

Mua vào (giữ nguyên)

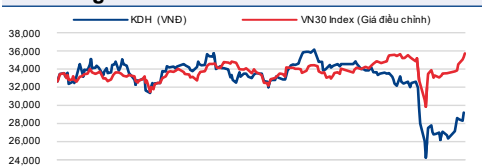
Giá mục tiêu: VNĐ37,600 (từ VNĐ41,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 28.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/5/2025)	29,300
Mã Bloomberg	KDH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,250-36,150
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	28,933
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	29,626
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,143
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,011
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	495
Slg CP NN được mua (tr.đv)	56.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	37.7%
Tỷ lệ freefloat	60.6%
Cổ đông lớn	Dragon Capital (15.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	5.40	(13.4)	(10.2)
So với chỉ số	(0.03)	(17.0)	(18.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	937	929	0.9
2026F	1,374	1,114	23.4
2027F	1,295	1,903	(31.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

KDH là nhà phát triển biệt thự cao cấp có uy tín tại TP HCM có quỹ đất tập trung tại Quận 9 và Huyện Bình Chánh. Công ty đã mở rộng thành công sang phân khúc căn hộ trung cấp.

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Giảm nhẹ giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH nhưng giảm 10% giá mục tiêu xuống 37.600đ (tiềm năng tăng giá 28,3%) do tác động của các giả định định giá thận trọng hơn và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhưng tăng 18,6% dự báo cho năm 2026 và giảm 5,5% dự báo cho năm 2027 – chủ yếu do điều chỉnh thời điểm mở bán của các dự án 11A (Solina) và KCN Lê Minh Xuân.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, KDH đang giao dịch với mức chiết khấu 37,6% so với RNAV, hơi lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 36,1%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,3 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 20,9 lần. Với triển vọng được đánh giá là đang cải thiện rõ rệt, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q1/2025

KDH công bố KQKD Q1/2025 –thấp hơn một chút so với dự báo của HSC –doanh thu thuần đạt 710 tỷ đồng, tăng 112,6% so với cùng kỳ (giảm 65,3% so với quý trước) và lợi nhuận thuần đạt 122 tỷ đồng (tăng 61,1% so với cùng kỳ, giảm 69,3% so với quý trước). Công ty đã hoàn tất bàn giao 99% số căn hộ tại dự án cao tầng The Privia (Bình Tân). Trong khi đó, dự án Gladia By The Waters (Gladia) – được phát triển hợp tác với Keppel Land (Singapore) – dự kiến sẽ mở bán phân khu thấp tầng trong Q3/2025.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 ở mức 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 28,6%), chủ yếu nhờ phần doanh thu còn lại từ dự án The Privia và ghi nhận mới từ dự án Gladia. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh tăng 18,6% dự báo năm 2026 lên 1,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 45,9%) trong khi giảm 5,5% dự báo năm 2027 xuống 1,5 nghìn tỷ đồng (giảm 3,4%) do điều chỉnh lại thời điểm mở bán các dự án 11A (Solina) và KCN Lê Minh Xuân (LMX).

Dự báo mới – sát với bình quân dự báo thị trường trong năm nay, cao hơn đáng kể cho năm tới và thấp hơn trong năm 2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21,9%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, KDH đang giao dịch với mức chiết khấu 37,6% so với ước tính RNAV mới, hơi lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 36,1%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,3 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 20,9 lần. Đáng chú ý, HSC giảm 10% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 37.600đ do tác động tổng hợp của việc (1) tăng giá định WACC (sau khi điều chỉnh tăng phần bù rủi ro vốn CSH theo tiêu chuẩn nội bộ mới), (2) nới rộng mức chiết khấu trên RNAV từ 10% lên 20%, và (3) lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 28,3% tại giá mục tiêu mới. Triển vọng vốn đã tích cực đối với thị trường TP.HCM càng được củng cố thêm nhờ đã phục hồi mạnh hơn của thị trường BĐS cũng như kế hoạch sáp nhập hành chính với các tỉnh lân cận. Những yếu tố thuận lợi này được kỳ vọng sẽ mang lại lợi ích đáng kể cho KDH – doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM. Bên cạnh đó, việc KDH duy trì khả năng triển khai đều đặn các dự án chất lượng cao đã giúp củng cố lợi thế cạnh tranh dài hạn của Công ty. Với triển vọng được đánh giá là đang cải thiện rõ rệt, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,205	1,301	2,570	3,193 ▲	2,190
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	716	810	1,041	1,519 ▲	1,468 ▼
EPS ĐC (đồng)	747	723	937	1,374 ▲	1,295 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0 ▼	0
BVPS (đồng)	16,828	17,202	18,095	19,416	20,644
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.6	25.8	13.4	11.5	16.3
P/E ĐC (lần)	39.2	40.5	31.3	21.3	22.6
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.74	1.70	1.62	1.51	1.42
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(47.2)	(3.18)	29.6	46.6	(5.76)
ROAE (%)	5.72	5.25	5.80	7.88	7.06

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Cập nhật dự báo sau khi điều chỉnh thời điểm mở bán

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH nhưng giảm 10% giá mục tiêu xuống 37.600đ (tiềm năng tăng giá 28,3%) do tác động tiêu cực của các giả định định giá thận trọng hơn đã lớn hơn tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhưng tăng 18,6% dự báo cho năm 2026 và giảm 5,5% dự báo cho năm 2027 – chủ yếu do điều chỉnh thời điểm mở bán của dự án 11A (Solina) và KCN Lê Minh Xuân. Chúng tôi cho rằng KDH – với quỹ đất lớn tập trung tại TP.HCM – sẽ là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ quá trình phục hồi của thị trường BĐS.

KQKD Q1/2025 thấp nhẹ so với kỳ vọng

KDH gần đây đã công bố KQKD Q1/2025 với doanh thu thuần đạt 710 tỷ đồng, tăng 112,6% so với cùng kỳ (giảm 65,3% so với quý trước) và lợi nhuận thuần đạt 122 tỷ đồng (tăng 61,1% so với cùng kỳ, giảm 69,3% so với quý trước). Các khoản mục ngoài HĐKD cốt lõi là không đáng kể.

KQKD Q1/2025 chỉ đạt 9,3% và 11,7% dự báo cả năm của HSC về doanh thu và lợi nhuận thuần, đồng thời hoàn thành 18,7% và 12,2% các kế hoạch tương ứng mà BLĐ Công ty đề ra. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng phần lớn lợi nhuận của KDH trong năm nay sẽ được ghi nhận trong Q4/2025, khi Công ty dự kiến bàn giao khu thấp tầng của dự án Gladia (liên doanh giữa KDH và Keppel Land), dự kiến mở bán trong Q3/2025. Thực tế, doanh thu quý này chỉ thấp nhẹ so với kỳ vọng, phần lớn do chúng tôi giả định toàn bộ dự án Privia (Bình Tân) sẽ được bàn giao trong quý; thay vào đó, khoảng 99% dự án đã được bàn giao, còn khoảng 20 căn chưa bàn giao.

Doanh thu mảng phát triển BĐS trong Q1/2025 đạt 703 tỷ đồng, tăng 120,8% so với cùng kỳ (giảm 65,4% so với quý trước), chủ yếu nhờ ghi nhận các căn hộ còn lại tại dự án Privia ở Bình Tân. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng này đạt 44,3%, giảm so với mức 53,1% ghi nhận trong Q1/2024 (và đi ngang so với quý trước).

Chi phí bán hàng và quản lý ở mức 58 tỷ đồng, giảm 49,2% so với quý trước do doanh số thấp hơn. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu ở mức 16,5%, tương đối ổn định so với cùng kỳ.

Chi phí tài chính ở mức 48 tỷ đồng, giảm 72% so với quý trước nhưng tăng 126% so với cùng kỳ. Tại thời điểm cuối quý, dư nợ thuần tăng 35,1% so với quý trước lên 5 nghìn tỷ đồng. Theo đó, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH tăng lên mức 25,7% so với 19,2% trong quý trước, nhưng vẫn thấp hơn so với mức 32,6% trong cùng kỳ. Theo chúng tôi, các chỉ số này vẫn ở mức lành mạnh.

Bảng 1: KQKD Q1/2025, KDH

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	So với cùng kỳ	Dự báo 2025 – HSC	% dự báo 2025 – HSC
Doanh thu thuần	334	710	112.6%	7,640	9.3%
Lợi nhuận gộp	174	307	76.1%		
LNTT	102	157	54.0%		
LNST	64	119	85.4%	1,819	6.5%
Lợi nhuận thuần	63	122	93.6%	1,041	11.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(7)	(5)	-28.6%	-	-
Lợi nhuận 'cốt lõi'	70	127	81.4%	1,041	12.2%

Nguồn: HSC

Trong buổi họp báo cáo KQKD, BLĐ đã cập nhật tình hình pháp lý của các dự án phát triển trung và dài hạn đầy tiềm năng của KDH, với trọng tâm là bốn dự án lớn: 11A (17,5 ha), Tân Tạo (330 ha), Phong Phú 2 (khoảng 30 ha) và Bình Trưng mở rộng (20 ha) (Bảng 2). Cụ thể:

- **Dự án 11A:** KDH đã hoàn tất 100% nghĩa vụ tài chính về tiền sử dụng đất. Công ty sẽ tiếp tục thực hiện các thủ tục pháp lý còn lại trong năm 2025 và dự kiến triển khai bán hàng trong năm 2026.
- **Phong Phú 2 và Bình Trưng mở rộng:** KDH đã hoàn tất đền bù giải phóng mặt bằng trong năm 2024. Đây thường được coi là bước khó khăn và mất thời gian nhất trong quá trình chuẩn bị đất. Hiện công ty đang nộp hồ sơ xin chấp thuận chủ trương đầu tư, dự kiến sẽ có vào cuối năm 2025 hoặc nửa đầu 2026. Hai dự án này sẽ giúp đảm bảo nguồn dự án cho sự phát triển trung hạn của công ty.
- **Tân Tạo:** Trong khi đó, dự án Tân Tạo tiếp tục có những tiến triển trong công tác đền bù đất đai. Công ty dự kiến hoàn tất quá trình đền bù từ nay đến đầu năm 2026, đồng thời đưa dự án vào phát triển trong năm 2027, đúng như kỳ vọng của chúng tôi.

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng các “quỹ dự trữ” của KDH sẽ đảm bảo công ty có đủ dự án để phát triển từ sau năm 2025 và kéo dài ít nhất đến năm 2032.

Bảng 2: Các dự án năm 2025, KDH

	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích (m ²)	Tiến độ
Danh mục dự án trong ngắn hạn				
Privia	Quận Bình Tân, TP.HCM	Chung cư	1.8	Bắt đầu bàn giao trong Q4/2024 và hoàn thành vào Q1/2025
Gladia By The Waters	Bình Trưng Đông, TP.Thủ Đức, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	11.8	Chờ phê duyệt bán hàng, dự kiến sẽ mở bán vào Q3/2025
KCN Lê Minh Xuân	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	KCN	109.9	Dự kiến thanh toán tiền đền bù trong Q3/2025 mở bán năm 2027
Danh mục dự án trong dài hạn				
11A (Solina)	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	16.4	Đã thanh toán 100% chi phí sử dụng đất
Bình Trưng mở rộng	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	20.0	Đã hoàn thành đền bù đất
Phong Phú 2	Huyện Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố	26.6	Đã hoàn thành đền bù đất
Tân Tạo	Quận Bình Tân, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, chung cư	330.0	Hoàn thành đền bù đất gần 90%, chờ cấp phép xây dựng

Nguồn: KDH, HSC

Hình 3: Dự án Gladia By The Water, KDH

Dự án sẽ thúc đẩy lợi nhuận Công ty trong giai đoạn 2025-2027



Nguồn: KDH, HSC

Hình 4: Dự án Gladia By The Water, KDH

Việc xây dựng đã hoàn thành 90%, dự kiến mở bán trong Q3/2025



Nguồn: KDH, HSC

Lợi nhuận: Giữ nguyên dự báo cho năm 2025, điều chỉnh tăng cho năm 2026

HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2025 với lợi nhuận thuần đạt 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 28,6%) trên doanh thu 7,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 131,8%). Doanh thu trong năm 2025 dự kiến sẽ được thúc đẩy chủ yếu từ việc ghi nhận doanh thu còn lại của Privia và việc bắt đầu ghi nhận doanh thu của dự án Gladia By The Waters (gọi tắt là Gladia, dự án hợp tác với Keppel Land của KDH).

Chúng tôi tăng 18,6% dự báo lợi nhuận thuần 2026 lên 1,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 45,9%), trên cơ sở tăng 14,1% dự báo doanh thu lên 9,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng

28,3%) nhờ điều chỉnh thời điểm mở bán dự án 11A (Solina) và KCN Lê Minh Xuân theo kế hoạch HDKD của Công ty. Cụ thể, chúng tôi hiện kỳ vọng dự án 11A (Solina) sẽ bắt đầu mở bán các sản phẩm thấp tầng trong năm nay, thay vì dự báo trước đó là vào năm 2027, đồng thời điều chỉnh lùi thời điểm mở bán dự án KCN Lê Minh Xuân sang năm 2027 (từ dự báo trước đó là năm 2026).

Cho năm 2027, chúng tôi điều chỉnh giảm 5,5% dự báo lợi nhuận thuần xuống 1,5 nghìn tỷ đồng (giảm 3,4%), trên cơ sở doanh thu đạt 5,6 nghìn tỷ đồng (giảm 43,3%). Doanh thu dự kiến đến từ việc ghi nhận phần còn lại của các căn hộ cao tầng thuộc dự án Gladia, ghi nhận doanh thu từ các sản phẩm thấp tầng tại dự án 11A (Solina), cũng như doanh thu từ bắt đầu bàn giao đất công nghiệp tại dự án Lê Minh Xuân.

Đối với dự án Gladia – được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong năm 2025 – khoảng 90% khối lượng xây dựng của phân khu thấp tầng (226 căn) đã hoàn thành. Dự án dự kiến sẽ được mở bán vào Q3/2025, nhằm đến phân khúc trung cao cấp. Giá bán hiện chưa được công bố nhưng trong mô hình dự báo của mình, HSC đang giả định mức giá khoảng 11.500 USD/m² (bao gồm giá đất và nhà hoàn thiện thô).

Dựa trên các điều chỉnh mới, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của KDH sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 21,9% trong giai đoạn 2024-2027.

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, KDH

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu	7,640	-	-	131.8%
Lợi nhuận gộp	3,321	-	-	90.8%
LNTT	2,465	-	-	134.5%
Lợi nhuận thuần	1,041	-	-	28.6%
2026F				
Doanh thu	8,592	9,800	14.1%	28.3%
Lợi nhuận gộp	3,640	4,156	14.2%	25.1%
LNTT	2,724	3,051	12.0%	23.8%
Lợi nhuận thuần	1,281	1,519	18.6%	45.9%
2027F				
Doanh thu	4,894	5,552	13.4%	-43.3%
Lợi nhuận gộp	2,738	3,137	14.6%	-24.5%
LNTT	2,176	2,062	-5.3%	-32.4%
Lợi nhuận thuần	1,553	1,467	-5.5%	-3.4%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cổ phiếu KDH nhưng giảm 10% giá mục tiêu xuống 37.600đ (tiềm năng tăng giá 28,3%) do tác động tổng hợp của việc (1) áp dụng giả định WACC mới mang tính thận trọng hơn, (2) nới rộng mức chiết khấu trên RNAV từ 10% lên 20% để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân 3 năm gần đây, và (3) lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026.

Triển vọng vốn đã tích cực đối với thị trường TP.HCM càng được củng cố thêm nhờ đà phục hồi rộng hơn của thị trường BĐS cũng như kế hoạch sáp nhập hành chính với các tỉnh lân cận. Những yếu tố thuận lợi này được kỳ vọng sẽ mang lại lợi ích cho KDH, công ty hiện đang sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM. Bên cạnh đó, uy tín trong việc phát triển quỹ đất, khả năng vượt qua những rào cản pháp lý phức tạp và liên tục bàn giao nhiều dự án với chất lượng cao đã và sẽ tiếp tục củng cố lợi thế cạnh tranh của KDH trong dài hạn. Lợi thế chiến lược này giúp KDH phát triển mạnh trong bối cảnh ngành hợp nhất sau khi các quy định mới, chặt chẽ hơn có hiệu lực.

Về phương pháp định giá, HSC tiếp tục áp dụng phương pháp SoTP và DCF để tính giá trị của các dự án đang được phát triển. Chi tiết về phương pháp tính RNAV của chúng tôi như sau:

- Tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% (không đổi) nhưng điều chỉnh phần bù rủi ro vốn CSH xuống 9% (từ 10% trước đó), sau khi bổ sung 1,5 điểm

phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% (tăng từ 7,5% trước đó). Hệ số beta là 1 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 13,9% (tăng từ mức 13,2%).

- Lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

Bảng 6: Định giá, KDH

Tỷ đồng	Lợi ích của KDH	HSC định giá lại (giữa năm-2026)	Phương pháp
Gladia (dự án hợp tác với Keppel)	50%	1,996	DCF
11A	100%	2,998	DCF
Phong Phú 2	100%	9,536	DCF
Khu dân cư Tân Tạo	100%	27,874	DCF
Các dự án khác	Various	11,086	Book value
Tổng giá trị tài sản		53,490	
Nợ/(tiền) thuần		(5,252)	
RNAV		48,238	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		1,027.3	
RNAV/cp (đồng)		46,950	
Chiết khấu		20%	
Giá mục tiêu (đồng)		37,600	

Nguồn: KDH, HSC

Để xác định giá mục tiêu, chúng tôi hiện áp dụng mức chiết khấu 20% (tăng từ 10% trước đó) lên giá trị RNAV ước tính – mức chiết khấu này vẫn hẹp nhưng đã phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân 3 năm là 36,1%. Chúng tôi tiếp tục tin rằng KDH là một trong số ít doanh nghiệp có thể hưởng lợi lớn từ triển vọng cải thiện mạnh mẽ của thị trường BĐS TP.HCM trong thời gian tới. Độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định này được trình bày trong Bảng 8.

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính (đồng), KDH

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
	3.0%	41,000	40,000	39,300	38,400	37,600
	3.5%	40,000	39,100	38,400	37,600	36,700
	4.0%	39,100	38,200	37,600	36,700	35,900
	4.5%	38,200	37,400	36,700	35,900	35,100
	5.0%	37,400	36,600	35,900	35,100	34,300

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

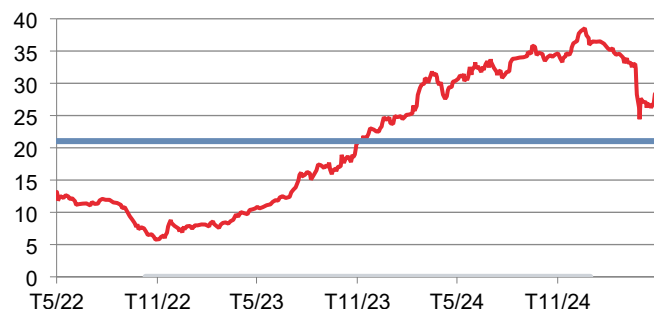
Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tỷ lệ chiết khấu là 20%, thấp hơn so với mức bình quân 3 năm của KDH là 37,6%

	Giả định chiết khấu RNAV:	0%	10%	20%	30%	40%
Giá mục tiêu (đồng/cp)		46,900	42,300	37,600	32,900	28,200
Tiềm năng tăng giá		60.4%	44.4%	28.3%	12.3%	-3.8%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 9: P/E trượt dự phóng 1 năm, KDH

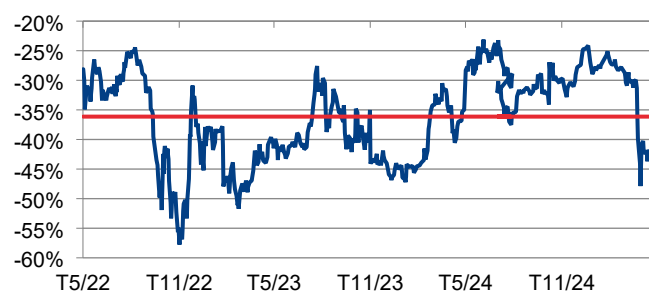
KDH đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,3 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 20,9 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 10: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

KDH đang giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 37,6% so với bình quân 3 năm ở mức 36,1%.



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, KDH đang giao dịch với mức chiết khấu 37,6% so với RNAV, hơi lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 36,1% (Biểu đồ 10). Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,3 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 20,9 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	2,088	3,279	7,640	9,800	5,552
Lợi nhuận gộp	1,587	1,740	3,321	4,156	3,137
Chi phí BH&QL	(367)	(431)	(733)	(945)	(929)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	1,220	1,309	2,588	3,211	2,208
Lãi vay thuần	(97.9)	(179)	(123)	(159)	(146)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(52.7)	(79.6)	0	0	0
LNTT	1,069	1,051	2,465	3,051	2,062
Chi phí thuế TNDN	(340)	(248)	(645)	(829)	(529)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(13.8)	6.68	(778)	(703)	(65.4)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	716	810	1,041	1,519	1,468
Lợi nhuận thuần ĐC	650	731	958	1,419	1,351
EBITDA ĐC	1,205	1,301	2,570	3,193	2,190
EPS (đồng)	905	801	1,019	1,471	1,407
EPS ĐC (đồng)	747	723	937	1,374	1,295
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	791	1,011	1,022	1,033	1,044
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	799	1,011	1,022	1,033	1,044
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	879	1,011	1,022	1,033	1,044

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	3,730	3,096	5,781	5,360	2,945
Đầu tư ngắn hạn	8.52	277	277	277	277
Phải thu khách hàng	1,831	3,013	2,384	2,492	2,786
Hàng tồn kho	18,787	22,180	25,826	28,215	31,998
Các tài sản ngắn hạn khác	381	276	552	352	2,106
Tổng tài sản ngắn hạn	24,737	28,840	34,820	36,695	40,112
TSCĐ hữu hình	81.3	73.3	62.8	52.2	41.6
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	131	233	226	219	212
Đầu tư dài hạn	945	1,027	1,280	1,487	1,486
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	587	579	579	579	579
Tổng tài sản dài hạn	1,744	1,913	2,148	2,337	2,319
Tổng cộng tài sản	26,481	30,753	36,968	39,032	42,431
Nợ ngắn hạn	1,444	1,100	2,616	3,047	2,196
Phải trả người bán	92.1	288	204	266	114
Nợ ngắn hạn khác	924	612	790	921	1,020
Tổng nợ ngắn hạn	5,346	4,179	6,745	5,555	10,359
Nợ dài hạn	4,901	5,998	7,772	8,764	5,801
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	658	634	634	634	634
Nợ dài hạn khác	50.9	489	489	489	489
Tổng nợ dài hạn	5,610	7,121	8,895	9,887	6,924
Tổng nợ phải trả	10,958	11,302	15,641	15,444	17,285
Vốn chủ sở hữu	13,451	17,394	18,492	20,051	21,543
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,072	2,057	2,834	3,537	3,602
Tổng vốn chủ sở hữu	15,523	19,450	21,326	23,588	25,146
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,481	30,753	36,968	39,032	42,431
BVPS (đ)	16,828	17,202	18,095	19,416	20,644
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,616	4,002	4,606	6,451	5,052

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,220	1,309	2,588	3,211	2,208
Khấu hao	15.0	8.14	17.6	17.6	17.6
Lãi vay thuần	(97.9)	(179)	(123)	(159)	(146)
Thuế TNDN đã nộp	(807)	(378)	(645)	(829)	(529)
Thay đổi vốn lưu động	(996)	(4,052)	(1,198)	(3,178)	2,395
Khác	(218)	(357)	(290)	182	(1,802)
LCT thuần từ HKKD	(1,556)	(4,252)	(491)	(1,779)	1,258
Đầu tư TS dài hạn	(183)	(94.7)	(253)	(207)	0.80
Góp vốn & đầu tư	(254)	0	0	0	0
Thanh lý	3,191	0.29	0	0	0
Khác	73.2	(219)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	2,826	(314)	(253)	(207)	0.80
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	132	3,179	140	140	140
Tăng/giảm nợ	(425)	752	3,289	1,423	(3,814)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(293)	3,932	3,430	1,564	(3,673)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,753	3,730	3,096	5,781	5,360
LCT thuần trong kỳ	977	(634)	2,686	(421)	(2,415)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,730	3,096	5,781	5,360	2,945
Dòng tiền tự do	(1,740)	(4,346)	(744)	(1,985)	1,258

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	76.0	53.1	43.5	42.4	56.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	57.7	39.7	33.6	32.6	39.4
Tỷ suất LNT (%)	34.3	24.7	13.6	15.5	26.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	31.8	23.6	26.2	27.2	25.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(28.3)	57.0	133	28.3	(43.3)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.41)	8.00	97.5	24.2	(31.4)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(44.2)	12.6	31.0	48.2	(4.77)
Tăng trưởng EPS (%)	(44.1)	(11.5)	27.3	44.4	(4.40)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(47.2)	(3.18)	29.6	46.6	(5.76)
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.72	5.25	5.80	7.88	7.06
ROACE (%)	6.20	5.49	9.11	10.1	6.74
Vòng quay tài sản (lần)	0.09	0.11	0.23	0.26	0.14
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(1.28)	(3.25)	(0.19)	(0.55)	0.57
Số ngày tồn kho	13,683	5,263	2,183	1,825	4,836
Số ngày phải thu	1,333	715	202	161	421
Số ngày phải trả	67.1	68.4	17.2	17.2	17.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	37.2	34.0	40.4	37.4	54.8
Nợ/tài sản (%)	33.0	29.3	35.8	32.9	34.8
EBIT/lãi vay (lần)	12.5	7.33	21.0	20.1	15.2
Nợ/EBITDA (lần)	7.25	6.92	5.15	4.03	6.74
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.63	6.90	5.16	6.61	3.87
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	12.5	10.3	4.52	3.75	6.42
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.6	25.8	13.4	11.5	16.3
P/E (lần)	32.4	36.6	28.8	19.9	20.8
P/E ĐC (lần)	39.2	40.5	31.3	21.3	22.6
P/B (lần)	1.74	1.70	1.62	1.51	1.42
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn