

CTCP ĐT & KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN (KDH) – BÁO CÁO CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND41.000	VND52.400	0%	Khả quan	BẤT ĐỘNG SẢN

03/06/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:11 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: -11,1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- LN ròng 2022-23 giảm 13,8%/23,2% so với dự phóng trước.
- Hạ giá mục tiêu 4,4% so với giá mục tiêu cũ.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	56.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	35.046
GTGD BQ 3 tháng (tr VND)	54.205
Thị giá vốn (tỷ VND)	27.003
Free float (%)	37
P/E trượt (x)	24,2
P/B hiện tại (x)	2,33

Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH đầu tư Tiên Lộc	11,1%
Công ty TNHH đầu tư Gamma	9,1%
Công ty TNHH đầu tư Á Âu	8,2%
Khác	71,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Lạc quan trong thận trọng

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/22 tăng 46,0% svck đạt 299,5 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập bất thường, hoàn thành 20,4% dự phóng của chúng tôi.
- Dự phóng LN ròng năm 2022-23 tăng 22,4% svck/23,9% svck đạt 1.471 tỷ đồng/1.823 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập bất thường và bàn giao mạnh mẽ.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 52.400 đồng/cp.

Tăng trưởng doanh thu và LN ròng tương phản trong Q1/22

KDH ghi nhận doanh thu Q1/22 sụt giảm 82,9% svck còn 142,7 tỷ đồng do ít dự án bất động sản bàn giao. Tuy nhiên, LN ròng Q1/22 tăng mạnh 46,0% svck lên 299,5 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập bất thường 308 tỷ đồng từ đánh giá lại tại Công ty TNHH Đầu tư Kinh doanh Nhà Đoàn Nguyên, hoàn thành 20,4% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Ngành BĐS đang đối mặt nhiều thách thức ảnh hưởng triển vọng ngành

Chúng tôi nhận thấy ngành bất động sản (BDS) đang đối mặt với nhiều thách thức làm ảnh hưởng đến triển vọng ngành, gồm: 1) lãi suất tăng ảnh hưởng đến quyết định mua nhà, 2) giá vật liệu tăng có thể làm tăng giá nhà ở và 3) thắt chặt các khoản vay ngân hàng ở lĩnh vực BDS và giám sát chặt chẽ hơn trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng KDH có quỹ sản phẩm sẵn sàng bán lớn và bảng cân đối tài chính lành mạnh sẽ vẫn có mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong 2022-24.

Hạ dự phóng LN ròng 2022-23 phản ánh doanh số ký bán thấp hơn dự kiến

KDH dự kiến mở bán dự án Classia (176 căn thấp tầng) vào năm 2021 nhưng do dịch bệnh bùng phát đã hạn chế các hoạt động xây dựng và gây ra sự chậm trễ trong việc ra mắt dự án này. Giá trị chưa ghi nhận của KDH tính đến T5/22 chỉ tương đương khoảng 5-10% doanh thu BDS năm 2022 chúng tôi dự phóng trước đó. Bên cạnh đó, ngành BDS cũng đang nổi lên nhiều thách thức, chúng tôi thận trọng điều chỉnh dự báo LN ròng năm 2022-23 giảm 13,8%/23,2% so với dự phóng trước còn 1.471 tỷ đồng (+22,4% svck)/1.823 tỷ đồng (+23,9% svck).

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 52.400 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu KDH giảm 4,4% so với cập nhật trước do doanh số ký bán thấp hơn dự kiến. Cổ phiếu KDH đã giảm khoảng 30% so với mức đỉnh vào đầu 2022; chúng tôi nhận thấy cơ hội tích lũy doanh nghiệp BĐS có bảng cân đối tài chính lành mạnh và triển vọng tăng trưởng LN ròng ổn định. Tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn đến từ giá bán trung bình cao hơn dự kiến tại các dự án Classia, Clarita, và 158 An Dương Vương; luận điểm đầu tư trung và dài hạn phụ thuộc vào việc liệu KDH có thể xử lý các vấn đề pháp lý nhằm ra mắt dự án Tân Tạo. Rủi ro giảm giá là 1) việc xin cấp phép mở bán cho các dự án mới chậm hơn dự kiến và 2) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	4.617	3.746	3.769	4.721
Tăng trưởng DT thuần	62,3%	(18,9%)	0,6%	25,3%
Biên lợi nhuận gộp	43,3%	48,0%	58,0%	61,1%
Biên EBITDA	33,9%	37,4%	45,5%	50,9%
LN ròng (tỷ)	1.153	1.202	1.471	1.823
Tăng trưởng LN ròng	26,0%	4,3%	22,4%	23,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	29,8%	9,2%	22,3%	24,0%
EPS cơ bản	2.117	2.078	2.289	2.835
EPS điều chỉnh	1.899	1.951	2.147	2.663
BVPS	14.928	17.602	18.046	20.740
ROAE	17,2%	18,0%	22,0%	27,2%

Source: VNDIRECT RESEARCH

LẠC QUAN TRONG THẬN TRỌNG

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 52.400 đồng/cp

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi thích KDH do:

- 1) KDH sở hữu quỹ đất lớn 600ha tại TP HCM. Phần lớn nằm ở phía Nam TP HCM và thành phố Thủ Đức, nơi đang thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư và giá nhà đất tăng mạnh nhờ phát triển cơ sở hạ tầng;
- 2) KDH sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp, phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu thực ở của người dân;
- 3) Chúng tôi dự phóng doanh số ký bán năm 2022-23 sẽ tăng trở lại mạnh mẽ nhờ bốn dự án mở bán mới với tổng giá trị phát triển (GDV) là 21.995 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ cao nhờ vị trí đắc địa, pháp lý minh bạch, và nguồn cung mới tại TP.HCM đang khan hiếm.

Định giá

Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu khác nhau đối với từng dự án thay vì một mức chung cho RNAV hợp nhất do thiếu dữ liệu quá khứ cho việc xác định mức chiết khấu hợp lý. Các mức chiết khấu khác nhau sẽ được áp dụng cho từng dự án khác nhau tùy thuộc vào thời gian thực hiện, tiến độ thu mua đất, và tỷ lệ hấp thụ trong bán hàng. Chiết khấu cho toàn bộ RNAV hiện là 20%. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu KDH giảm 4,4% còn 52.400 đồng/cp do các dự án The Solina và Clarita có thể lùi mở bán sang 2023 trong bối cảnh ngành BĐS đang gặp nhiều thách thức.

Tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn đến từ giá bán trung bình cao hơn dự kiến tại các dự án Classia, Clarita, và 158 An Dương Vương; luận điểm đầu tư trung và dài hạn phụ thuộc vào việc liệu KDH có thể xử lý các vấn đề pháp lý nhằm ra mắt dự án Tân Tạo. **Rủi ro giảm giá** là 1) việc xin cấp phép mở bán cho các dự án mới chậm hơn dự kiến và 2) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng.

Hình 1: Định giá (tỷ đồng)

Tên dự án	Giá trị hợp lý	Phương pháp	Lưu ý
Tân Tạo	12.561	DCF	
The Solina	2.959	DCF	Có thể sẽ lùi mở bán sang 2023 trong bối cảnh ngành BĐS đang gặp nhiều thách thức.
Green Village	6.806	DCF	
Clarita	1.605	DCF	Có thể sẽ lùi mở bán sang 2023 trong bối cảnh ngành BĐS đang gặp nhiều thách thức.
Classia	1.956	DCF	
KCN Lê Minh Xuân	2.681	DCF	
The Privia	1.697	DCF	
Khác	1.942	BV	
Tổng	32.712		
Cộng:			
Tiền và tương đương tiền	1.242		
Tài sản khác	3.988		
Trừ:			
Nợ vay	4.434		
Nợ phải trả khác	1.822		
Lợi ích cổ đông thiểu số	656		
RNAV	33.711		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	643		
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	52.400		

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành BĐS nhà ở

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		EPS 3 năm	P/B (x)		ROE (%)		Nợ/VCSH Q1/22 (%)
		Nội tệ	Nội tệ		Tr.USD	2022	2023	Tăng trưởng kép (%)	2022	2023	2022	2023	
Vinhomes	VHM VN	69.500	115.000	Khả quan	13.044	8,7	6,2	38,3	1,8	1,4	23,4	25,4	12,7
Novaland	NVL VN	78.900	89.000	Khả quan	6.631	22,3	11,5	59,1	3,6	2,7	17,7	27,0	117,7
Khang Điền	KDH VN	41.000	52.400	Khả quan	1.136	18,7	15,4	44,4	2,3	2,0	25,6	35,6	28,7
Nam Long	NLG VN	45.000	56.000	Khả quan	743	14,4	9,5	45,5	2,5	2,2	22,6	27,4	1,4
Đất Xanh	DXG VN	25.850	25.000	Trung lập	677	7,3	3,4	46,3	1,4	1,0	21,7	34,6	15,1
Trung bình trong nước						14,3	9,2	46,7	2,3	1,9	22,2	30,0	35,1
Trung vị trong nước						14,4	9,5	45,5	2,3	2,0	22,6	27,4	15,1

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY (GIÁ ĐÓNG CỬA NGÀY 02/06/2022)

KQKD Q1/22: Doanh thu Q1/22 âm ảm do ít dự án BĐS bàn giao

Hình 3: So sánh kết quả kinh doanh (KQKD) Q1/22 và Q1/21

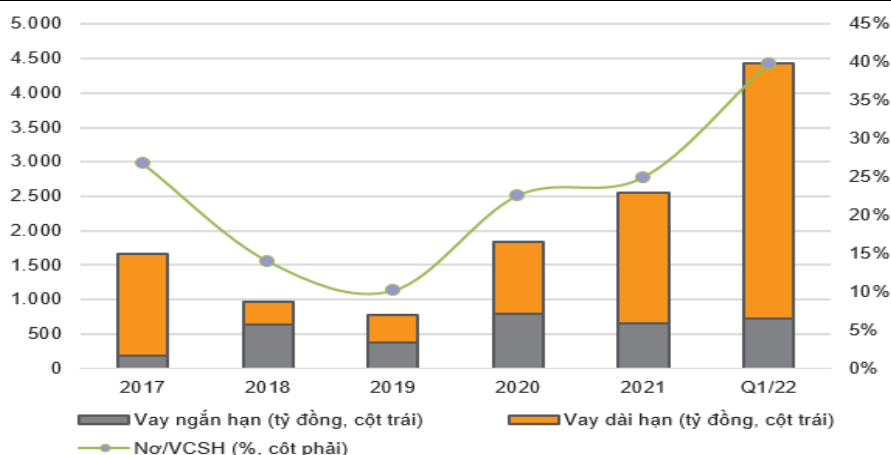
tỷ VND	Q1/22	Q1/21	svck	So với dự báo 2022	Chú thích
Doanh thu	143	837	-82,9%	3,8%	
BĐS	129	827	-84,4%		Do ít dự án BĐS bàn giao.
Khác	14	10	43,6%		
Lợi nhuận gộp	77	358	-78,4%		
Biên LN gộp	54,2%	42,8%	11,4 điểm %		Do các dự án Safira bàn giao trong Q1/21 có biên LN thấp.
Chi phí bán hàng	(14)	(20)	-32,9%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(58)	(51)	14,9%		
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	5	275	-98,3%		
Doanh thu tài chính	3	5	-51,7%		
Chi phí tài chính	(3)	(17)	-82,4%		
Thu nhập khác	305	(7)	0,0%		Nhờ khoản thu nhập bất thường 308 tỷ đồng từ đánh giá lại tại Công ty TNHH Đầu tư Kinh doanh Nhà Đoàn Nguyên
LN trước thuế	310	268	15,5%		
Lợi nhuận ròng	299	205	46,0%	20,4%	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nợ vay của KDH tăng vọt trong Q1/22 nhằm hỗ trợ các hoạt động đầu tư và chiến lược mở rộng quỹ đất

Việc mở rộng quỹ đất và đầu tư phát triển các dự án lớn đã làm tăng đáng kể nhu cầu vốn lưu động của KDH. KDH ghi nhận nợ vay tăng mạnh 73,7% svck lên 4.434 tỷ đồng trong Q1/22, dẫn đến tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (VCSH) tại Q1/22 tăng 15 điểm % svck. Trong 6 tháng cuối năm, KDH dự kiến sẽ phát hành 2.000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp để đầu tư cho các hoạt động đền bù, phát triển cơ sở hạ tầng và chi phí xây dựng cho các dự án The Privia, Classia và Tân Tạo.

Hình 4: Nợ vay tăng mạnh 73,7% svck với tỷ lệ nợ/VCSH ở mức 0,4x tại Q1/22



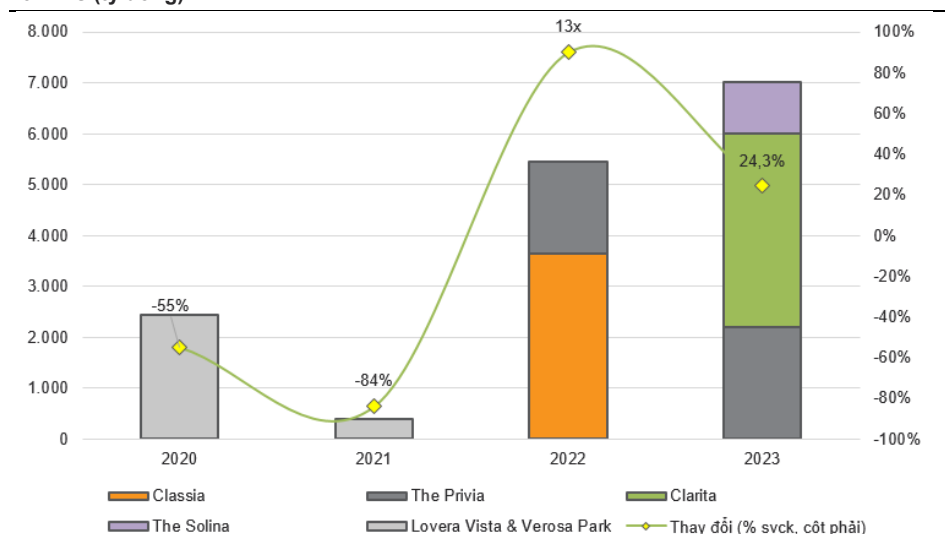
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2022-24: Lạc quan trong thận trọng về triển vọng tăng trưởng LN ròng

Kỳ vọng doanh số ký bán trở lại mạnh mẽ nhờ mở bán bốn dự án mới

Chúng tôi tin rằng các dự án mở bán trong nửa cuối 2022 gồm Classia và The Privia sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ cao nhờ vị trí đắc địa, pháp lý minh bạch, và nguồn cung mới tại TP.HCM đang khan hiếm. Chúng tôi dự báo doanh số ký bán năm 2022 sẽ tăng 13 lần svck lên 5.691 tỷ đồng nhờ mở bán hai dự án này. Ngoài ra, KDH đã hoàn tất việc mua lại Dhai quý đất mới là Đoàn Nguyên (6ha tại Cát Lái, TP. Thủ Đức) và Nguyên Thụ (chưa tiết lộ thông tin chi tiết về dự án). Chúng tôi tin rằng những dự án này sẽ hỗ trợ triển vọng LN ròng của KDH trong trung hạn.

Hình 5: Chúng tôi dự báo doanh số ký bán tăng mạnh mẽ 13 lần svck/24,3% svck giai đoạn 2022-23 (tỷ đồng)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Kế hoạch phát triển các dự án của KDH

Dự án	Vị trí	Loại hình	Tỷ lệ sở hữu của KDH	Diện tích (ha)	Kế hoạch thực hiện*						
					2020	2021	2022	2023	2024	2025	Từ 2026
Tân Tạo	Bình Tân, TP HCM	Khu đô thị	100%	330,0							
Green Village	Bình Chánh, TP HCM	Khu đô thị	100%	132,9							
The Solina	Bình Chánh, TP HCM	Khu đô thị	100%	16,4							
Lê Minh Xuân	Bình Chánh, TP HCM	Khu công nghiệp	100%	109,9							
The Privia	Bình Tân, TP HCM	Căn hộ	100%	1,8							
Clarita	Quận 2, TP HCM	Nhà phố	100%	5,7							
Classia	Quận 9, TP HCM	Nhà phố	100%	4,3							

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các dự án trọng điểm KDH dự kiến triển khai trong giai đoạn 2022-23

Hình 7: Dự án Classia



- Vị trí: thành phố Thủ Đức
- Diện tích: 4,3ha
- Mật độ xây dựng: 36%
- Số sản phẩm: 176 sản phẩm thấp tầng
- Sản phẩm chính: Nhà phố / Biệt thự
- Tổng giá trị phát triển (GDV): 3.650 tỷ đồng
- Thời gian mở bán dự kiến: Q3/22
- Thời gian bàn giao dự kiến: Q3/22

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Dự án The Privia



- Vị trí: Bình Tân, TP HCM
- Diện tích: 1,8ha
- Mật độ xây dựng: 30%
- Số sản phẩm: 1.000-1.100 căn
- Sản phẩm chính: căn hộ
- GDV: 3.874 tỷ đồng
- Thời gian mở bán dự kiến: Q4/22
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2024

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: Dự án Clarita



- Vị trí: thành phố Thủ Đức
- Diện tích: 5,8ha
- Số sản phẩm: 159 căn
- Sản phẩm chính: Nhà phố / Biệt thự
- Total GDV: 3.787 tỷ đồng
- Thời gian mở bán dự kiến: 2023
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2023.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Dự án The Solina



- Vị trí: Bình Chánh, TP HCM
- Diện tích: 16,4ha
- Sản phẩm chính: Căn hộ / Biệt thự / Nhà phố
- Thời gian mở bán dự kiến: 2023
- Thời gian bàn giao dự kiến: 2024.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tuy nhiên sóng gió ngành BĐS làm giảm sự tự tin của chúng tôi

KDH dự kiến mở bán dự án Classia (176 căn thấp tầng) vào năm 2021 nhưng do dịch bệnh bùng phát đã hạn chế các hoạt động xây dựng và gây ra sự chậm trễ trong việc ra mắt dự án này. Chúng tôi quan sát từ 2020 tới nay KDH chưa ra mắt dự án mới do ảnh hưởng của COVID-19 và thủ tục pháp lý chậm tại TP. HCM. Do đó, giá trị chưa ghi nhận của KDH tính đến T5/22 chỉ tương đương khoảng 5-10% doanh thu BĐS năm 2022 chúng tôi dự phóng trước đó.

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy ngành BĐS đang đối mặt với nhiều thách thức làm ảnh hưởng đến triển vọng ngành, gồm: 1) lãi suất tăng ảnh hưởng đến quyết định mua nhà, 2) giá vật liệu tăng có thể làm tăng giá nhà ở và 3) thắt chặt các khoản vay ngân hàng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hơn trong việc phát hành TPDN. Do đó, chúng tôi đã thực hiện điều chỉnh thay đổi dự phóng giai đoạn 2022-24 như sau:

Năm 2022:

- Chúng tôi hoãn việc ghi nhận doanh thu 741 tỷ đồng từ dự án Clarita sang năm 2023 do việc mở bán có thể dời sang năm 2023.
- Chúng tôi điều chỉnh thu nhập khác tăng 915% so với dự phóng trước lên 362 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập bất thường 308 tỷ đồng từ đánh giá lại tại Công ty TNHH Đầu tư Kinh doanh Nhà Đoàn Nguyên trong Q1/22.
- Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh doanh thu năm 2022 giảm 15,6% xuống 3.769 tỷ đồng và LN ròng giảm 13,8% còn 1.471 tỷ đồng so với dự báo trước đó.

Năm 2023-23:

- Chúng tôi hoãn việc ghi nhận doanh thu từ dự án The Solina sang 2024-25 do việc xây dựng tại dự án này có thể sẽ dời sang năm 2023.
- Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh doanh thu năm 2023-24 giảm 18,2%/12,7% xuống 4.721 tỷ đồng/6.325 tỷ đồng và LN ròng giảm 23,2%/13,4% còn 1.823 tỷ đồng/2.215 tỷ đồng so với dự báo trước đó.

Hình 11: Thay đổi dự phóng năm 2022-24

	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2022	2023	2023	2022	2023	2023	2022	2023	2023
Doanh thu thuần	3.769	4.721	6.325	4.466	5.774	7.244	-15,6%	-18,2%	-12,7%
Lợi nhuận gộp	2.185	2.886	3.437	2.662	3.677	3.956	-17,9%	-21,5%	-13,1%
Biên LN gộp (%)	58,0%	61,1%	54,4%	59,6%	63,7%	54,4%	-1,6 điểm %	-2,6 điểm %	0 điểm %
Chi phí bán hàng & quản lý	(450)	(462)	(509)	(441)	(551)	(587)	2,1%	-16,3%	-13,3%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	1.735	2.424	2.929	2.221	3.126	3.359	-21,9%	-22,4%	-12,8%
Thu nhập khác	362	40	42	36	37	42	915,0%	6,7%	0,0%
LN trước thuế	1.889	2.281	2.771	2.137	3.005	3.225	-11,6%	-24,1%	-14,1%
Lợi nhuận ròng	1.471	1.823	2.215	1.707	2.372	2.559	-13,8%	-23,2%	-13,4%

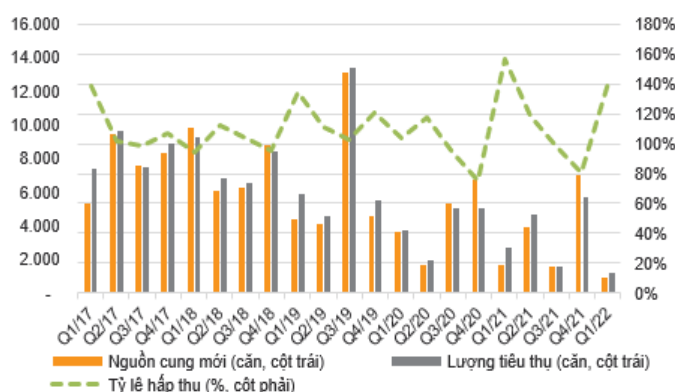
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

PHỤ LỤC

Thị trường TP HCM Q1/22: giá tăng chậm lại, nguồn cung mới ảm đạm

Nguồn cung căn hộ mới ảm đạm

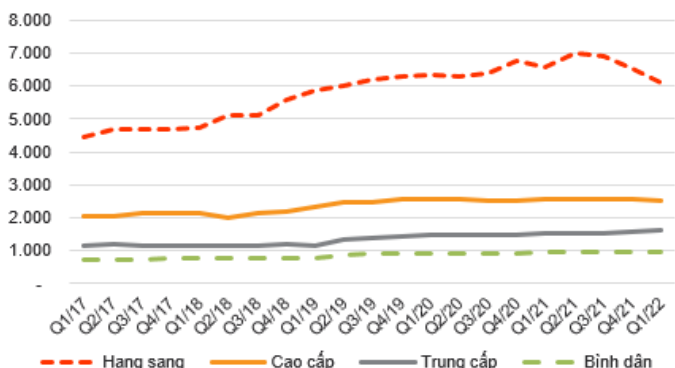
Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới tại TPHCM trong Q1/22 giảm 48% svck còn 884 căn, chỉ một dự án cao cấp được mở bán là Akari City, mức thấp nhất theo quý kể từ năm 2013. Nguồn cung sụt giảm dẫn đến số căn hộ sơ cấp tiêu thụ trong Q1/22 giảm 53% svck còn 1.247 căn. Tỷ lệ hấp thụ vẫn ở mức tích cực đạt 141% (-15% svck). Chúng tôi cho rằng thị trường căn hộ TPHCM sẽ phục hồi trong những quý tới với sự ra mắt của các dự án Lancaster Legacy, Urban Green, The 9 Stellars, Peak Garden.



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Tốc độ tăng giá bán căn hộ sơ cấp tại TPHCM chậm lại trong Q1/22 (Đơn vị: USD/m2)

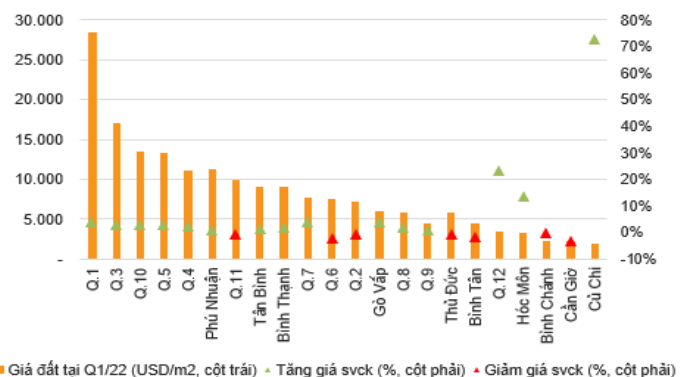
Giá căn hộ sơ cấp tại TP.HCM tăng chậm lại trong Q1/22, tăng khoảng 7,7% svck lên 2.390 USD/m2 (so với mức tăng 14,6% svck trong Q1/21). Phân khúc hạng sang và cao cấp giảm lần lượt 4,8% svck và 1,2% svck do vị trí dự án ít đặc địa hơn. Trong khi phân khúc trung cấp tiếp tục tăng đáng kể 7,2% svck (so với mức tăng 4,4% svck trong Q1/21) do nguồn cung phân khúc này hạn chế trong hai năm qua.



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Giá đất thứ cấp tại Tây Bắc TPHCM tăng mạnh mẽ trong Q1/22 (Đơn vị: USD/m2)

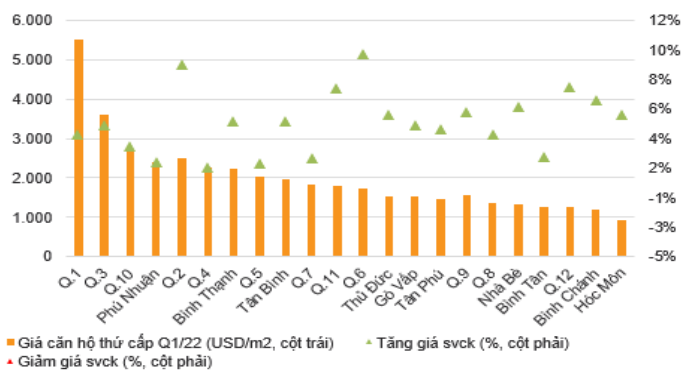
Theo nghiên cứu của chúng tôi, giá đất tại khu vực Tây Bắc của TPHCM tăng vọt trong Q1/22, đặc biệt là huyện Củ Chi (+72,7% svck, +116,5% trong vòng hai năm) do Củ Chi được đề xuất lên thành phố thay vì lên quận. Huyện Hóc Môn tiếp tục ghi nhận mức tăng giá hai chữ số trong Q1/22, tăng 13,5% svck (+51,8% trong vòng hai năm). Trong khi đó giá đất ở những nơi khác có xu hướng hạ nhiệt trong Q1/22, dao động trong khoảng +/- 5% svck.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Giá căn hộ thứ cấp tại TPHCM tiếp tục tăng trưởng lành mạnh trong Q1/22 (Đơn vị: USD/m²)

Do nguồn cung căn hộ mới hạn chế trong Q1/22, thị trường căn hộ thứ cấp thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư với giá thứ cấp tăng trên toàn TP.HCM, tăng trung bình 4,4% svck trong Q1/22 (so với mức tăng 3,2% svck trong Q1/21).



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

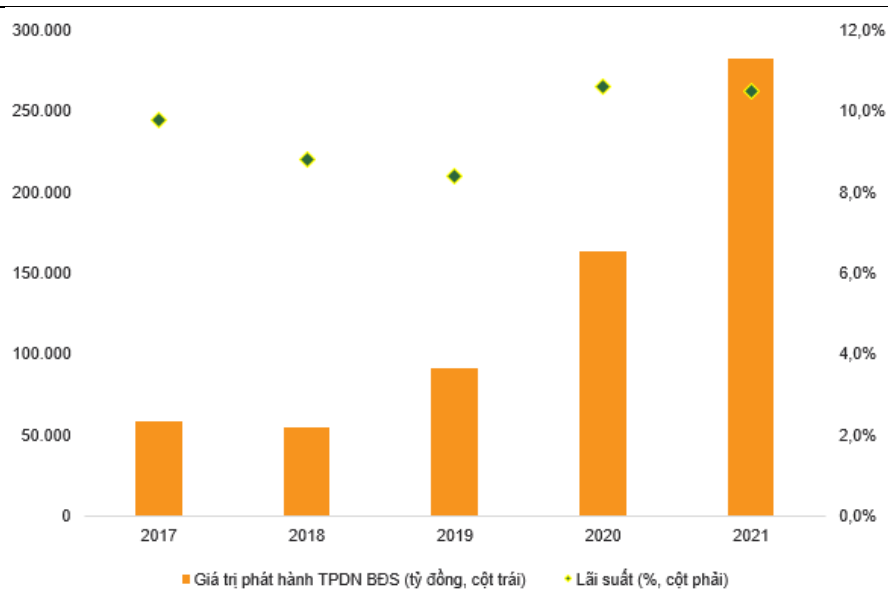
Các doanh nghiệp BĐS có thể gặp khó khăn trong việc huy động vốn trong vài quý tới

Trong những năm qua, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã từng bước hướng dòng vốn tín dụng vào lĩnh vực sản xuất, dịch vụ, nông nghiệp, ... và giảm tỷ lệ cho vay đối với lĩnh vực BĐS. Thông tư 22/2019/TT-NHNN có hiệu lực từ năm 2020 yêu cầu các ngân hàng thương mại giảm tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung, dài hạn xuống còn 34% từ T10/21 và 30% từ T10/22. Do đó, tăng trưởng tín dụng vào lĩnh vực BĐS đã chậm lại từ 26% năm 2018 xuống còn 12% năm 2021 và có thể giảm xuống 9-10% năm 2022. Vào T4/22, để hạn chế đầu cơ BĐS, NHNN đã yêu cầu các ngân hàng giám sát chặt chẽ tín dụng vào lĩnh vực BĐS và hạn chế tín dụng đối với đầu tư BĐS cao cấp, BĐS du lịch, nghỉ dưỡng và đầu cơ BĐS.

Bên cạnh đó, Chính phủ cũng yêu cầu cần giám sát thị trường TPDN do rủi ro vi phạm phát hành và đầu giá quyền sử dụng đất. Theo nghiên cứu của chúng tôi, trái phiếu doanh nghiệp BĐS chiếm 40% tổng giá trị phát hành trong Q1/22, với mức tăng trưởng mạnh mẽ 73,1% svck và 25,2% svck trong năm 2021 và Q1/22. Để giảm thiểu rủi ro và tăng cường tính minh bạch của thị trường, Bộ Tài chính đang khẩn trương rà soát khung pháp lý với các điều kiện chặt chẽ hơn đối với các tổ chức phát hành, đặc biệt là phát hành riêng lẻ. NHNN sẽ giám sát, kiểm tra các tổ chức tín dụng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp, cung cấp dịch vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, đầu tư, phân phối trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt là trái phiếu của doanh nghiệp BĐS, doanh nghiệp có khối lượng phát hành lớn, lãi suất cao, kết quả kinh doanh âm và không có tài sản đảm bảo. Do đó, chúng tôi cho rằng việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt là lĩnh vực BĐS sẽ bị kiểm soát chặt chẽ trong vài quý tới.

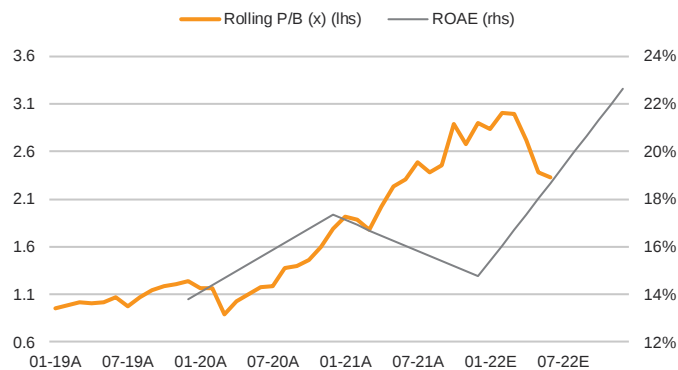
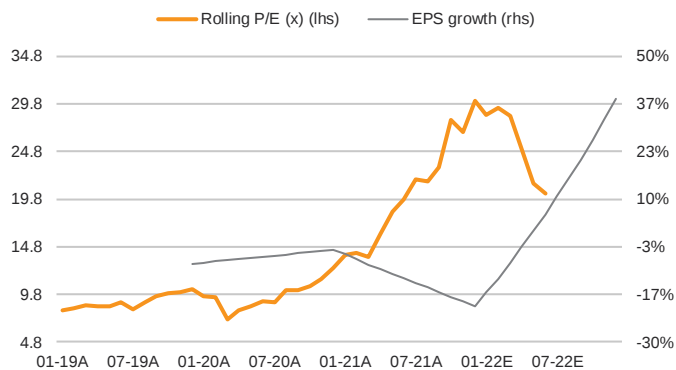
Trong bối cảnh thắt chặt tín dụng vào lĩnh vực BĐS và giám sát chặt chẽ hoạt động phát hành TPDN, chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư Việt Nam có thể sẽ gặp thách thức trong việc huy động vốn trong vài quý tới.

Hình 12: Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp BĐS tăng mạnh mẽ từ 2019



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FIINPRO

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	3.738	3.769	4.721
Giá vốn hàng bán	(1.945)	(1.585)	(1.835)
Chi phí quản lý DN	(183)	(208)	(191)
Chi phí bán hàng	(201)	(242)	(271)
LN hoạt động thuần	1.408	1.735	2.424
EBITDA thuần	1.419	1.753	2.444
Chi phí khấu hao	10	19	19
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.408	1.735	2.424
Thu nhập lãi	20	24	44
Chi phí tài chính	(72)	(136)	(127)
Thu nhập ròng khác	184	267	(61)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.540	1.889	2.281
Thuế	(335)	(416)	(456)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2)	(2)	(2)
LN ròng	1.202	1.471	1.823
Thu nhập trên vốn	1.129	1.380	1.712
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	1.202	1.471	1.823

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.365	2.274	3.832
Đầu tư ngắn hạn	69	69	69
Các khoản phải thu ngắn hạn	649	654	820
Hàng tồn kho	7.748	13.019	14.748
Các tài sản ngắn hạn khác	35	37	38
Tổng tài sản ngắn hạn	13.399	19.363	23.120
Tài sản cố định	792	860	936
Tổng đầu tư	14	14	14
Tài sản dài hạn khác	86	128	167
Tổng tài sản	14.349	20.417	24.283
Vay & nợ ngắn hạn	648	637	574
Phải trả người bán	155	126	146
Nợ ngắn hạn khác	1.231	2.535	3.686
Tổng nợ ngắn hạn	2.064	3.323	4.434
Vay & nợ dài hạn	1.905	5.294	6.310
Các khoản phải trả khác	159	160	165
Vốn điều lệ và	6.429	6.429	6.429
LN giữ lại	2.342	3.759	5.490
Vốn chủ sở hữu	10.186	11.603	13.334
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	14.349	20.417	24.283

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	1.540	1.889	2.281
Khấu hao	10	19	19
Thuế đã nộp	(335)	(416)	(456)
Các khoản điều chỉnh khác	(340)	(367)	(311)
Thay đổi VLĐ	(2.676)	(3.828)	(858)
LC tiền thuần HKKD	(2.015)	(2.676)	651
Đầu tư TSCĐ	(49)	(81)	(89)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(50)	24	44
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(99)	(57)	(45)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	936	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	2.174	3.379	952
Dòng tiền từ HĐTC khác	(1.467)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	1.644	3.379	952
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1.836	1.365	2.274
LC tiền thuần trong năm	(470)	646	1.558
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1.365	2.011	3.832

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	32,2%	39,1%	38,7%
Vòng quay TS	0,34	0,34	0,43
ROAA	10,9%	13,4%	16,6%
Đòn bẩy tài chính	1,64	1,64	1,64
ROAE	18,0%	22,0%	27,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	63,4	63,4	63,4
Số ngày nắm giữ HTK	1.453,7	2.998,9	2.933,7
Số ngày phải trả tiền bán	29,0	29,0	29,0
Vòng quay TSCĐ	4,82	4,86	6,09
ROIC	9,4%	8,4%	9,0%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	6,5	5,8	5,2
Khả năng thanh toán nhanh	2,7	1,9	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,7	0,7	0,9
Vòng quay tiền	1.488,0	3.033,2	2.968,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(18,9%)	0,6%	25,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	-	-	-
Tăng trưởng LN ròng	4,3%	22,4%	23,9%
Tăng trưởng EPS	4,3%	22,4%	23,9%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

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

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.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: toan.chuduc@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>