

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH)

KHẢ QUAN (Duy trì)

BẤT ĐỘNG SẢN

Giá hiện tại	VND38.000
Cao/Thấp 52 tuần	VND40.000/VND27.200
Giá mục tiêu	VND45.800
Consensus	-1,7%
Tiềm năng tăng giá	22,8%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	22,8%

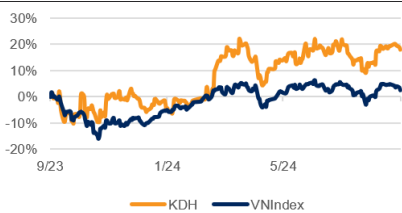
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	1.131
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	3,8
Sở hữu NN (tr USD)	114
Số CP lưu hành (tr)	799
Số CP sau pha loãng (tr)	799

	KDH	Ngành	VNI
P/E trượt	37,4x	25,8x	14,5x
P/B hiện tại	1,8x	1,4x	1,8x
ROA	2,7%	2,1%	2,1%
ROE	4,6%	4,4%	12,1%

*dữ liệu ngày 18/10/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
KDH	4,6	0,0	13,3
Tương quan VNI	2,6	-2,7	1,1

Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH Đầu tư Tiên Lộc	11,5%
Công ty TNHH Đầu tư Gam Ma	8,8%
Cty TNHH ĐT Thương Mại Á Âu	8,7%
Khác	71,0%

Tổng quan

Khang Điền là một trong những công ty BĐS hàng đầu Việt Nam về quy mô và uy tín. Với hơn 50 dự án bất động sản chất lượng, KDH đã cung cấp ra thị trường hơn 20.000 sản phẩm đa dạng từ nhà ở, biệt thự, nhà phố đến phân khúc căn hộ tại TP.HCM.

Chuyên viên phân tích:



Trần Trung Kiên

kien.trantrung@vndirect.com.vn

Triển vọng tăng trưởng tươi sáng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 23%, không chia cổ tức. Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 4,6% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 4,2% kể từ báo cáo gần nhất.
- Những động lực thay đổi giá mục tiêu của chúng tôi đến từ thay đổi các giả định WACC, các chuyển biến pháp lý tích cực cho các dự án của KDH và thành công từ mở bán dự án The Privia vượt kỳ vọng của chúng tôi.
- P/B hiện tại là 1,8 lần cao hơn trung bình ngành là 1,4 lần nhưng chưa phản ánh hết triển vọng tăng trưởng của KDH.

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng 6T24 giảm 68,4% svck xuống còn 342 tỷ đồng do hoạt động bàn giao yếu hơn nhưng vẫn đạt dự phóng cả năm. Do chúng tôi kỳ vọng dự án Privia sẽ bàn giao phần lớn sản phẩm trong Q4/24.
- Các khoản trả trước từ khách hàng và hàng tồn kho đã lần lượt tăng hơn 230% và 72% kể từ đầu năm 2023, cho thấy tín hiệu mạnh mẽ rằng doanh thu sẽ tăng trưởng trong các quý tiếp theo.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng trưởng 29,1%/19,5% svck trong 2024-25.

Luân điểm đầu tư

Dự án liên doanh của Keppel cho tiến độ thực hiện tích cực

KDH sẽ được hưởng biên lợi nhuận tốt gần 60% đối với phân khúc nhà phố, biệt thự và hơn 50% đối với phân khúc cao tầng trong 2024-27 nhờ dự án phức hợp Foresta có diện tích 11,8 ha có vị trí đắc địa tại TP.HCM. Với tiến độ xây dựng nhanh chóng, hơn 60 căn biệt thự đã xây dựng xong phần thô. KDH hiện đang xin giấy phép bán hàng, dự kiến mở bán vào cuối năm 2024 đến nửa đầu năm 2025.

Tiến độ tích cực của các dự án tạo đà cho tăng trưởng ổn định

Dự án quy mô lớn Khu dân cư Tân Tạo cũng đang được đẩy nhanh giải phóng mặt bằng và đã được chấp thuận quy hoạch chi tiết 1/500 cho một số phân khu, được phát triển vào năm 2026-27 sẽ là động lực tăng trưởng lớn. Ngoài ra, trong số hơn 1.000 căn hộ của dự án Privia (đã bán hết) dự kiến bàn giao vào Q4/24, cụm dự án Foresta (gồm các dự án Emeria và Clarita) dự kiến sẽ tạo ra doanh thu tích cực cho năm 2024-27. Dự án KCN Lê Minh Xuân được nhận được quy hoạch chi tiết 1/500 và sẽ là dự án trọng điểm tiếp theo được triển khai trong năm 2025-26.

Chào bán riêng lẻ thành công giúp giảm đòn bẩy nhưng làm pha loãng EPS

KDH đã huy động thành công 3.000 nghìn tỷ đồng từ phát hành cổ phiếu cho 19 nhà đầu tư chiến lược. Số tiền sẽ dùng để trả nợ và góp vốn để tiếp tục hoạt động giải phóng mặt bằng và thực hiện các nghĩa vụ tài chính cho các dự án lớn gồm KCN Lê Minh Xuân, Tân Tạo và Phong Phú 2. Giá phát hành là 27.500 đồng, thấp hơn 25% giá thị trường, dự kiến sẽ pha loãng giá cổ phiếu 3,2% xuống còn 36.000 đồng.

Tận dụng khung giá đất cũ, KDH hưởng lợi từ luật sửa đổi

Luật Bất động sản sửa đổi có lợi cho KDH vì công ty chỉ mở bán các dự án khi công trình xây dựng gần hoàn thiện hoặc đã hoàn thành. KDH cũng có thể duy trì biên lợi nhuận ấn tượng nhờ tận dụng khung đền bù giá đất cũ của chính phủ để đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng và thanh toán tiền sử dụng đất cho nhiều dự án lớn.

	12-23	12-24	12-25	12-26
Tăng trưởng doanh số ký bán	48.1%	(53.8%)	118.9%	23.5%
Tăng trưởng DT thuần	(28.3%)	63.6%	50.6%	14.8%
Tăng trưởng lợi nhuận	(35.1%)	29.1%	19.5%	9.1%
Biên lợi nhuận gộp	76.0%	52.2%	54.9%	54.0%
Biên LN ròng	34.3%	28.8%	21.5%	20.4%
P/E (x)	37.4	32.6	27.4	25.1
Rolling P/B (x)	1.8	1.8	1.7	1.7
ROAE	5.3%	5.4%	6.3%	6.3%
Nợ ròng trên VCSH	16.8%	14.5%	18.3%	16.2%

Tổng quan doanh nghiệp

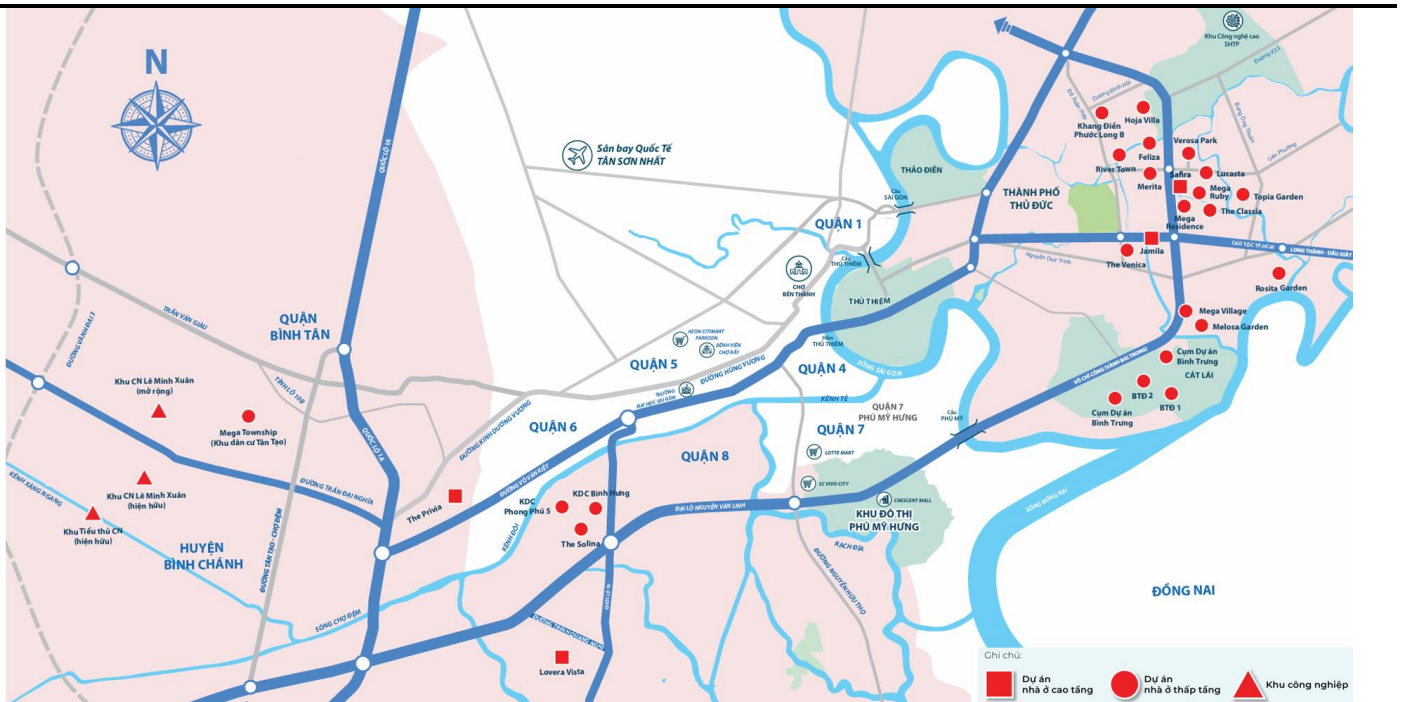
Được thành lập vào năm 2001, Khang Điền là một trong những tên tuổi uy tín trong lĩnh vực phát triển bất động sản tại Việt Nam, tập trung ở khu vực phía Nam. Với hơn 20 năm thành lập và phát triển với danh mục trên 50 dự án, cung cấp ra thị trường hơn 20 nghìn sản phẩm đa dạng phân khúc, đạt tỷ lệ hấp thụ trên 90% với cả các dự án cao cấp. Năm 2010, KDH chính thức được niêm yết trên HOSE.

Sự hợp tác với các đối tác quốc tế, đặc biệt là từ Keppel Land (Singapore), Capital Land (Singapore), Prudential, Indochina, ... Cùng hàng loạt quỹ đầu tư đã đồng hành cùng Khang Điền trong nhiều năm như VinaCapital, Dragon Capital, Vietnam Holdings... đã giúp KDH tối ưu hóa nguồn lực tài chính và nhân sự hiệu quả, chuẩn bị cho việc triển khai các dự án quy mô lớn, nhiều tiềm năng trong tương lai.

Nhờ cấu trúc tài chính lành mạnh, pháp lý rõ ràng, chất lượng xây dựng của các dự án mà KDH luôn tạo được niềm tin cho người mua nhà và các đối tác. Các sản phẩm của Khang Điền đều tập trung ở phân khúc trung cấp và phân khúc cao cấp với giá bán thường cao hơn so với các dự án cùng phân khúc so với doanh nghiệp cùng ngành khác. Dù mức giá bán thường cao hơn nhưng tỷ lệ hấp thụ của các dự án đều đạt ở mức ấn tượng trên 90% nhờ sự vững chắc về mặt pháp lý và chất lượng của dự án. KDH thường mở bán dự án khi mà dự án đã gần xây đến phần thân đối với những dự án chung cư và những dự án gần như hoàn thành phần xây dựng đối với dự án nhà phố.

Khu vực hoạt động kinh doanh chính của Tập đoàn Khang Điền là Thành phố Thủ Đức và quận Bình Tân, huyện Bình Chánh (khu Tây và Tây Nam TP.CM) với hàng loạt dự án với tổng quy mô lên tới hơn 600ha. KDH vẫn đang tiếp tục mở rộng quỹ đất với các dự án BĐS nhà ở và dự án BĐS khu công nghiệp. KDH đang xây dựng kế hoạch phát triển dự án bền vững với hàng loạt dự án quy mô lớn trong giai đoạn tiếp theo bao gồm: dự án The Clarita và The Emeria (quy mô 11,8ha - hợp tác với Keppel Land), dự án The Solina (quy mô 16,4ha), dự án KCN Lê Minh Xuân (quy mô 109,9ha), dự án khu dân cư Tân Tạo (quy mô 330ha), dự án Phong Phú 2, ...

Hình 1: Vị trí các dự án



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Tóm tắt KQKD nửa đầu năm 2024: Triển vọng tăng trưởng vững chắc

Hình 2: So sánh KQKD Q2/24

(Tỷ đồng)	Q2/24	% svck	6T24	% svck	6T23/2023	6T24 sv. dự phóng 2024
Doanh thu thuần	645	9,8%	978	-2,9%	48,3%	26,7%
_ Doanh thu từ bàn giao nhà	633	10,2%	951	-3,1%	48,3%	26,6%
_ Doanh thu cung cấp dịch vụ	11	-7,8%	25	9,4%	49,1%	31,1%
_ Doanh thu từ cho thuê	1	59,8%	2	-17,4%	0,0%	27,4%
LN gộp	509	3,1%	683	-19,4%	53,5%	41,8%
Chi phí BH&QLDN	(86)	42,2%	(143)	4,3%	37,3%	34,0%
Thu nhập tài chính ròng	(1)	-80,3%	(10)	-1133,8%	-1,0%	10,3%
LNTT	371	-10,6%	473	-32,4%	65,5%	44,3%
LN ròng	278	12,2%	342	-23,6%	61,3%	47,7%
Biên LN gộp	79,0%	-5,1 điểm %	69,8%	-14,4 điểm %		
Biên LN ròng	43,2%	+0,9 điểm %	34,9%	-9,4 điểm %		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Doanh thu Q2/24 của KDH bật tăng nhờ bán các lô đất lẻ

Doanh thu Q2/24 tăng 9,8% svck lên 645 tỷ đồng nhờ bán các lô đất lẻ không nằm trong kế hoạch phát triển của KDH (chiếm khoảng 70% DT Q2/24) và bàn giao khoảng 10 căn biệt thự còn lại dự án The Classia (khoảng 30% DT Q2/24).

Dù DT 6T24 chỉ hoàn thành 26,7% dự báo năm 2024 của chúng tôi, nhưng LN ròng vượt kỳ vọng đạt mức 47,7% so với dự phóng. Điều này vượt kỳ vọng của chúng tôi vì DT năm 2024 sẽ tập trung chủ yếu vào Q4/24 từ việc bàn giao hơn 1.000 căn hộ dự án The Privia (100% trong 3 block đã bán hết).

Biên LN suy giảm do bán các mảnh đất nhỏ không nằm trong kế hoạch phát triển

Trong Q2/24, KDH tiếp tục ghi nhận khoảng 10 căn biệt thự còn lại của dự án The Classia với biên lợi nhuận (BLN) gộp tốt. Tuy nhiên, việc bán các lô đất của KDH đã kéo BLN gộp giảm nhẹ 5,1 điểm %.

Chúng tôi cho rằng BLN gộp nửa cuối 2024 sẽ kéo BLN gộp cả năm 2024 xuống do dự án căn hộ trung cấp The Privia sẽ được bàn giao vào Q4/24, với BLN gộp thấp hơn so với dự án biệt thự The Classia.

KDH tiếp tục duy trì LN tăng trưởng ổn định nhờ năng lực triển khai dự án

LNST Q2/24 tăng 12,2% svck đạt 278 tỷ đồng, với lũy kế LNST 6T24 đã đạt 47,7% dự báo và vượt kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng dự án Privia dự kiến vào Q4/24 sẽ đóng góp thêm lợi nhuận tốt cho KDH trong 2024. Trong giai đoạn 2025-2027, hai dự án liền kề là The Clarita và The Emeria, tổng diện tích gần 12ha tại TP. Thủ Đức, sẽ cung cấp 200 căn nhà phố và 600 căn hộ cao cấp, sẽ mang lại nguồn thu lớn cho KDH. Ngoài ra, hàng loạt dự án quy mô lớn với chuyển biến pháp lý tích cực như dự án Lê Minh Xuân và Tân Tạo dự kiến có thể triển khai trong 2-3 năm tới sẽ mang lại dòng tiền dồi dào cho KDH trong tương lai.

KDH tăng nợ vay dài hạn để tài trợ phát triển các dự án chính và mở rộng quỹ đất

Nợ dài hạn của KDH đã tăng mạnh 23,9% so với đầu năm lên 6.070 tỷ đồng và nợ ngắn hạn cũng tăng 15,6% lên 1.670 tỷ đồng để tài trợ cho việc xây dựng các dự án đang triển khai (The Privia, The Clarita, The Emeria) và phát triển các dự án trọng điểm ở các giai đoạn tiếp theo (dự án Lê Minh Xuân và dự án Tân Tạo).

Điểm sáng cho triển vọng tăng trưởng của KDH đến từ giá trị hàng tồn kho liên tục tăng qua các quý năm 2023 và Q2/24. Giá trị hàng tồn kho cuối Q2/24 đạt

21.554 tỷ đồng, tăng 14,2% so với đầu năm và tăng 72% so với đầu năm 2023. Sự gia tăng mạnh mẽ của giá trị hàng tồn kho được đi cùng giá trị trả trước khách hàng đạt 2.936 nghìn tỷ đồng, tăng 23,1% so với đầu năm và tăng 230% so với đầu 2023. Điều đó cho thấy năng lực bán hàng và tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ của KDH.

Triển vọng KQKD: Hưởng lợi từ tăng lớp lưu liên tục gia tăng tại TP.HCM

Điều chỉnh dự phóng KQKD cho giai đoạn 2024-26.

Hình 3: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2024 do tiến độ bàn giao dự án The Clarita và The Emeria sẽ bị trì hoãn đến năm 2025

(tỷ đồng)	Mới			Cũ		Thay đổi		Lưu ý
	2024	2025	2026	2024	2025	2024	2025	
Doanh thu thuần	3.415	5.142	5.904	3.660	5.841	-6,7%	-12,0%	Doanh thu 2024 được điều chỉnh giảm do một phần doanh thu trong nửa đầu 2024 đến từ việc bán các thuê đất chưa được KDH công bố. Vì một phần doanh thu từ dự án The Privia sẽ được ghi nhận trong nửa đầu 2025. Doanh thu 2025 được điều chỉnh giảm vì dự phóng dự án BĐS KCN Lê Minh Xuân dời thời gian triển khai một năm so với dự phóng cũ, kỳ vọng sẽ triển khai từ 2026.
% tăng trưởng svck	63,6%	50,6%	14,8%	75,3%	59,6%	-11,7 điểm %	-9,0 điểm %	
Lợi nhuận gộp	1.784	2.824	3.188	1.635	3.081	9,1%	-8,3%	Lợi nhuận gộp điều chỉnh tăng do doanh thu dự phóng giảm nhờ vào bán các thuê đất không trong kế hoạch phát triển của KDH trong Q2/24 với biên LN cao. Những thuê đất này có biên lợi nhuận cao vì vậy giúp lợi nhuận gộp cải thiện dù doanh thu điều chỉnh giảm vì một phần dự án sẽ được bàn giao trong nửa đầu 2025.
Biên LN gộp (%)	52,2%	54,9%	54,0%	44,7%	52,7%	+7,5 điểm %	+2,2 điểm %	Chúng tôi đã thêm dự phóng cho 2026, chủ yếu sẽ đến từ bàn giao các sản phẩm dự án The Clarita và dự án The Emeria và dự án KCN Lê Minh Xuân.
Chi phí BH&QLDN	(422)	(527)	(646)	(420)	(552)	-0,5%	4,7%	
LN từ HĐKD	1.727	2.297	2.542	1.215	2.529	-29,6%	10,1%	
Thu nhập khác	-	-	-	(4)	(27)	N/A	N/A	
LNTT	1.178	2.170	2.392	1.161	2.402	-1,4%	10,7%	
LN ròng	926	1.104	1.205	919	1.156	-0,8%	4,7%	
% tăng trưởng svck	29,1%	19,5%	9,1%	28,8%	25,8%	-0,4 điểm %	-6,3 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Chúng tôi hầu như không thay đổi dự báo về LN ròng năm 2024 của KDH. Tuy nhiên, chúng tôi đã điều chỉnh giảm nhẹ dự phóng LN ròng 2025 do dự án KCN Lê Minh Xuân sẽ dời thời gian triển khai. Thời gian triển khai của dự án được dời lại một vài quý cho đến khi công tác giải phóng mặt bằng và đóng tiền sử dụng đất đạt trên 90%. KDH hiện đang xin giấy phép xây dựng cho các phân khu thành phần đã hoàn thành giải phóng mặt bằng và có thể khởi công xây dựng vào năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đóng góp vào doanh thu của KDH từ năm 2026. Dự án có tổng diện tích khoảng 109 ha, vị trí tại huyện Bình Chánh, TP.HCM. Nhu cầu thuê mặt đất khu công nghiệp tại TP.HCM đã tăng cao trong những năm qua do sự khan hiếm của quỹ đất phát triển khu công nghiệp. Do KDH không có nhiều kinh nghiệm trong việc phát triển dự án bất động sản công nghiệp nên doanh nghiệp sẽ tìm kiếm một đối tác lớn, có uy tín với kinh nghiệm phát triển dự án này.

Dự án Privia đã bán hết hơn 1.000 căn hộ trong vòng vài tháng sau lần đầu mở bán, và dự kiến sẽ tạo ra doanh thu khoảng 3.800 tỷ đồng cho KDH trong Q4/24 và nửa đầu năm 2025. Sự thành công của KDH đến từ nhiều yếu tố, trong đó gồm sự tin tưởng mà khách hàng đối với thương hiệu của KDH. Sau dự án Privia, KDH sẽ tiếp tục phát triển Foresta, quy mô 11,8 ha. Dự án sẽ cung cấp 200 căn nhà phố (khởi công xây dựng vào tháng 10/2024, đã xây dựng xong phần thô của hơn 60 căn biệt thự và dự kiến mở bán vào cuối năm 2024 và đầu năm 2025 sau khi có giấy phép bán hàng; dự kiến bàn giao vào năm 2025) và 600 căn hộ cao cấp (dự kiến sẽ triển khai sau khi giai đoạn nhà phố thấp tầng hoàn thành; quy hoạch chi tiết 1/500 cho phân khu cao tầng này đang được xin phép điều chỉnh và giấy phép xây dựng đang được xin cấp phép).

Chúng tôi bổ sung dự phóng cho 2026, với doanh thu dự phóng tăng 15% svck lên 5.904 tỷ đồng và LN ròng dự kiến tăng 9% svck lên 1.205 tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng này chậm hơn so với giai đoạn 2024-25 vì chúng tôi khá thận trọng trong việc dự phóng lợi nhuận cho năm 2026 mặc dù doanh số ký bán phục hồi mạnh mẽ, do chưa có thông tin về kế hoạch KDH bán các thửa đất không nằm trong kế hoạch phát triển vào năm 2026 như trong Q2/24 và liệu tâm lý thị trường

có tiếp tục phục hồi tích cực như hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng với pháp lý rõ ràng của các dự án, KDH sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc xin giấy phép xây dựng và giấy phép bán hàng cho các giai đoạn tiếp theo của dự án.

Dự án khu dân cư Tân Tạo quy mô lớn là động lực tăng trưởng dài hạn

Dự án khu dân cư Tân Tạo là một dự án đóng góp lớn lên đến 18.314 tỷ đồng vào phương pháp định giá RNAV (tương đương 41% tổng RNAV). Dự án Tân Tạo với quy mô là một khu đô dân cư với quy mô lớn lên tới 330ha tọa lạc tại khu vực có mật độ dân cư sinh sống đông đúc phường Tân Tạo A, quận Bình Tân. Dự án này mang lại tiềm năng tăng trưởng lớn đối với KDH tại thị trường TP.HCM vốn đã khan hiếm nguồn cung trong các năm gần đây.

Về lịch sử hình thành dự án, sau nhiều lần mua lượng lớn cổ phiếu của chủ đầu tư ban đầu của dự án Tân Tạo là BCCI (CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh) đến cuối năm 2017, KDH đã nắm giữ gần 50 triệu cổ phiếu BCCI tương đương hơn 57% cổ phần của công ty để hợp tác phát triển dự án và KDH nắm quyền chi phối BCCI. Bước qua đầu 2018, KDH đã quyết định tiến hành sáp nhập BCCI vào KDH bằng cách phát hành gần 52 triệu cổ phiếu KDH để hoán đổi với 37 triệu cổ phiếu BCCI (tương đương tỷ lệ hoán đổi 1,4:1).

Pháp lý dự án Tân Tạo đã hoàn thành tới bước chấp thuận chủ trương đầu tư và đã có quy hoạch chi tiết 1/500 ở nhiều phân khu của dự án. Đến cuối Q2/24 dự án đã hoàn thành 85-90% công tác giải phóng mặt bằng và đang tiếp tục công tác này để hưởng lợi được khung giá đất cũ của chính phủ với mức giá thấp hơn nhiều so với khung giá đất đền bù mới sẽ được áp dụng từ ngày 1/1/2026 với giá đền bù sẽ tiệm cận với giá thị trường. Nhờ nỗ lực đẩy nhanh giai phóng mặt bằng của dự án Tân Tạo và hàng loạt dự án khác. Nhờ đó mà KDH có thể duy trì biên lợi nhuận tốt trong nhiều năm tới. KDH dự kiến khi hoàn thành đạt hơn 90% công tác giải phóng mặt bằng của toàn bộ dự án, KDH sẽ bắt đầu triển khai dự án. Hiện tại công tác hoàn thành các thủ tục pháp lý còn lại và xin giấy phép xây dựng cũng đang được thực hiện song song với công tác giải phóng mặt bằng.

Theo kế hoạch phát triển, dự án Tân Tạo được chia làm nhiều giai đoạn phát triển và cung cấp đa dạng các phân khúc sản phẩm bao gồm căn hộ, nhà phố, biệt thự. Với quy mô lớn của đại dự án, KDH dự kiến sẽ cung cấp lên tới hơn 7.000 căn hộ và hơn 2.000 căn nhà phố biệt thự và được chia thành nhiều giai đoạn để phù hợp với bối cảnh của thị trường và chiến lược kinh doanh của KDH. Hiện tại các dự án chung cư tại khu vực này như dự án Akari (của NLG) đang có giá 49 triệu đồng/m², dự án Aio (của Hoa Lâm) giá 41 triệu đồng/m², dự án The Privia (của KDH) giá 52 triệu đồng/m². Đối với phân khúc nhà phố và biệt thự tại khu vực này giá bán hiện tại đang ở mức 130-150 triệu đồng/m².

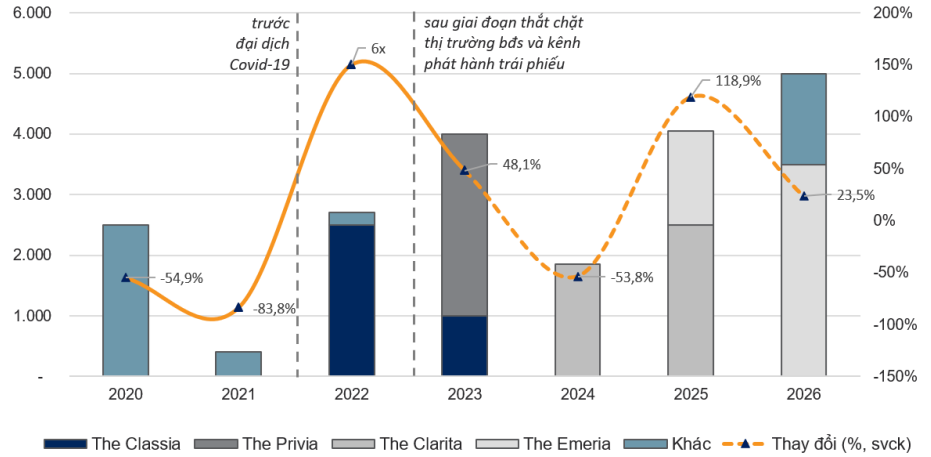
Hưởng lợi từ sự mở rộng của tầng lớp trung lưu đang gia tăng tại TP.HCM

Trong những năm gần đây, KDH đã hưởng lợi từ nhu cầu nhà ở gia tăng của tầng lớp trung lưu tại khu vực TP.HCM (một trong hai tỉnh có đóng góp kinh tế lớn nhất của cả nước). Mặc dù giá sản phẩm của KDH cao hơn so với các chủ đầu tư khác trong cùng phân khúc tại cùng khu vực, KDH luôn đạt được tỷ lệ hấp thụ ấn tượng nhờ 1) sự cam kết bàn giao dự án đúng hạn của KDH; 2) pháp lý rõ ràng của các dự án ngay cả trong giai đoạn chính sách thắt chặt; 3) vị trí đắc địa của các dự án trong khu vực đông dân cư; và 4) chất lượng xây dựng của các dự án và thương hiệu của KDH.

Chúng tôi tin rằng tăng trưởng kinh tế tại TP.HCM sẽ có sự phục hồi mạnh mẽ hơn trong những năm tới, khi nhu cầu nhà ở vẫn mạnh nhờ sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu. KDH, với quỹ đất lớn tại các khu vực đông dân cư và đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng và nộp tiền sử dụng đất cho nhiều dự án lớn, đã tận dụng được khung giá đất cũ của chính phủ, thấp hơn đáng kể

so với khung giá đất mới sẽ được áp dụng từ ngày 01/01/2026, giá sẽ tiệm cận với giá thị trường. Điều này giúp KDH duy trì biên lợi nhuận ấn tượng trong những năm tới nhờ chiến lược phù hợp với bối cảnh luật sửa đổi có hiệu lực, dẫn đến các quy định chặt chẽ hơn.

Hình 4: Chúng tôi dự phóng doanh số ký bán sẽ phục hồi lần lượt là 119% và 24% svck trong giai đoạn 2025-26 nhờ 3 dự án mới (The Clarita, The Emerica, Lê Minh Xuân) (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Luật Bất động sản sửa đổi mới có lợi cho các nhà phát triển có khung pháp lý vững chắc

Chúng tôi kỳ vọng những vấn đề chông chéo trong luật và quy định của các cơ quan chức năng sẽ được giải quyết khi các Thông tư và Nghị định được ban hành để giải quyết và đơn giản hóa các thủ tục. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng luật bất động sản sửa đổi, đã có hiệu lực từ ngày 01/08/2024 sẽ rút gọn thời gian hoang thành các thủ tục pháp lý của các dự án, đặc biệt là với các quy định về bồi thường và đấu giá. Các quy định mới của luật sửa đổi sẽ tạo ra khó khăn đáng kể cho các chủ đầu tư, đặc biệt là những chủ đầu tư không có nền tảng pháp lý và tài chính vững chắc. Mặc dù các nỗ lực thị trường có thể không làm giảm giá nhà, nhưng chúng tôi kỳ vọng việc gia tăng nguồn cung sẽ ngăn giá nhà tăng mạnh như giai đoạn vừa qua, đặc biệt là ở thị trường Hà Nội, trong nửa đầu năm 2024. Các chủ đầu tư đã chủ động đẩy nhanh quá trình giải phóng mặt bằng và tận dụng khung giá đất đền bù cũ của chính phủ sẽ có thể duy trì biên lợi nhuận tốt trong giai đoạn sắp tới.

Ngoài ra, Luật Bất động sản điều chỉnh sẽ thắt chặt các quy định đối với các chủ đầu tư có cấu trúc tài chính không lành mạnh, phụ thuộc nhiều vào nợ để phát triển các dự án có pháp lý chưa hoàn thiện. Quỹ đất của các chủ đầu tư này phần lớn là đất nông nghiệp, do đó sẽ cần nguồn tiền lớn để chuyển đổi mục đích sử dụng đất này sang đất thương mại. Việc chuyển đổi mục đích sử dụng sẽ gặp khó khăn do tình trạng pháp lý của dự án chưa được đảm bảo vì nhiều lý do. Chính phủ đặt mục tiêu thúc đẩy thị trường phát triển lành mạnh và bền vững, vì vậy chỉ những doanh nghiệp phát triển BĐS có kế hoạch phát triển bền vững, dài hạn và cơ cấu tài chính lành mạnh mới có thể duy trì vị thế tốt trên thị trường trong những năm tới.

Để đẩy nhanh hoạt động giải phóng mặt bằng và tận dụng khung giá đất cũ của Chính phủ (có lợi hơn khung giá đất mới bám sát theo giá thị trường), KDH đã tăng nợ dài hạn để tài trợ cho công tác giải phóng mặt bằng cho hàng loạt dự án lớn. Do đó, tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu của KDH vào cuối Q2/24 đã tăng lên 32,6% so với mức 16,8% vào đầu năm 2024. Chúng tôi tin rằng, nhờ vào khung pháp lý rõ ràng mà hầu hết các dự án của KDH có thể không gặp

nhiều khó khăn xin được giấy phép xây dựng so với các DN phát triển BĐS khác. Bên cạnh đó, KDH thường mở bán dự án khi xây dựng đến phần thân (đối với căn hộ) hoặc xây dựng xong phần thô (đối với nhà phố và biệt thự), qua đó giúp dự án của KDH có giá cạnh tranh hơn so với các dự án tương tự trong khu vực. Với năng lực hoàn thiện các thủ tục pháp lý toàn diện, các dự án của KDH luôn đạt tỷ lệ hấp thụ cao, với một số dự án đã bán hết 100% chỉ sau vài tháng mở bán. Do đó, chúng tôi tin rằng, mặc dù luật sửa đổi tăng tính bảo vệ cho người mua nhà, tuy nhiên, tác động này đối với KDH là không đáng kể và công ty sẽ không phải đối mặt với những áp lực tài chính lớn. Cấu trúc tài chính của KDH tiếp tục duy trì ổn định, dòng tiền đến từ các khoản thanh toán của khách hàng cho dự án The Privia. Và KDH dự kiến sẽ nhận thêm dòng tiền từ các đợt ra mắt sắp tới của dự án The Clarita và The Emeria, dự kiến ra mắt vào cuối năm 2024.

Triển vọng tăng trưởng tươi sáng nhờ những chuyển biến tích cực của các dự án

Hầu hết các dự án của KDH có thể được triển khai sớm trong vòng hai đến ba năm tới tùy thuộc vào chiến lược phát triển của KDH và điều kiện thị trường. Dưới đây là thông tin cập nhật của các dự án:

Dự án The Clarita (quy mô 5.8ha) và dự án The Emeria (quy mô 6.0ha) (hai dự án liền kề tại phường Bình Trưng Đông, thành phố Thủ Đức, TP.HCM): Dự án được chia thành hai giai đoạn: giai đoạn phân khu thấp tầng (200 căn hộ) và giai đoạn phân khu cao tầng (600 căn hộ). Giai đoạn phân khu thấp tầng đã được khởi công xây dựng từ tháng 10/2023 và đang trong quá trình hoàn thiện cơ sở hạ tầng thiết yếu (đường sá, tầng hầm, điện, nước) và các ký kết với các ngân hàng về bảo lãnh cho vay để nhận giấy phép mở bán. Giai đoạn phân khu cao tầng sẽ được triển khai sau giai đoạn phân khu thấp tầng và đang chờ giấy phép xây dựng cùng điều chỉnh quy hoạch tổng thể 1/500. KDH sẽ phối hợp cùng Keppel đẩy mạnh phát triển hai dự án, trong đó KDH sở hữu 51% cổ phần của cả hai dự án.

Dự án Khu dân cư Tân Tạo (Quận Bình Tân, TP.HCM): Dự án Khu dân cư Tân Tạo (Quận Bình Tân, TP.HCM), dự án có quy mô 320 hecta và được KDH sở hữu 100%. Tính đến cuối Q2/24, 85-90% diện tích đất thuộc dự án đã được giải phóng mặt bằng. Dự án đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư của Chính phủ và đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500. Giấy phép xây dựng đang được xin cấp cho một số khu vực đã hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng của dự án, và một số phân khu dự kiến sẽ mở bán trong năm 2026. KDH dự kiến sẽ khởi công xây dựng khi tiến độ giải phóng mặt bằng hoàn thành trên 90%.

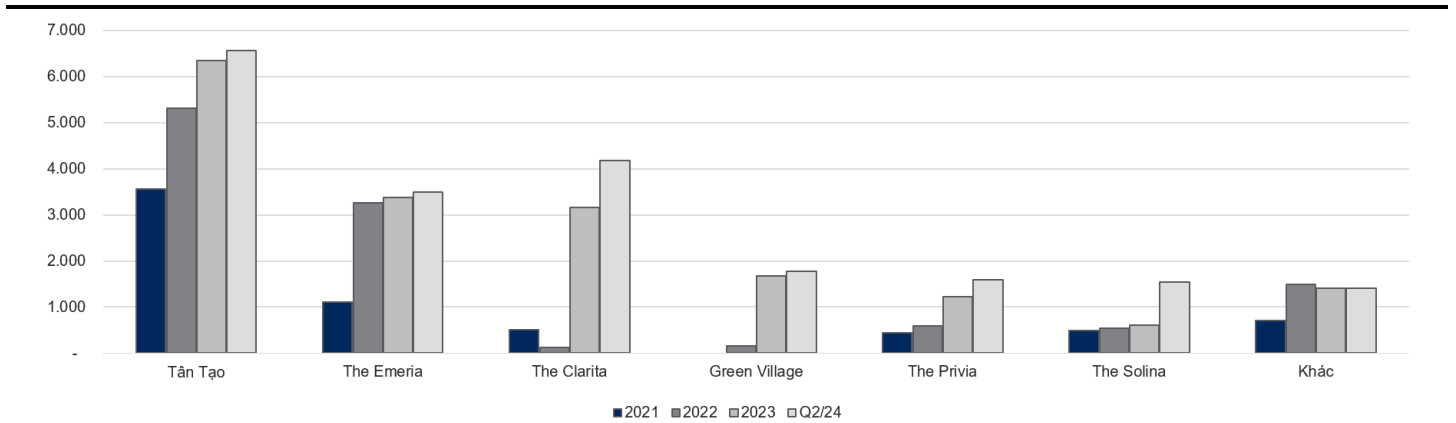
Dự án Khu công nghiệp Lê Minh Xuân (Huyện Bình Chánh, TP.HCM): Với quy mô 109,9 hecta, dự án là một phần trong kế hoạch phát triển trong năm 2024 của KDH. Dự án đã nhận được chấp thuận đầu tư và đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500. Hiện tại, dự án đang xin giấy phép xây dựng để bắt đầu xây dựng cơ sở hạ tầng. Dự án nằm trong khu vực đông dân cư và một phần dự án đã được KDH phát triển bất động sản khu công nghiệp. KDH hiện chưa có nhiều kinh nghiệm trong việc phát triển các dự án bất động sản khu công nghiệp. Do đó, KDH đang lên kế hoạch tìm kiếm một nhà đầu tư trong nước hoặc quốc tế có quy mô lớn và phù hợp để hợp tác triển khai dự án này. Để quản lý và vận hành dự án, KDH có thể lựa chọn thuê ngoài đơn vị quản lý thứ ba hoặc hợp tác với đối tác liên doanh. Phương án này sẽ giúp KDH giảm thiểu tham gia vào hoạt động trực tiếp, qua đó tập trung vào năng lực cốt lõi là phát triển bất động sản nhà ở. Dự án dự kiến khởi công trong giai đoạn 2025-2026.

Dự án Phong Phú 2 (Green Village) (Huyện Bình Chánh, TP.HCM): Dự án có quy mô 30 hecta đất thương mại, đã hoàn tất công tác giải phóng mặt bằng và

đang xin giấy phép xây dựng. Giá trị hàng tồn kho của dự án giảm nhẹ trong Q1/24 do KDH bán bớt một phần đất không có giá trị cao và không nằm trong kế hoạch phát triển của KDH. Giá trị chi phí đầu tư tính đến cuối Q1/24 của dự án đạt 1.660 tỷ đồng. Dự án này là một phần của kế hoạch phát triển dài hạn của KDH, không phải là kế hoạch phát triển trong hai đến ba năm tới.

Dự án Đô thị Bình Trưng (Quận Thủ Đức, TP.HCM): Dự án có quy mô 18,4 hecta, KDH sở hữu 100% dự án, và đã gần hoàn tất công tác giải phóng mặt bằng. Chi phí đầu tư cho dự án đã tăng mạnh từ đầu năm 2022 chỉ 514 tỷ đồng lên đến 3.740 tỷ đồng vào cuối Q1/24. Hiện tại, dự án đang chờ phê duyệt đầu tư và phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500. Tương tự như dự án Phong Phú 2 (Green Village), dự án này vẫn đang trong giai đoạn đầu của quá trình phê duyệt đầu tư và không nằm trong kế hoạch phát triển ngắn hạn của KDH (trong hai đến ba năm tới).

Hình 5: KDH đã liên tục đẩy mạnh đầu tư vào các dự án trong những năm gần đây (tỷ đồng).



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 6: Danh sách các dự án trong kế hoạch phát triển của KDH

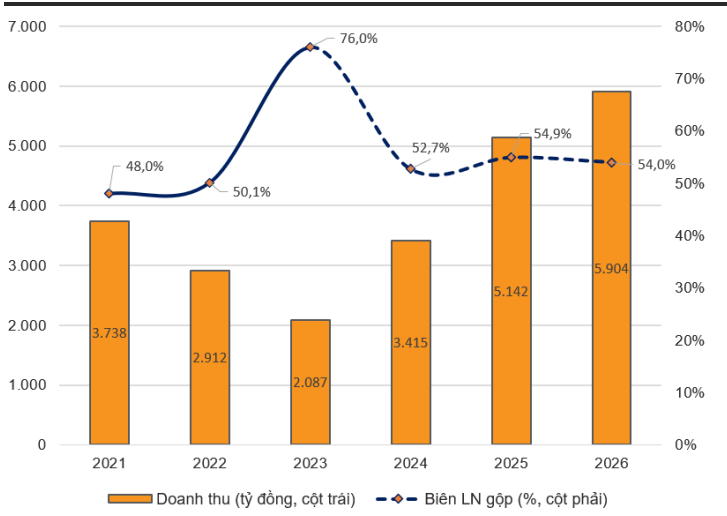
Dự án	Vị trí	Loại hình	Tỷ lệ sở hữu của KDH	Diện tích (ha)	Ước tính biên LN gộp	Kế hoạch thực hiện*				
						2022	2023	2024	2025	Từ 2026
The Classia	TP. Thủ Đức	Thấp tầng, căn hộ	100%	4,3	65%					
The Privia	Bình Tân, TP.HCM	Căn hộ	100%	1,8	45%					
The Emeria	TP. Thủ Đức	Thấp tầng	51%	5,8	58%					
The Clarita	TP. Thủ Đức	Thấp tầng, căn hộ	51%	6,0	56%					
Lê Minh Xuân	Bình Chánh, TP.HCM	Khu công nghiệp	100%	109,9	54%					
The Solina	Bình Chánh, TP.HCM	Thấp tầng	100%	16,4	58%					
Tân Tạo	Bình Tân, TP.HCM	Thấp tầng	100%	330,0	50%					
Green Village	Bình Chánh, TP.HCM	Thấp tầng	100%	132,9	53%					

(*) Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xám. Kế hoạch phát triển chi tiết không được thông báo bởi công ty.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

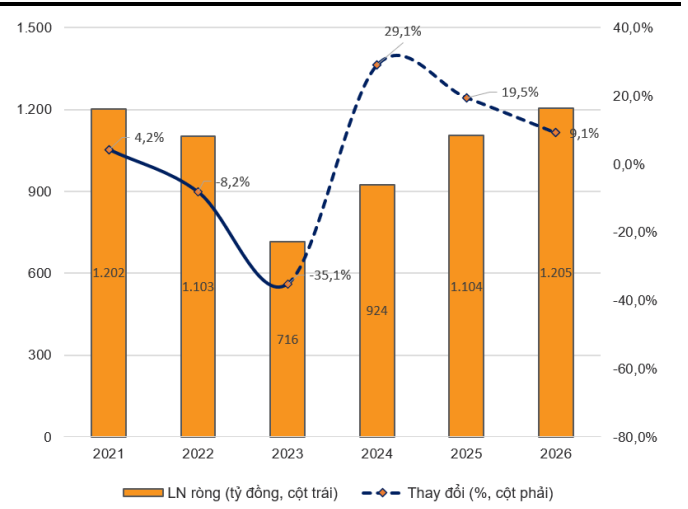
Chúng tôi dự phóng doanh thu của KDH trong năm 2024 sẽ tăng 52,7% svck lên 3.415 tỷ, trong khi đó biên LN gộp sẽ thu hẹp 23,7 điểm % svck xuống còn 52,2%. Do việc bàn giao căn hộ phân khúc trung cấp tại dự án The Privia có biên LN gộp thấp hơn. Dự án The Privia sẽ đóng góp phần lớn vào doanh thu trong năm 2024, trong khi dự án The Classia (đã đóng góp khoảng 160-180 tỷ đồng từ việc bàn giao 15 căn trong nửa đầu năm 2024 và dự kiến sẽ tạo ra thêm 70-80 tỷ đồng từ việc bán 5 căn còn lại vào nửa cuối năm 2024) không còn đóng góp nhiều vào doanh thu trong năm 2024. Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2025 vượt mức 1.000 tỷ đồng, tăng 19,2% svck lên 1.104 tỷ đồng, nhờ vào đóng góp từ các dự án nhà ở cao cấp thấp tầng có biên lợi nhuận cao là The Clarita và The Emeria.

Hình 7: Dự phóng doanh thu năm 2024-25 sẽ tăng lần lượt 63,6% và 50,6% svck.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Dự phóng LNST năm 2024-2025 sẽ tăng lần lượt 29,1% và 19,5% svck.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu cao hơn đạt 45,800 đồng/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 45,800 đồng/cp do:

Chi phí vốn đã giảm đáng kể so với báo cáo trước đó. Chúng tôi giả định chi phí vốn bình quân WACC giảm xuống còn 11,6% (so với 12,5% trong báo cáo trước). Chúng tôi cũng sử dụng lãi suất phi rủi ro thấp hơn là 2,63% (lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30/9/2023) và phần bù rủi ro vốn cổ phần là 7,8% (theo điều chỉnh từ [NYU Stern](#)).

Hình 9: Định giá (tỷ đồng)

Tên dự án	Giá trị hợp lý Q1/24	Giá trị hợp lý Q2/24	Phương pháp	Lưu ý
Tân Tạo	16.464	18.314	DCF	Dự án quy mô lớn là một phần của kế hoạch phát triển của KDH, có thời gian thực hiện dự kiến hơn 5 năm kể từ khi bắt đầu triển khai xây dựng. Hiện tại, hơn 85% công tác giải phóng mặt bằng (GPMB) đã hoàn thành và phần còn lại đang được tích cực GPMB. Dự án đang trong quá trình xin quy hoạch chi tiết 1/500 và giấy phép xây dựng ở một số phân khu trong dự án và sẽ bắt đầu xây dựng khi diện tích giải phóng mặt bằng vượt quá 90% diện tích dự án.
KCN Lê Minh Xuân	2.113	2.215	DCF	
The Clarita	3.960	4.118	DCF	Dự án liên doanh với Keppel, do KDH sở hữu 51%, đã hoàn thành xây dựng phần xây thô của hơn 60 căn biệt thự. Dự án đang xin giấy phép bán hàng cho khu biệt thự và dự kiến mở bán trong Q4/24.
The Emeria	3.862	3.515	DCF	Dự án liên doanh với Keppel, trong đó KDH chiếm 51% vốn điều lệ, hiện đang xây dựng 200 căn biệt thự (đang xin giấy phép bán hàng). Khu căn hộ cao tầng với khoảng 600 sản phẩm sẽ được triển khai sau khu thấp tầng (hiện đang xin giấy phép điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 và xin giấy phép xây dựng).
The Privia	1.153	1.083	DCF	Dự án đã hoàn thiện xây dựng cả 3 block và đã bán hết. KDH sẽ bàn giao phần lớn sản phẩm trong Q4/24 và phần còn lại trong nửa đầu 2025.
The Green Village (Phong Phú 2)	4.983	4.514	DCF	
The Solina (11A)	3.981	3.515	DCF	
Bình Trưng Đông	2.986	4.118	DCF	
Khác	2.367	3.015	BV	
Tổng	41.869	44.407		Hàng tồn kho của Q2/24 tăng chủ yếu đến từ dự án Tân Tạo, dự án Bình Trưng Đông, dự án Solina (11A).
Cộng:				
Tiền và tương đương tiền	2.544	2.581		
Tài sản khác	4.203	4.364		
Trừ:				
Nợ vay	7.674	7.740		KDH tăng nợ dài hạn để hoàn thiện công tác giải phóng mặt bằng các dự án lớn nhằm tận dụng khung giá đất cũ của Chính phủ.
Nợ phải trả khác	3.877	4.943		
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.072	2.073		
RNAV	34.993	36.596		
Số lượng CPDLH (triệu CP)	799	799		
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	43.800	45.900		Tương đương với P/B 2.0 lần với giá mục tiêu được đưa ra.
Giá định WACC				
Phần bù rủi ro thị trường (Rm)	9,0%	7,8%		
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	2,6%	2,8%		
Beta	1,3	1,3		
Chi phí VCSH	14,3%	12,9%		
Chi phí nợ vay	11,0%	11,0%		
Tỷ trọng nợ vay	33,0%	32,9%		
Tỷ trọng VCSH	67,0%	67,1%		
WACC	12,5%	11,6%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 10: So sánh với doanh nghiệp cùng ngành (tỷ đồng)

Công ty	Mã	Vốn hóa	Doanh thu 2023	svck	Doanh thu 6T24	svck	LN ròng 2023	svck	LN ròng 6T24	svck	ROE 2023	P/E trượt 12T	P/B hiện tại	Nợ ròng/VCSH Q2/24 (%)
		tr USD	tr USD	%	tr USD	%	tr USD	%	tr USD	%	%	lần	lần	%
BDS nhà ở														
Vinhomes	VHM VN	177	4.069,0	66,0%	1.448,5	-41,2%	1.311,3	15,7%	464,0	46,0%	12,4	8,0	0,9	24,0%
Novaland	NVL VN	941	187,4	-57,2%	89,3	35,5%	23,8	-72,0%	14,9	50,3%	1,4	11,3	0,5	125,0%
Phát Đạt	PDR VN	749	24,3	-59,0%	6,5	-6,2%	26,9	-39,9%	4,1	-75,8%	8,0	30,8	1,7	27,1%
Nam Long	NLG VN	636	125,0	-26,7%	18,2	-61,6%	19,0	-13,0%	2,7	-77,5%	3,0	37,1	1,2	26,2%
Đất Xanh	DXG VN	434	146,4	-33,0%	41,8	100,7%	6,8	-20,0%	2,6	4,9%	2,1	53,9	0,7	25,4%
Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG VN	554	40,8	-46,2%	6,4	-54,9%	4,7	-17,6%	0,4	-88,3%	(0,3)	13,6	1,7	17,1%
<i>Trung bình</i>			765,5	-26,0%	268,5	-4,6%	232,1	-24,5%	81,5	-23,4%	4,4	25,8	1,4	40,8%
Khang Điền	KDH VN	1.385	85,1	-27,1%	38,9	-3,5%	28,1	-35,1%	13,6	-23,6%	4,6	37,4	1,8	32,6%

Tại ngày 12/09/2024

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Các dự án trọng điểm của KDH sẽ triển khai trong năm 2024-26

Hình 11: Dự án Privia – Đã hoàn thiện thi công, hiện đang hoàn thiện nội thất cơ bản, dự kiến sẽ được bàn giao từ Q4/24 tới nửa đầu 2025.



- Vị trí: Bình Tân, HCMC
- Tổng diện tích dự án: 1,8ha
- Mật độ xây dựng: 30%
- Tổng số căn: 1.043 căn hộ chung cư phân khúc trung cấp
- Loại hình chính: Chung cư
- Thời gian mở bán : Cuối tháng 11/2023
- Thời gian bàn giao dự kiến: Q4/24 – Nửa đầu 2025

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 12: Dự án Emeria – Đã hoàn thành phần thô của hơn 60 căn biệt thự.



- Vị trí: Thành phố Thủ Đức
- Tổng diện tích dự án: 6,0ha
- Loại hình chính: Nhà phố / Chung cư
- Thời gian công bố dự kiến: Q2/24
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2025-2027

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 13: Dự án Clarita – Xây dựng phân khu chung cư dự kiến bắt đầu sau khi hoàn thành phân khu thấp tầng.



- Vị trí: Thành phố Thủ Đức
- Tổng diện tích dự án: 5,8ha
- Tổng số căn: Các căn villa and 600 căn hộ
- Loại hình chính: Nhà phố / Biệt thự
- Thời gian mở bán: 2025
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2026-2027

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

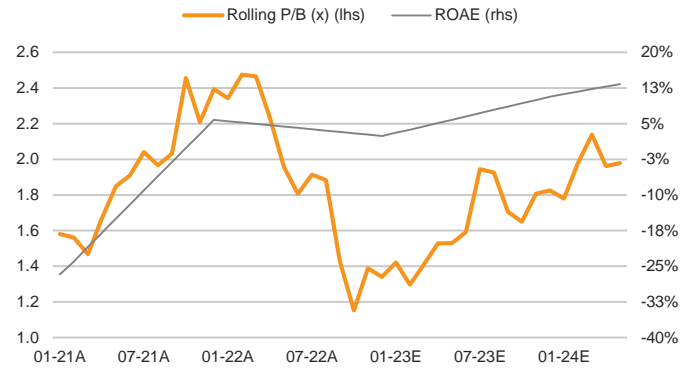
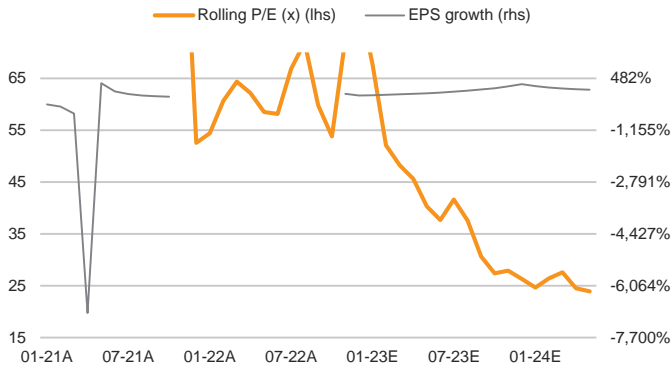
Hình 14: Dự án Solina – Dự kiến hoàn thiện đầy đủ hồ sơ pháp lý và khởi công xây dựng trong 2026.



- Vị trí: Quận Bình Chánh, TP.HCM
- Tổng diện tích dự án: 16,4ha
- Loại hình chính: Chung cư / Biệt thự / Nhà phố
- Thời gian công bố dự kiến: Nửa cuối 2025
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2027-2028

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Định giá



Báo cáo KQ HKDK

(tỷ VND)	12-24E	12-25E	12-26E
Doanh thu thuần	3.415	5.142	5.904
Giá vốn hàng bán	(1.631)	(2.318)	(2.716)
Chi phí quản lý DN	(225)	(254)	(304)
Chi phí bán hàng	(197)	(273)	(342)
LN hoạt động thuần	1.162	2.297	2.542
EBITDA thuần	1.197	2.332	2.577
Chi phí khấu hao	(35)	(35)	(35)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.162	2.297	2.542
Thu nhập lãi	38	45	81
Chi phí tài chính	(132)	(172)	(231)
Thu nhập ròng khác	0	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.068	2.170	2.392
Thuế	(124)	(499)	(502)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5)	(567)	(685)
LN ròng	924	1.104	1.205
Thu nhập trên vốn	924	1.104	1.205
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	924	1.104	1.205

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-24E	12-25E	12-26E
Tiền và tương đương tiền	2.786	2.378	2.710
Đầu tư ngắn hạn	19	19	19
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.318	2.534	2.815
Hàng tồn kho	22.143	23.064	24.574
Các tài sản ngắn hạn khác	395	403	432
Tổng tài sản ngắn hạn	27.661	28.598	30.550
Tài sản cố định	1.306	1.386	1.450
Tổng đầu tư	14	14	14
Tài sản dài hạn khác	502	502	502
Tổng tài sản	29.483	30.500	32.516
Vay & nợ ngắn hạn	1.464	1.625	1.382
Phải trả người bán	185	274	315
Nợ ngắn hạn khác	1.521	2.181	1.872
Tổng nợ ngắn hạn	1.584	1.331	1.343
Vay & nợ dài hạn	4.054	4.411	4.912
Các khoản phải trả khác	5.617	4.914	4.415
Vốn điều lệ và	1.131	1.131	1.131
LN giữ lại	9.094	9.094	9.094
Vốn chủ sở hữu	18.681	19.844	22.058
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.103	2.781	3.516
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	29.483	30.500	32.516

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-24E	12-25E	12-26E
LN trước thuế	1.068	2.170	2.392
Khấu hao	(35)	(35)	(35)
Thuế đã nộp	(124)	(499)	(502)
Các khoản điều chỉnh khác	300	2.315	500
Thay đổi VLD	(2.606)	(271)	(441)
LC tiền thuần HKDK	(2.465)	1.510	(478)
đầu tư TSCĐ	(250)	(180)	(120)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	1.157	750	512
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	907	570	392
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1.100	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	735	(542)	(742)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(940)	(1.953)	510
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	895	(2.495)	(232)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3.730	3.066	2.651
LC tiền thuần trong năm	(663)	(415)	(318)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3.066	2.651	2.333

Các chỉ số cơ bản

	12-24E	12-25E	12-26E
Dupont			
Biên LN ròng	28,8%	21,5%	20,4%
Vòng quay TS	0,11	0,16	0,18
ROAA	3,1%	3,5%	3,7%
Đòn bẩy tài chính	1,62	1,58	1,47
ROAE	4,9%	5,6%	5,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	247,8	179,9	174,0
Số ngày nắm giữ HTK	26,2	35,4	39,5
Số ngày phải trả tiền bán	41,4	43,1	42,3
Vòng quay TSCĐ	0,38	0,27	0,25
ROIC	3,6%	4,2%	4,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	6,0	5,4	6,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	0,9	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,5	0,5
Vòng quay tiền	232,6	172,1	171,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	63,6%	50,6%	14,8%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-	-	-
Tăng trưởng LN ròng	29,1%	19,5%	9,1%
Tăng trưởng EPS	29,1%	19,5%	9,1%

Nguồn: VND RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT	
Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.
Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.	
Khuyến nghị ngành	Định nghĩa:
TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Steven Woo – Trưởng Phòng

Email: le.canthu@vndirect.com.vn

Trần Trung Kiên – Chuyên viên Phân tích

Email: kien.trantrung@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>