

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 2, 2021

Mã giao dịch: KDH

Reuters: KDH.HM

Bloomberg: KDH VN

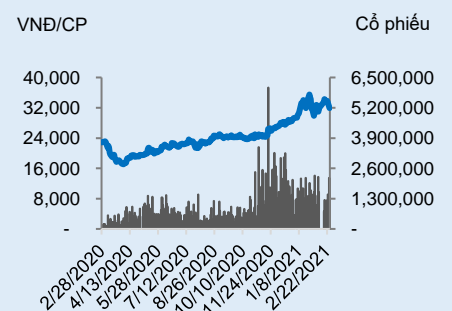
KDH vẫn là cơ hội đầu tư tốt, an toàn trong trung và dài hạn

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	37.069
Giá thị trường (3/1/2021)	31.800
Lợi nhuận kỳ vọng	17%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	17.100-35.500
Vốn hóa	17.700 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	558.806.579
KLGD bình quân 10 ngày	1.495.870
% sở hữu nước ngoài	37%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,1%
Beta	0,7

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
KDH	8,7%	-10,1%	20,8%	27,9%
VNIndex	4,3%	0,2%	15,7%	29,6%

LNST năm 2020 tăng 26% yoy cho thấy sự bền vững trong đại dịch của KDH

Tổng doanh thu 2020 ước tính đạt 4.532 tỷ, tăng 61% yoy. Lợi nhuận gộp là 1.936 tỷ, tăng 31% yoy, thấp hơn mức tăng doanh thu, do biên lợi nhuận bình quân giảm từ 54% về 43% với sự đóng góp tỷ trọng lớn hơn của Safira trong 2020. Công ty kiểm soát tốt chi phí quản lý doanh nghiệp khi tăng 4,6%, so với mức 3,2% của 2019. Chi phí bán hàng ghi nhận 5,5%/doanh thu, tăng nhẹ so với 4,3% của 2019. Nguyên nhân, công ty tăng mức chiết khấu bán hàng cho sản phẩm giá trị lớn ở Verosa. Lợi nhuận sau thuế trừ lợi ích thiểu số là 1.152 tỷ, tăng 26% yoy và vượt 5% so với kế hoạch. Theo đó, EPS2020 là 2.334 đồng/cp.

Tình hình chính tốt với tỷ lệ tiền mặt cao và quỹ đất liên tục gia tăng

Bên cạnh kết quả kinh doanh, bảng cân đối tài chính tốt và sự tập trung vào quỹ đất là điểm ấn tượng của KDH trong bối cảnh khó khăn chung nền kinh tế. Tính đến 31.12.2020, tiền và tương đương tiền của KDH là 1.826 tỷ, chiếm 13% tổng tài sản. Tổng dư nợ vay ngắn và dài hạn cũng chỉ ở mức 13,2% tổng tài sản. Điều này cho thấy sức khỏe tài chính của KDH rất tốt.

Điểm nổi bật khác là tài sản tập trung chủ yếu cho quỹ đất, và không dàn trải sang nhiều khoản đầu tư khác. Khoản chi đầu tư cho quỹ đất thể hiện rõ ở khoản mục trả trước, tạm ứng và hàng tồn kho. Giá trị khoản chi mua đất của KDH hiện tại là 10.635 tỷ, tương đương 77% tổng tài sản. Các khoản phải thu khác, đầu tư dài hạn chiếm tỷ lệ nhỏ là 10% tổng tài sản. Tiềm năng xét trong dài hạn ở KDH là rất lớn, nhất là quỹ đất tập trung 100% ở TP.HCM.

Lợi nhuận 2021 dự báo tăng trưởng 19% so với mức cao năm 2020

Với vị trí gần Verosa và các dự án Mega, đây là khu vực đang được nhiều nhà đầu tư quan tâm. Dự án Armenia theo đó sẽ tập trung triển khai trước so với dự án Bình Trưng. Như vậy, dự báo lợi nhuận 2021 của BVSC sẽ không có nhiều thay đổi so với báo cáo trước. BVSC dự báo doanh thu 2021 là 5.134, tăng 13% yoy. Trong đó, doanh thu chủ yếu từ hai dự án là Lovera Vista và Armenia, và 1 phần nhỏ từ Verosa, Safira. Biên gộp trung bình đạt 43,7%, tăng nhẹ so với mức 43,3% của 2020. Lợi nhuận sau thuế trừ thiểu số là 1.367 tỷ, tăng 19% yoy, tương đương EPS2021 là 2.428 đồng/cp.

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 2021. So với định giá trong báo cáo chiến lược cuối năm 2020 là 33,000 đồng/cp, giá mục tiêu của KDH trong 2021 tăng thêm 14% do i) điều chỉnh tăng giá quỹ đất phía Nam lên 10% do triển vọng thị trường bất động sản phía Nam thu hút dòng tiền khi giá đất phía Đông tăng cao trong 2-3 tháng qua ii) điều chỉnh PB, PE mục tiêu. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **37.069 đồng/cp**, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 17% so với giá thị trường ngày 26.2.2021.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext. 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Khuyến nghị

Chúng tôi vẫn đánh giá tốt về cơ hội đầu tư vào KDH trong 2021 lẫn trong dài hạn. Điểm nhấn đầu tư cho KDH vẫn đến từ quỹ đất lớn, chi phí thấp, và tình hình tài chính tốt. Mặc dù, các lợi thế này của Công ty không thay đổi nhiều trong 1-2 năm gần đây và được thị trường phản ánh. Chúng tôi vẫn yêu thích và cho rằng công ty còn nhiều cơ hội ở quỹ đất lớn ở phía Nam đang sở hữu. Những chuyển động pháp lý ở các dự án này hoặc tìm đối tác chiến lược chào bán cổ phiếu quỹ nếu diễn ra vào 2H.2021 sẽ là giúp câu chuyện của KDH thêm hấp dẫn. Do đó, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho KDH với giá mục tiêu là **37.069 đồng/cp**, cao hơn 17% giá thị trường ngày 26.2.2021. Nhà đầu tư có thể chờ giá cổ phiếu điều chỉnh về 29.000 – 30.000 đồng/cp để tích lũy nhằm cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

LNST năm 2020 tăng 26% yoy cho thấy sự bền vững trong đại dịch của KDH

Như chia sẻ báo cáo Q2.2020, 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. Công ty hoàn toàn có thể ghi nhận kết quả lợi nhuận tăng trưởng trong 2020. Theo dự báo tại Q2.2020, BVSC dự phóng LNST trừ thuế số là 1.113 tỷ, xấp xỉ với thực hiện của KDH trong năm.

Lợi nhuận sau thuế 2020 tăng 26% yoy với đóng góp từ Verosa và Safira

Tổng doanh thu 2020 ước tính đạt 4,532 tỷ, tăng 61% yoy. Lợi nhuận gộp là 1.936 tỷ, tăng 31% yoy, thấp hơn mức tăng doanh thu, do biên lợi nhuận bình quân giảm từ 54% về 43% với sự đóng góp tỷ trọng lớn hơn của Safira trong 2020. Công ty kiểm soát tốt chi phí quản lý doanh nghiệp khi tăng 4,6%, so với mức 3,2% của 2019. Chi phí bán hàng ghi nhận 5,5% doanh thu, tăng nhẹ so với 4,3% của 2019. Nguyên nhân, công ty tăng mức chiết khấu bán hàng cho sản phẩm giá trị lớn ở Verosa. Lợi nhuận sau thuế trừ lợi ích thiểu số là 1.152 tỷ, tăng 26% yoy và vượt 5% so với kế hoạch. Theo đó, EPS2020 là 2.334 đồng/cp.

Kế hoạch kinh doanh – tỷ VND	2019	2020	yoy
Doanh thu	2.809	4.532	61%
LNG	1.498	1.963	
Thu nhập tài chính thuần	-0,1	-49	
Chi phí bán hàng & quản lý	277	416	
LNTT	1.220	1.497	
LNST trừ thiểu số	915	1.151	26%

Tình hình chính tốt với tỷ lệ tiền mặt cao và quỹ đất liên tục gia tăng

Bên cạnh kết quả kinh doanh, bảng cân đối tài chính tốt và sự tập trung vào quỹ đất là điểm ấn tượng của KDH trong bối cảnh khó khăn chung nền kinh tế. Tính đến 31.12.2020, tiền và tương đương tiền của KDH là 1.826 tỷ, chiếm 13% tổng tài sản. Tổng dư nợ vay ngắn và dài hạn cũng chỉ ở mức 13,2% tổng tài sản. Điều này cho thấy sức khỏe tài chính của KDH rất tốt.

Điểm nổi bật khác là tài sản tập trung chủ yếu cho quỹ đất, và không dàn trải sang nhiều khoản đầu tư khác. Khoản chi đầu tư cho quỹ đất thể hiện rõ ở khoản mục trả trước, tạm ứng và hàng tồn kho. Giá trị khoản chi mua đất của KDH hiện tại là **10.635 tỷ**, tương đương 77% tổng tài sản. Các khoản phải thu khác, đầu tư dài hạn chiếm tỷ lệ nhỏ là 10% tổng tài sản. Tiềm năng xét trong dài hạn ở KDH là rất lớn, nhất là quỹ đất tập trung 100% ở TP.HCM.

Lợi nhuận 2021 dự báo tăng trưởng 19% so với mức cao năm 2020

Trên cơ sở dự án đang và chuẩn bị triển khai, 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 trong 2021. 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.

Thị trường nhà phố dọc liên phường đang tích cực nên dự án Armenia tập trung triển khai

Với vị trí gần Verosa và các dự án Mega, đây là khu vực đang được nhiều nhà đầu tư quan tâm. Dự án Armenia theo đó sẽ tập trung triển khai trước so với dự án Bình Trưng. Như vậy, dự báo lợi nhuận 2021 của BVSC sẽ không có nhiều thay đổi so với báo cáo trước. BVSC dự báo doanh thu 2021 là 5.134, tăng 13% yoy. Trong đó, doanh thu chủ yếu từ hai dự án là Lovera Vista và Armenia, và 1 phần nhỏ từ Verosa, Safira. Chi tiết doanh thu dự kiến:

Dự án	Sản phẩm	Bàn giao trong 2021	DT dự kiến
Lovera Vista	1.310	1.310 căn	2.600 – 2.700 tỷ
Safira	1.600	200-300 căn	350 -450 tỷ
Verosa	296	20 – 25 căn	300 -350 tỷ
Armenia (Thủy Sinh)	122	122 căn	1.600 – 1.700 tỷ

Biên gộp trung bình đạt 43,7%, tương đương so với mức 43,3% của 2020. Lợi nhuận sau thuế trừ thiểu số là **1.367 tỷ**, tăng 19% yoy, tương đương EPS2021 là 2.482 đồng/cp.

Kế hoạch kinh doanh – tỷ VND	2020	2021	yoy
Doanh thu	4.532	5.134	22%
LNG	1.963	2.234	
Thu nhập tài chính thuần	-49	20	
Chi phí bán hàng & quản lý	416	457	
LNTT	1.497	1.775	
LNST trừ thiểu số	1.151	1.367	19%

Chuyển động ở các dự án phía Nam & chào bán cổ phiếu quỹ là điểm nhấn đáng để ngờ.

Chúng tôi cho rằng năm 2021 tiếp tục là 1 năm ổn định về kinh doanh, và kết quả lợi nhuận của KDH. Tuy nhiên, tiềm năng của KDH là rất lớn, và bất cứ chuyển động liên quan đến quỹ đất phía Nam (Bình Tân, Bình Chánh) sẽ tạo ra những thay đổi mới cho KDH. Nhà đầu tư cũng nên theo dõi kế hoạch bán cổ phiếu quỹ của KDH. Hiện tại, công ty đang sở hữu 28 triệu cổ phiếu quỹ, tương đương 4,8% cổ phần, với giá vốn khoảng 18.000 – 20.000 đồng/cp. Lượng cổ phần này, nếu được chào bán cho Tổ chức có kinh nghiệm phát triển bất động sản quy mô lớn & có thương hiệu, cũng là 1 tín hiệu để kỳ vọng vào sự chuyển động cho quỹ đất phía Nam. Hiện tại, công ty chưa có thông tin chính thức về việc bán cổ phiếu quỹ, hay đối tác. Do đó, đây là điểm nhấn để ngờ và nếu có thì điểm rơi sẽ trong nửa sau 2021.

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 2021. So với định giá trong báo cáo chiến lược cuối năm 2020 là 33,000 đồng/cp, giá mục tiêu của KDH trong 2021 tăng thêm 14% do i) điều chỉnh tăng giá quỹ đất phía Nam lên 10% do triển vọng thị trường bất động sản phía Nam thu hút dòng tiền khi giá đất phía Đông tăng cao trong 2-3 tháng qua ii) điều chỉnh PB, PE mục tiêu. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **37.069 đồng/cp**, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 17% so với giá thị trường ngày 26.2.2021.

Kết quả định giá				
Mô hình định giá	Mục tiêu	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV		40.909	50%	20.455
PE	12x	24.825	25%	6.206
PB	2,5x	41.631	25%	10.408
Trung bình				37.069

Khuyến nghị

Chúng tôi vẫn đánh giá tốt về cơ hội đầu tư vào KDH trong 2021 lẫn trong dài hạn. Điểm nhấn đầu tư cho KDH vẫn đến từ quỹ đất lớn, chi phí thấp, và tình hình tài chính tốt. Mặc dù, các lợi thế này của Công ty không thay đổi nhiều trong 1-2 năm gần đây và được thị trường phản ánh. Chúng tôi vẫn yêu thích và cho rằng công ty còn nhiều cơ hội ở quỹ đất lớn ở phía Nam đang sở hữu. Những chuyển động pháp lý ở các dự án này hoặc tìm đối tác chiến lược chào bán cổ phiếu quỹ nếu diễn ra vào 2H.2021 sẽ là giúp câu chuyện của KDH thêm hấp dẫn. Do đó, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho KDH với giá mục tiêu là **37.069 đồng/cp**, cao hơn 17% giá thị trường ngày 26.2.2021. Nhà đầu tư có thể chờ giá cổ phiếu điều chỉnh về 29.000 – 30.000 đồng/cp để tích lũy nhằm cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần	3.055	2.917	2.813	4.532
Giá vốn	(2.019)	(1.677)	(1.313)	(2.568)
Lợi nhuận gộp	1.036	1.239	1.500	1.964
Doanh thu tài chính	72	200	41	35
Chi phí tài chính	(125)	(89)	(42)	(85)
Lợi nhuận sau thuế	502	808	915	1.152

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Tiền & khoản tương đương tiền	2.592	1.836	1.175	1.826
Các khoản phải thu ngắn hạn	393	828	1.614	581
Hàng tồn kho	4.858	5.817	7.037	7.338
Tài sản cố định hữu hình	30	34	48	47
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	98	14	14	14
Tổng tài sản	9.717	10.228	13.237	13.888
Nợ ngắn hạn	1.817	2.775	4.572	4.157
Nợ dài hạn	1.708	553	1.001	1.574
Vốn chủ sở hữu	6.191	6.899	7.664	8.158
Tổng nguồn vốn	9.717	10.228	13.237	13.888

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	406,9%	-4,5%	-3,5%	61,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	32369,4%	60,9%	13,3%	25,9%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	33,9%	42,5%	53,3%	43,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16,4%	27,7%	32,5%	25,4%
ROA (%)	8,4%	8,1%	7,8%	8,5%
ROE (%)	16,1%	12,3%	12,6%	14,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	36,3%	32,5%	42,1%	41,3%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	57,0%	48,2%	72,7%	70,2%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.495	1.952	1.681	2.334
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.425	16.665	14.078	14.098

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

LIÊN HỆ

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

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng, Ngân hàng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleantuan@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@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