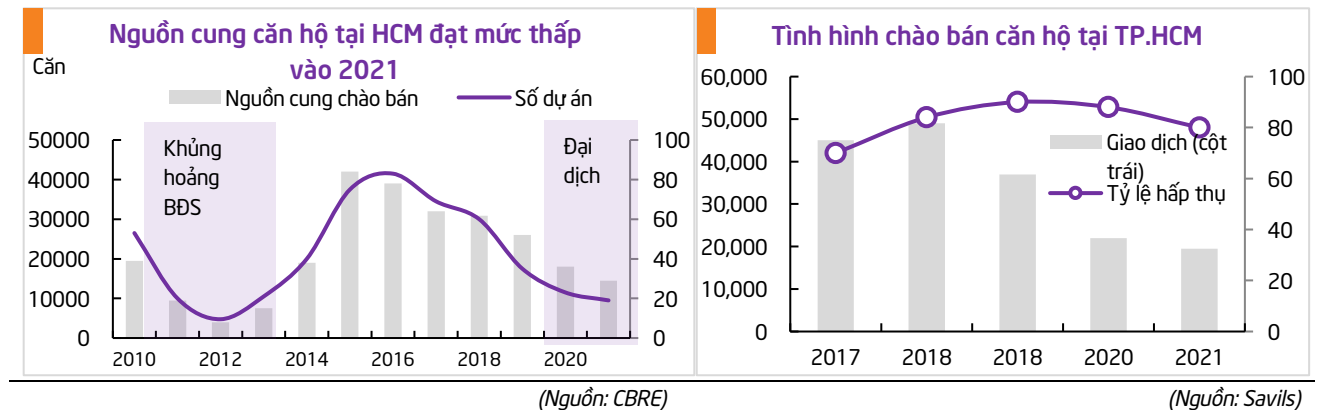
## Luận điểm đầu tư

### Là doanh nghiệp thuộc top dẫn đầu trong lĩnh vực môi giới BĐS với thị phần liên tục gia tăng

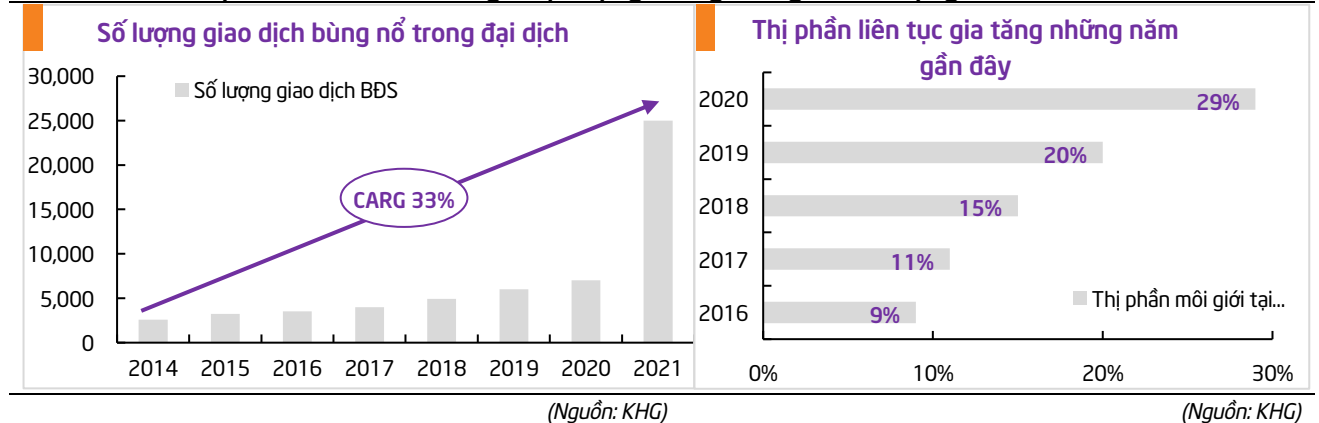
Trong năm 2021, ngành môi giới bất động sản (BĐS) tại TP.HCM gặp nhiều thách thức như đại dịch bùng phát vào quý 2 cản trở các hoạt động xúc tiến giao dịch. Bên cạnh đó, lượng tồn kho BĐS cũng ghi nhận giảm mạnh 19.4% so với cùng kì, gây sức ép lên nguồn cung phân phối BĐS. Theo báo cáo của Bộ Xây dựng, số lượng nhà ở tồn kho trong năm 2021 ước tính vào khoảng 2,286 căn hộ, ít hơn nhiều so với mức 9,000 căn của năm 2020.

Trong hoàn cảnh khó khăn của đại dịch, KHG không những bảo đảm được thị phần của mình mà còn ghi nhận tăng trưởng đột biến nhờ áp dụng công nghệ vào lĩnh vực môi giới bất động sản cùng nguồn cung lớn tại các dự án BĐS trọng điểm có tính thanh khoản cao. Ước tính cả năm, KHG đã thực hiện khoảng 25,000 giao dịch bất động sản bao gồm sản phẩm thứ cấp và sơ cấp (+256% YoY), tốc độ tăng trưởng lượng giao dịch bình quân xuất sắc đạt 33% trong giai đoạn 2014 – 2021. Kết quả tích cực của mảng môi giới là thành quả của chiến lược áp dụng công nghệ 4.0 để thích ứng với đại dịch. Theo doanh nghiệp chia sẻ, KHG từ lâu đã chuyển đổi số thành công trong hoạt động môi giới thông qua triển khai ứng dụng Congdongmoigioi giúp hỗ trợ cho đội ngũ môi giới trong việc tư vấn khách hàng, quản lí giao, giúp công ty ghi nhận những giao dịch mới trong khó khăn của đại dịch.

### Trong một năm trầm lắng của thị trường bất động sản Việt Nam...



### ... KHG đã có một bước tiến lớn trong hoạt động mảng môi giới bất động sản



Hiện tại KHG đang là đối tác chiến lược của nhiều thương hiệu danh tiếng như: Vinhomes, Vinpearl, Masterise Homes, Keppel Land, GS E&C, CapitalLand, T&T... với các dự án hợp tác phát triển, phân phối đa dạng nhiều loại hình bất động sản khác nhau như nhà ở, căn hộ, các tòa nhà văn phòng, khu trung tâm thương mại - dịch vụ biệt thự nghỉ dưỡng, khu du lịch sinh thái, khu vui chơi giải trí. Ngoài ra, công ty đã xây dựng được một hệ thống phân phối vững chắc với hơn 40 chi nhánh quy mô tập trung trải dài từ Nam ra Bắc cùng đội ngũ nhân sự hơn 5,300 chuyên gia quản lý đầu tư bất động sản được huấn luyện và đào tạo bài bản.

Nhằm đáp ứng tiềm năng tăng trưởng và đẩy mạnh hoạt động bán hàng, công ty đang dự định nâng thêm số lượng các chi nhánh và tăng cường tuyển dụng thêm 1,000 nhân viên kinh doanh trong năm nay.

#### Thị phần phân phối tại các dự án tiêu biểu

Vinhome Central Park	30%	The Marq	34%
Masteri Centre Point	35%	The 9 Stellars	35%
Lavila	47%	The River Thủ Thiêm	40%
Clesta Rise	30%	Grand Marina SG	40%
GS Zeitgeist	50%	One Verandah	45%
Lumiere	20%	Vinwonders Phú Quốc	35%
Infiniti	45%	Vinhomes Smart City	36%
Sunshine Diamond River	33%	Vinpearl Grand World Phú Quốc	51%
Vinhomes Golden river	27%	Vinhomes Ocean Park	36%
Vinhome Grand Park	22%	Summerland	32%

(Nguồn: KHG)

#### Đẩy mạnh hoạt động đầu tư sơ cấp, đảm bảo nguồn cung cho kế hoạch tăng trưởng dài hạn

Theo quan sát diễn biến ngành BĐS Việt Nam trong giai đoạn 2015 trở lại đây, nguồn cung sơ cấp đạt mức thấp và liên tục suy giảm. Nhằm bảo đảm nguồn doanh thu cho chiến lược tăng trưởng, KHG đã đẩy mạnh hoạt động bao tiêu và đầu tư nguồn cung sơ cấp từ giữa năm 2021. Cụ thể, công ty sẽ mua lại các sản phẩm BĐS đã đủ điều kiện chuyển nhượng và phân phối lại độc quyền. Bằng hình thức đầu tư này, doanh nghiệp sẽ không mất thời gian dài đầu tư và xây dựng dự án trong khi vẫn có thể tự xây dựng chính sách giá và tăng cường vị thế của mảng môi giới.

Mặt khác, hình thức đầu tư sơ cấp là đòi hỏi nguồn vốn đầu tư lớn. Trong năm 2021, công ty đã có hai đợt huy động vốn từ phát hành trái phiếu và cổ phiếu. Tổng thu ròng từ hai đợt là 2,304 tỷ đồng nhằm phục vụ hoạt động đầu tư sản phẩm bất động sản có sẵn để bán tại 3 dự án của tập đoàn T&T.

Kế hoạch sử dụng nguồn vốn huy động	Giá trị, tỷ đồng	Thời gian thực hiện
<b>Phân bổ nguồn vốn thu được từ phát hành cổ phiếu</b>	<b>2,304</b>	
Mua lại dự án	1,940	
<i>T&amp;T Millennia</i>	940	Q4/2021 - Q1/2022
<i>T&amp;T Phố Nối</i>	550	Q4/2021 - Q1/2022
<i>T&amp;T DC Complex</i>	450	Q4/2021 - Q1/2022
Bổ sung vốn lưu động	364	
<b>Phân bổ nguồn vốn thu được từ phát hành trái phiếu</b>	<b>300</b>	
Tăng quy mô hoạt động môi giới BĐS	100	Q1 - Q2/2022
Hợp tác phân phối dự án T&T City Millennia 1.1	200	Q1/2022








(Nguồn: Bản công bố thông tin phát hành trái phiếu, KHG, 28.09.2021)

Theo kế hoạch kinh doanh năm 2022, KHG sẽ tiếp tục xúc tiến đẩy mạnh đầu tư thêm các dự án phát triển bởi tập đoàn T&T. Với tổng diện tích thương phẩm 225,900 m<sup>2</sup> chỉ tính riêng từ 8 dự án của T&T, chúng tôi ước tính sẽ đem lại nguồn doanh thu tiềm năng 7,302 tỷ cho KHG, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Dự án	2021	2022				2023
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
T&T DC Complex						
T&T City Millennia (giai đoạn 1.1)						
T&T Phố Nối (thấp tầng)						
T&T Khu dân cư Phước Thọ						
Khu nhà ở kết hợp thương mại – dịch vụ						
T&T Phố Nối (cao tầng – 9 tầng)						
T&T Victoria						
T&T Số 2 Phạm Ngọc Thạch						

(Dự án DC Complex đã được mở bán vào Q4/2021, nguồn: KHG)

## Thông tin các dự án KHG hợp tác phân phối với T&amp;T

Phối cảnh dự án	Tên dự án	Vị trí	Quy mô	Loại hình
	T&T DC Complex	120 Định Công, Phường Định Công, Quận Hoàng Mai, Hà Nội	8,000 m <sup>2</sup>	Căn hộ
	T&T City Millennia (giai đoạn 1.1)	Xã Long Hậu, Huyện Cần Giuộc, Tỉnh Long An	32 ha	Shophouse Nhà liền kề Biệt thự
	T&T Khu dân cư Phước Thọ	Trục đường Quốc lộ 53, P.3, TP. Vĩnh Long	11.5 ha	Shophouse Nhà liền kề Biệt thự
	T&T Phố Nối (thấp tầng)	Huyện Yên Mỹ và huyện Mỹ Hào, tỉnh Hưng Yên	5.3 ha	Shophouse Nhà liền kề Biệt thự
	Khu nhà ở kết hợp thương mại – dịch vụ	Khu đất Sân vận động Long Xuyên, P. Mỹ Bình, TP. Long Xuyên	3.5 ha	Shophouse
	T&T Phố Nối (cao tầng – 9 tầng)	Xã Nghĩa Hiệp, huyện Yên Mỹ và thị trấn Bản Yên Nhân, thị xã Mỹ Hào, tỉnh Hưng Yên	0.0825 ha	Căn hộ
	T&T Victoria	Số 1 Quang Trung, Tp. Vinh, Nghệ An	7.383,8 m <sup>2</sup>	Căn hộ, shophouse
	T&T Số 2 Phạm Ngọc Thạch	Số 02 Phạm Ngọc Thạch, Quận Đống Đa, Hà Nội	1.948 m <sup>2</sup>	Căn hộ

## Chuyển hướng sang lĩnh vực phát triển dự án BĐS với quỹ đất tiềm năng

Bên cạnh các dự án hợp tác phân phối, KHG hiện đang triển khai 4 dự án do công ty hợp tác phát triển. Nổi bật trong đó là dự án La Partenza hợp tác cùng công ty TNHH Giao Hưởng Xanh. Dự án nằm tại vị trí đắc địa trên trục đường Lê Văn Lương, giáp ranh với quận 7 với giá trị thị trường ước tính hơn 40tr/m<sup>2</sup>. Theo bản công bố thông tin phát hành trái phiếu, KHG sẽ góp vốn 800 tỷ đồng vào dự án đổi lại 450 trên tổng 1,296 căn hộ của dự án. Quá trình phát triển dự án từ 2019 đến nay đã đi đến bước cuối cùng của khâu pháp lý, dự kiến sẽ được xây dựng trong Q1 hoặc Q2 năm 2022 và bàn giao vào cuối năm 2023. Với tỷ lệ đăng kí giữ chỗ chiếm hơn 60% tổng căn hộ, chúng tôi dự kiến KHG sẽ bắt đầu ghi nhận dòng tiền từ dự án này trong giai đoạn từ 2022 – 2023.

Tên dự án	Vị trí	Quy mô, ha	Sản phẩm	Giá trị giải ngân / góp vốn, tỷ đồng	Tỷ lệ lợi ích
La Partenza	Xã Nhơn Đức, huyện Nhà Bè, TP.HCM	1.9	1,296 căn	800	450/1296 căn hộ
Helios Coastal City	Bãi Ông Lang, Xã Cửa Dương, Phú Quốc, Tỉnh Kiên Giang	51.84	Biệt thự: 155 Nhà phố: 343 Căn hộ nghỉ dưỡng: 74 SP cao tầng: 600	280.66/3,000	2 zones của dự án
Khu đô thị mới Gò Găng - Long Sơn	Đảo Gò Găng và Đảo Long Sơn, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu	170	Đang lên kế hoạch	n/a	n/a
Khu đô thị thông minh Đức Hòa Thượng	Xã Đức Hòa Thượng, Huyện Đức Hòa, Tỉnh Long An	600	Đang lên kế hoạch	n/a	n/a

(Nguồn: Bản công bố thông tin phát hành trái phiếu, KHG, 28.09.2021)

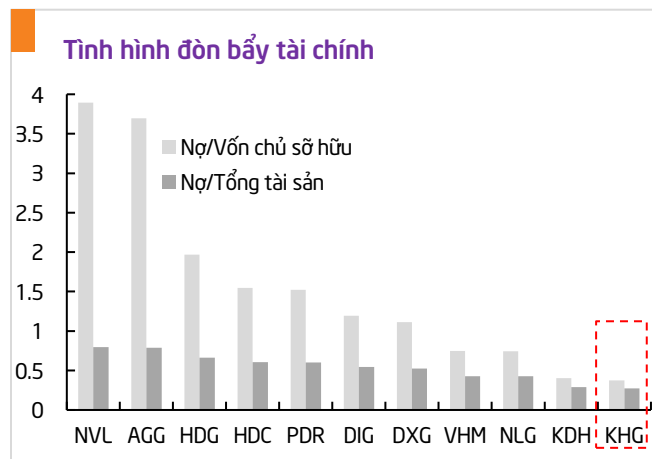
Dự án	2021	2022				2023
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
T&T DC Complex						
T&T City Millennia (giai đoạn 1.1)						
T&T Phố Nối (thấp tầng)						
T&T Khu dân cư Phước Thọ						
Khu nhà ở kết hợp thương mại – dịch vụ						
T&T Phố Nối (cao tầng – 9 tầng)						
T&T Victoria						
T&T Số 2 Phạm Ngọc Thạch						

(Dự án DC Complex đã được mở bán vào Q4/2021, nguồn: KHG)

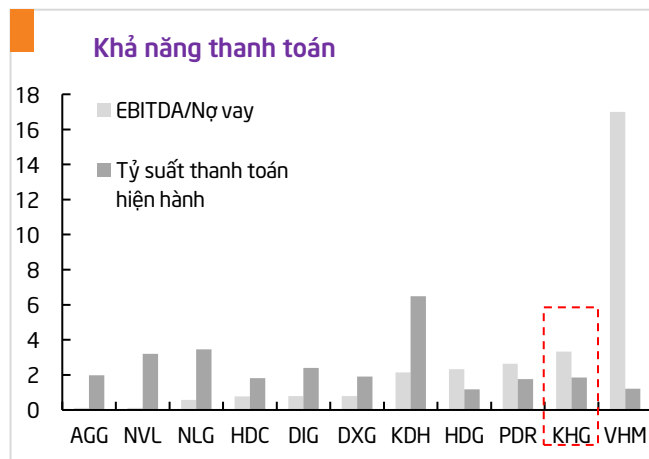


## Vị thế tài chính lành mạnh

Tổng nợ vay của KHG đạt 767.5 tỷ đồng trong năm 2021, tăng 144.8% so với cùng kỳ năm trước, chiếm 11.9% tổng tài sản. Mục đích của khoản tăng nợ vay trong kì nhằm đáp ứng các nhu cầu về vốn đầu tư tại các dự án sơ cấp. Xét trên tổng thể ngành bất động sản, các tiêu chí về đòn bẩy tài chính của KHG vẫn ở mức thấp trong ngành. Tuy nợ vay có thể tiếp tục gia tăng trong các năm tới khi công ty tiếp tục đẩy mạnh hoạt động đầu tư dự án nhưng với đặc tính của mô hình phân phối vốn không cần thời gian xây dựng khi KHG chỉ đầu tư vào các sản phẩm BĐS đủ điều kiện giao dịch, chúng tôi nhận định dòng tiền của KHG sẽ gia tăng khi các dự án T&T được mở bán vào Q2/2022.



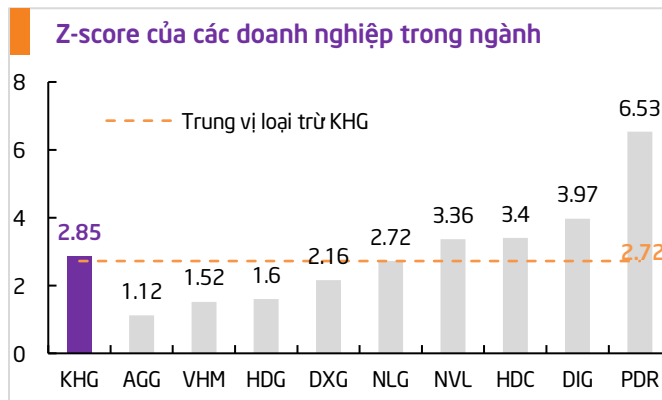
(Nguồn: Fiinpro, TPS Research)



(Nguồn: Fiinpro, TPS Research)

Được tính toán từ 5 tiêu chí tài chính, chỉ số Altman Z-Score đo lường sức mạnh tín dụng, qua đó phản ánh mức độ rủi ro phá sản của công ty. Qua tính toán, KHG hiện có mức Z-score 2.85 tại cuối năm 2021, thể hiện vị thế tài chính lành mạnh. So sánh với các công ty bất động sản, chỉ số của KHG nằm trên mức trung vị ngành bất động sản.

	Giá trị	Hệ số nhân
Vốn lưu động ròng/ Tổng tài sản	0.16	1.2
Lợi nhuận giữ lại/ Tổng tài sản	0.09	1.4
EBIT/ Tổng tài sản	0.09	3.3
Vốn hoá/ Tổng nợ phải trả	3.39	0.6
Doanh thu/ Tổng tài sản	0.20	1.0
<b>Altman Z-Score</b>	<b>2.85</b>	



(Nguồn: Fiinpro, TPS Research)

## Triển vọng kinh doanh 2022

Theo kế hoạch kinh doanh trong 2022, Khải Hoàn Land sẽ bắt đầu mở bán 7 dự án BĐS hợp tác với T&T trong Q1 và Q2. Với tiềm lực lớn trong mảng môi giới BĐS cùng lợi thế độc quyền phân phối trong các dự án này, chúng tôi kỳ vọng KHG sẽ đẩy mạnh tốc độ bán hàng trong năm nay và tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao. Bên cạnh đó, việc đầu tư sơ cấp sẽ đem lại biên lợi nhuận cao hơn so với mảng môi giới truyền thống, hỗ trợ cho kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Cho năm 2022, chúng tôi kỳ vọng KHG sẽ đạt mức doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt 2,470 tỷ đồng (+91.7% YoY) và 853 tỷ đồng (+106%).

(Tỷ đồng)	2021	2022F	Thay đổi (YoY)
Doanh thu	1,288	2,470	91.8%
Lợi nhuận gộp	582	1,279	119.8%
Chi phí hoạt động (SG&A)	-77	-228	196.1%
Lợi nhuận HDSXKD	504	1,051	108.5%
Lãi/lỗ từ HĐ tài chính	11	13	18.2%
Lãi/lỗ từ HĐ khác	2	2	0.0%
Lợi nhuận trước thuế	517	1,066	106.2%
LNST công ty mẹ	414	853	106.0%

(Nguồn: TPS Research)

## Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E và P/B để xác định giá trị hợp lý của KHG. Trong đó, vòng tham chiếu bao gồm các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực môi giới bất động sản và có hướng thâm nhập lĩnh vực đầu tư mua sắm dự án để phân phối lại, bao gồm: NRC, DXS và CRE. Kết quả định giá xác định giá trị mỗi cổ phần của KHG là 30,200 đồng, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 64.1% so với giá đóng cửa ngày 11/03/2022.

Doanh nghiệp tham chiếu	P/B	P/E	Phương pháp	BVPS	EPS	Kết quả	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NRC	1.73	8.78	So sánh P/B	17,130		33,987	50%	16,993
CRE	1.96	9.85	So sánh P/E		2,675	26,352	50%	13,015
DXS	2.72	11.39	<b>Giá mục tiêu</b>					<b>30,201</b>
<b>Trung vị</b>	<b>1.96</b>	<b>9.85</b>	<i>Tỷ suất sinh lợi</i>					<i>58.95%</i>

(Nguồn: TPS Research)

## Rủi ro đầu tư

Tốc độ bán hàng và tiến độ triển khai dự án có thể nhanh/chậm hơn mức kỳ vọng của chúng tôi, và ảnh hưởng đến ước tính về KQKD của chúng tôi. Bên cạnh đó những rủi ro khó lường của đại dịch COVID-19 có thể ảnh hưởng đến kế hoạch mở bán các dự án BĐS của doanh nghiệp.

## Phụ lục tài chính

## Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F
<b>Doanh thu</b>	303	1,288	2,470
Giá vốn hàng bán	(160)	(707)	(1,191)
Lợi nhuận gộp	143	582	1,279
Chi phí hoạt động (SG&A)	(44)	(77)	(228)
<b>Lợi nhuận HĐSXKD</b>	99	504	1,051
Lãi/lỗ từ HĐ tài chính	22	11	13
Lãi/lỗ từ HĐ khác	0	2	2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	121	517	1,066
Thuế TNDN	(24)	(104)	(213)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	97	414	853
Cổ đông không kiểm soát	-	-	-
LNST công ty mẹ	97	414	853
EPS (VND)	-	1,297	2,675

## Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	838	2,216	3,444
Tiền & tương đương tiền	162	564	1,489
Khoản phải thu	675	1,258	798
Hàng tồn kho	-	390	1,153
<b>Tài sản dài hạn</b>	1,532	4,240	3,300
Phải thu dài hạn	1,316	4,026	3,086
<b>Tổng tài sản</b>	2,371	6,456	6,744
<b>Nợ ngắn hạn</b>	391	1,196	843
Khoản phải trả	74	773	569
Nợ vay ngắn hạn	151	98	196
Nợ ngắn hạn khác	166	326	78
<b>Nợ dài hạn</b>	222	562	351
Nợ vay dài hạn	210	560	348
<b>Tổng nợ phải trả</b>	612	1,759	1,193
Cổ đông kiểm soát	1,758	4,697	5,550
Vốn góp chủ sở hữu	1,600	3,188	3,188
Thặng dư vốn cổ phần	-	938	938
Cổ phiếu quỹ	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	158	572	1,424
<b>Cổ đông thiểu số</b>	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	1,758	4,697	5,550

## Báo cáo chuyển lưu tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F
Lợi nhuận ròng	121	517	1,066
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	192	(2,490)	754
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(800)	71	57
Phát hành cổ phiếu	400	2,526	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	751	2,823	114
Tăng/ giảm tiền mặt	143	402	925
Số dư tiền đầu kỳ	19	162	564
Số dư tiền cuối kỳ	162	564	1,489

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS.

## LIÊN HỆ

**PHÒNG PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG (TPS)**

 028 7301 3839  [p.pt@tpbs.com.vn](mailto:p.pt@tpbs.com.vn)  <https://www.tpbs.com.vn/>