

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN KHẢI HOÀN LAND (KHG – HOSE)

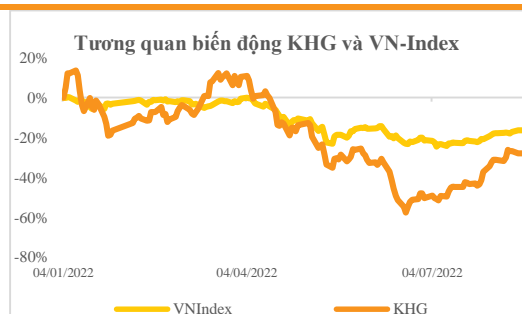
ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU: MUA

Giá thị trường (VND)	8.200
Giá mục tiêu (VND)	18.000
EPS 2021	933
EPS 2022 fw	1.521
Doanh thu 2022 fw	1.979
LNST 2022fw	674

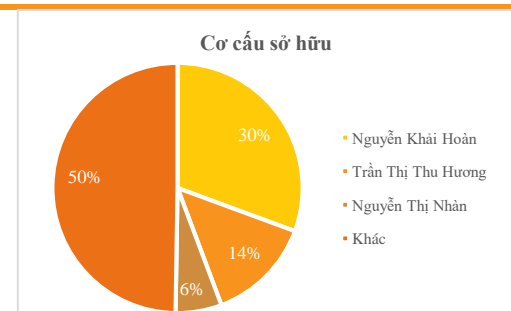
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Số lượng CP lưu hành	443,2 triệu
KLGD bq 1 tháng	1,9 triệu
Tăng/giảm giá 7 ngày	-6,82%
Tăng/giảm giá 1 tháng	-18,81%
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.099 tỷ

DIỄN BIẾN GIÁ CP VỚI VNINDEX



CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



TÌNH HÌNH KINH DOANH

	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	137	303	1.288	1.979
Biên LN gộp (%)	35%	47%	45%	50%
Biên LN ròng (%)	7%	32%	32%	34%
LNST (tỷ đồng)	10	97	414	674
P/E	119,34	16,71	7,79	6,27
D/E	0,01	0,21	0,14	0,22
EPS (VND/cp)	23	218	933	1.567

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD 1H2022 của KHG nổi tiếp đà tăng trưởng mạnh từ 2021. Doanh thu đạt 463 tỷ (+53% yoy) chủ yếu từ chuyển nhượng bất động sản. Lợi nhuận sau thuế đạt 137 tỷ (+147%yoy) tăng trưởng mạnh nhờ ghi nhận sự đột biến từ lãi hợp đồng hợp tác kinh doanh với T&T trị giá 116,4 tỷ đồng.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi là môi giới bất động sản dự kiến duy trì mức tăng trưởng cao 48% yoy trong năm 2022. KHG nằm trong top 3 doanh nghiệp có doanh thu môi giới cao nhất trên sàn chứng khoán. Biên gộp mảng môi giới cũng tăng mạnh từ 47% lên 65% nhờ ứng dụng công nghệ giúp tiết giảm chi phí.

Lĩnh vực chuyển nhượng bất động sản cũng tăng trưởng mạnh 67% yoy trong năm 2022 tạo ra động lực mới cho KHG.

+ Dự án T&T Millennia City giai đoạn I sẽ được bàn giao nốt trong năm 2022 và ước tính doanh thu trong năm 2022 đạt 387 tỷ đồng.

+ Dự án T&T Victoria bắt đầu bàn giao một phần từ quý 3/2022 và dự kiến ghi nhận doanh thu khoảng 276 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2022.

Tiềm năng tăng trưởng trung dài hạn hấp dẫn đến từ quỹ đất sạch lớn

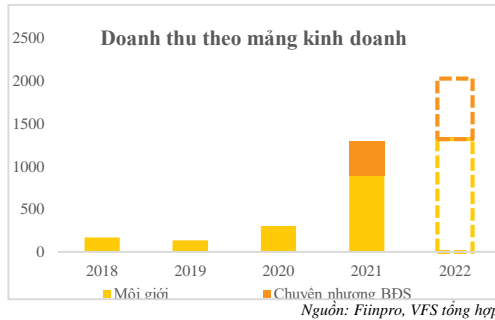
+ KHG sở hữu quỹ đất sạch lên tới hơn 1.000 ha, chủ yếu tại khu vực miền Nam. Quỹ đất này đang được nghiên cứu thiết kế với các dự án tạo ra dư địa tăng trưởng trong vòng 5 năm tới.

+ Nửa cuối 2022, dự án La Partenza sẽ hoàn thành thủ tục pháp lý và bắt đầu triển khai thi công. Dự kiến bắt đầu bán hàng từ nửa cuối năm 2023 sẽ đem về khoảng 600 tỷ đồng doanh thu cho KHG trong năm 2023.

Dự kiến doanh thu và lợi nhuận 2022 lần lượt đạt 1.979 tỷ đồng (+54% yoy) và 674 tỷ đồng (+63% yoy), EPS fw 2022 là 1.521 VNĐ (+63% yoy).

RỦI RO

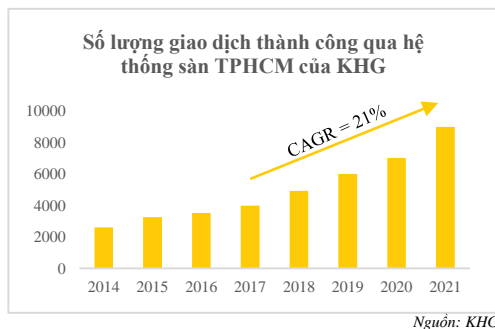
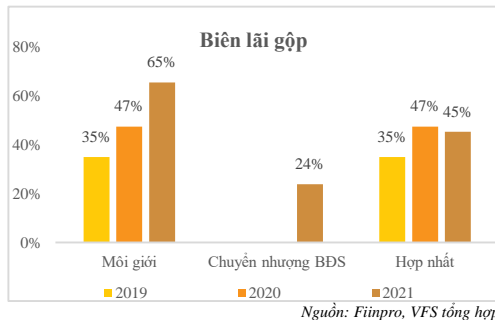
- **Rủi ro pháp lý** có thể khiến thời gian thực hiện các dự án bất động sản bị kéo dài.
- **Rủi ro tài chính:** Nợ vay đến hạn trả lớn có thể gây ra áp lực tài chính nếu công ty không thể huy động thêm vốn và dòng tiền kinh doanh không ổn định



KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh Q2/2022 duy trì đà tăng trưởng mạnh

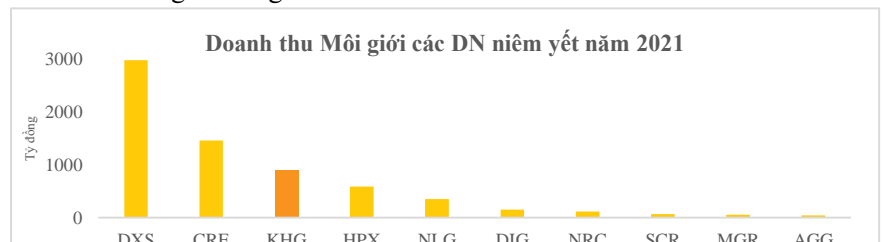
- Doanh thu đạt 463 tỷ (+53% yoy) chủ yếu nhờ phát sinh mới doanh thu từ chuyển nhượng bất động sản đạt 87 tỷ đồng và doanh thu mảng môi giới đạt 203 tỷ đồng (+3% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 137 tỷ (+147% yoy), nhờ ghi nhận sự đột biến từ lãi từ hợp đồng hợp tác kinh doanh với tập đoàn T&T có giá trị 116,4 tỷ đồng.
- Biên lãi gộp hợp nhất sụt giảm nhẹ 2% xuống 45% do ghi nhận thêm mảng chuyển nhượng BĐS với biên lãi gộp chỉ 24%. Biên lãi gộp mảng môi giới tiếp tục được cải thiện từ 47% lên 65% nhờ áp dụng công nghệ trong bán hàng.



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ: Hoạt động kinh doanh duy trì đà tăng trưởng mạnh

(1) Hoạt động kinh doanh cốt lõi là môi giới bất động sản dự kiến tăng trưởng ổn định 48% yoy trong năm 2022.

- KHG nằm trong top 3 doanh nghiệp có doanh thu môi giới cao nhất trên sàn chứng khoán: địa bàn hoạt động của doanh nghiệp trải dài toàn quốc trong đó hoạt động chính là ở phía Nam. Đặc biệt số lượng giao dịch thành công qua hệ thống của KHG tại thành phố Hồ Chí Minh tăng trưởng đều ở mức cao, trung bình 21% trong 5 năm gần nhất.

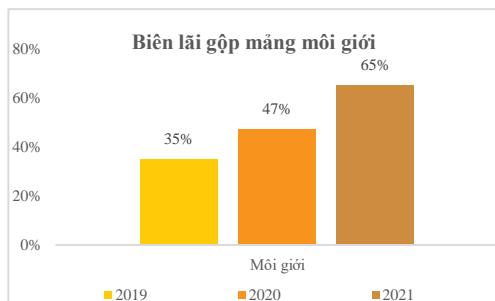


Thị phần phân phối các dự án tiêu biểu

Dự án	Thị phần
Vinhomes Smart City	36%
Vinhomes Ocean Park	36%
Vinhomes Central Park	30%
Vinhomes Grand Park	22%
Masteri Centre Point	35%
Sunshine Diamond River	33%
Grand Marina Sg	40%
Vinpearl Grand World Phú Quốc	51%
Vinwonders Phú Quốc	35%
T&T DC Complex	100%
T&T Capella	100%

Nguồn: KHG

- KHG hiện là nhà phân phối bất động sản của hàng loạt các thương hiệu uy tín trên thị trường như Vinhomes, Sunshines, T&T, Masterise, ... với việc tham gia phân phối nhiều các dự án lớn như Vinhomes Smart City, Masteri Centre Point, Sunshine Diamond River, và nhiều dự án tiềm năng khác tại Phú Quốc, Bà Rịa – Vũng Tàu.
- **Đẩy mạnh ứng dụng công nghệ giúp tăng biên lợi nhuận mảng môi giới lên 65%:** KHG là một trong những công ty đi đầu trong việc tiếp cận và giao dịch với khách hàng bằng nhiều hình thức trực tuyến như livestream hay sử dụng



ứng dụng “Cộng đồng môi giới” (do KHG tự phát triển). Việc ứng dụng công nghệ đã phát huy hiệu quả đặc biệt trong giai đoạn dịch bệnh Covid-19 bùng phát và giúp KHG trở thành một trong số ít đơn vị giữ vững được tốc độ tăng trưởng. Ngoài ra, việc ứng dụng công nghệ cũng giúp biên lãi gộp mảng môi giới của KHG cải thiện rõ rệt từ 35% năm 2019 lên 65% năm 2021.

- **Ngành Bất động sản được kỳ vọng khởi sắc hơn trong nửa cuối năm 2022** nhờ (1) giá nguyên vật liệu hạ nhiệt giúp giảm bớt áp lực chi phí lên các dự án bất động sản và (2) dòng vốn vào bất động sản không còn bị kiểm soát chặt chẽ như trong giai đoạn đầu năm 2022.

Dự án chuyển nhượng trọng điểm năm 2022

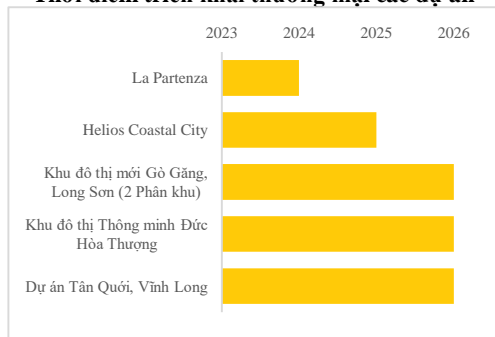
Tên dự án	T&T Millennia (GD1)	T&T Victoria
Vị trí	xã Long Hậu, huyện Cần Giuộc, tỉnh Long An	Số 1 Quang Trung, Thành Phố Vinh, Nghệ An.
Diện tích (ha)	69	0,74
Loại hình	Nhà phố liền kề, Shophouse, Biệt thự, căn hộ cao cấp	Căn hộ chung cư, Shophouse
Số lượng sản phẩm	2.402	438
Doanh thu ước tính	4.720	552

Nguồn: KHG, VFS tổng hợp

(2) Lĩnh vực chuyển nhượng bất động sản kỳ vọng tiếp tục tiếp tục tăng trưởng mạnh 67% yoy, đạt 663 tỷ đồng trong năm 2022 tạo ra động lực mới cho KHG với các dự án:

- **Dự án T&T Millennia City giai đoạn I sẽ được bàn giao nốt trong năm 2022 và ước tính doanh thu trong năm 2022 đạt 387 tỷ đồng** (do một phần doanh thu đã được ghi nhận sau khi nhận chuyển giao từ tập đoàn T&T trong năm 2021). Toàn bộ dự án T&T Millennia City nằm tại huyện Cần Giuộc, tỉnh Long An, gần các tuyến đường lớn sầm uất, kết nối trực tiếp đến các khu vực trung tâm. Giai đoạn 1 dự án có diện tích 69 ha, bao gồm các sản phẩm nhà phố liền kề, shophouse, biệt thự và căn hộ cao cấp.
- **Dự án T&T Victoria bắt đầu bàn giao một phần từ quý 3/2022 và dự kiến ghi nhận doanh thu khoảng 276 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2022.** Dự án T&T Victoria sở hữu 4 mặt tiền tiếp giáp những trục đường huyết mạch tại thành phố Vinh, Nghệ An. Dự án có diện tích gần 7.400 m2, bao gồm các căn hộ chung cư cao cấp, trung tâm thương mại và shophouse. Ước tính khi bàn giao hoàn toàn, dự án này sẽ giúp KHG thu về khoảng 552 tỷ đồng doanh thu.

Thời điểm triển khai thương mại các dự án



(3) Tiềm năng tăng trưởng trung dài hạn đến từ đầu tư phát triển bất động sản

- **KHG sở hữu quỹ đất sạch lớn**, hơn 1.000 ha, chủ yếu tại khu vực miền Nam. Quỹ đất này đang được nghiên cứu thiết kế và hoàn thiện pháp lý để tạo ra các dự án gói đầu, giúp duy trì dư địa tăng trưởng liên tiếp đến năm 2026 cho KHG.
- Trong đó, **dự án La Partenza là dự án trọng điểm của KHG hợp tác đầu tư cùng Công ty TNHH Giao Hưởng Xanh trong năm 2023, ước tính đem về 600 tỷ đồng doanh thu trong năm 2023.** Dự án sẽ hoàn thành thủ tục pháp lý và bắt đầu triển khai thi công trong năm 2022 và dự kiến dự án sẽ được đưa vào thương mại trong năm 2023. Đây là dự án có vị trí chiến lược nằm trên trục giao thông chính của khu vực đang phát triển mạnh Nam Sài Gòn, kết nối với Cần Giò, Long Thành với cao tốc Bến Lức – Long Thành. Dự án có diện tích 1,9 ha, bao gồm 1296 căn hộ chung cư.
- **Ngoài ra, việc hợp tác đầu tư dự án cùng tập đoàn T&T dự kiến cũng sẽ đem lại doanh thu tài chính cho công ty** với các dự án tiềm năng như T&T Victoria, T&T Phố Nối (thấp tầng), T&T Capella.

Dự án đầu tư phát triển trọng điểm

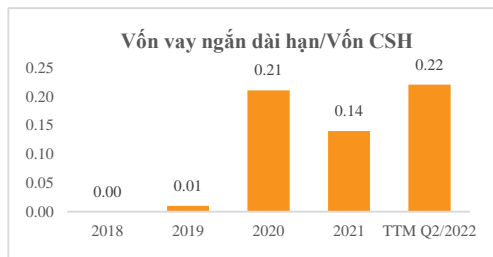
Tên dự án	La Partenza
Vị trí	Đường Lê Văn Lương, xã Nhơn Đức, huyện Nhà Bè, TP. Hồ Chí Minh
Diện tích (ha)	1.9
Tổng mức đầu tư dự kiến (tỷ đồng)	1.750
Loại hình	Căn hộ chung cư, Shophouse
Số lượng sản phẩm	1.296
Tổng doanh thu ước tính	2.630

Nguồn: KHG, VFS tổng hợp

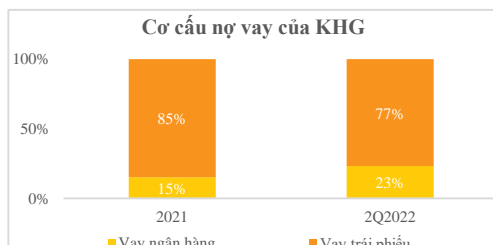
Tên dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Loại hình	Thời điểm triển khai thương mại	Tổng doanh thu ước tính (tỷ đồng)
T&T Victoria	TP. Vinh, Nghệ An	0,74	Căn hộ, Shophouse	Năm 2022	537,6
T&T Phố Nối (thấp tầng)	Hưng Yên	5,4	Liên kề, Shophouse, biệt thự, căn hộ	4Q2021 – 2Q2022	1.350
T&T Capella	Quận Đống Đa, Hà Nội	0,2	Căn hộ	3Q2022	792

Nguồn: KHG, VFS tổng hợp

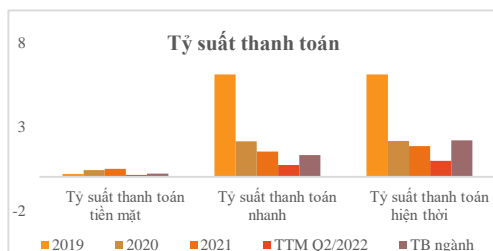
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH: nợ vay ngắn hạn tăng mạnh để tài trợ hoạt động kinh doanh nhưng vẫn đảm bảo ở mức an toàn.



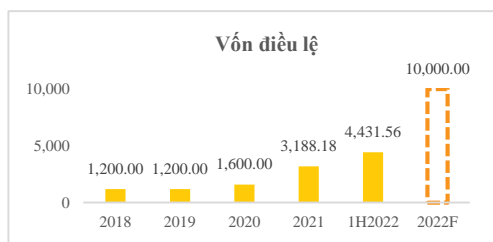
Nguồn: Fünpro, VFS tổng hợp



Nguồn: KHG, VFS tổng hợp



Nguồn: Fünpro, VFS tổng hợp



Nguồn: KHG, VFS tổng hợp

- **Tổng nợ vay/VCSH tăng mạnh từ 0,01 năm 2019 lên 0,22 vào cuối quý 2/2022 do công ty tăng huy động vốn từ vay ngân hàng và phát hành trái phiếu để mở rộng mảng chuyển nhượng BĐS.**

+ Trong nửa đầu năm 2022, nợ vay tăng 61% so với cuối năm 2021 chủ yếu do phát hành thêm gần 300 tỷ đồng trái phiếu để thực hiện ký quỹ các dự án kết phân phối. Trong bối cảnh dòng vốn chảy vào các doanh nghiệp BĐS bị siết mạnh thì việc KHG vẫn tiếp cận được dòng vốn cho thấy mức độ tín nhiệm cao của doanh nghiệp.

+ Trong cơ cấu nợ vay của KHG, các khoản trái phiếu chiếm 77% với giá trị 813 tỷ đồng. Trong đó, 213 tỷ đồng trái phiếu sẽ đáo hạn trong năm 2022 và 600 tỷ đồng còn lại sẽ đáo hạn trong năm 2023. Điều này có thể gây ra áp lực thanh toán đối với doanh nghiệp nếu dòng tiền kinh doanh không ổn định và việc tăng vốn không thành công.

+ Mặc dù các tỷ suất thanh toán của KHG suy giảm dần do tài sản tập trung vào dự án dài hạn, tỷ suất thanh toán hiện thời là 0,96 xấp xỉ 1 cho thấy doanh nghiệp có thể hoàn thành nghĩa vụ trả nợ khi đến hạn.

- **Dòng tiền kinh doanh không ổn định qua các năm và âm nặng trong năm 2021 chủ yếu do phát sinh các khoản hợp tác đầu tư lớn với tập đoàn T&T (khiến mục phải thu tăng mạnh).** Tuy nhiên, các dự án này được đánh giá là tiềm năng và có thể mang lại doanh thu cho doanh nghiệp trong tương lai.

- **Trong năm 2022, KHG có kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 10.000 tỷ đồng thông qua việc trả cổ tức, ESOP, chào bán cổ phiếu để bổ sung nguồn vốn cho các hoạt động kinh doanh và trả nợ vay.** Trong quý 2/2022, KHG mới chỉ tăng vốn lên hơn 4.400 tỷ đồng. Do đó, dư địa tăng vốn vẫn còn nhiều và nếu tăng vốn thành công, tình hình tài chính của công ty sẽ được cải thiện.

- **Bên cạnh đó, KHG cũng có kế hoạch phát hành thêm 200 tỷ đồng trái phiếu không chuyển đổi có tài sản đảm bảo trong quý 3/2022 để tài trợ cho việc triển khai dự án La Partenza.** Việc phát hành trái phiếu sẽ giúp công ty gia tăng nguồn vốn thực hiện dự án nhưng có thể khiến chi phí lãi vay tăng thêm khoảng 20%, tương ứng với khoảng 26 tỷ đồng/năm.

RỦI RO

- **Rủi ro pháp lý:** hiện KHG đang sở hữu nhiều dự án bất động sản trong giai đoạn triển khai thủ tục pháp lý. Do đó, nhưng vấn đề về pháp lý có thể sẽ gây cản trở và chậm tiến độ.
- **Rủi ro tài chính:** nợ vay đến hạn trả lớn gây ra áp lực tài chính trong năm 2022. Nếu dòng tiền kinh doanh tiếp tục âm và kế hoạch tăng vốn không thành công, công ty có thể sẽ bị bán giải chấp tài sản đảm bảo là các hợp đồng hợp tác đầu tư dự án bất động sản.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

(Tỷ đồng)	2021	2022	Thay đổi
Doanh thu thuần	1288	1979	54%
Giá vốn hàng bán	707	988	40%
Lợi nhuận gộp	582	991	70%
Chi phí bán hàng	-37	-72	92%
Chi phí QLDN	-40	-76	92%
Lợi nhuận thuần	517	843	63%
Lợi nhuận sau thuế	414	674	63%

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

- VFS sử dụng phương pháp P/E và RNAV để định giá doanh nghiệp theo tỷ lệ 40:60. Cụ thể:
 - + Do KHG là một trong những doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực môi giới và phát triển bất động sản với PE trung bình ngành là 22,x, chúng tôi ước tính PE hợp lý của KHG là 18,x. Dựa vào kế hoạch 2022, kết quả thực hiện Q2, triển vọng dự kiến, ước tính lợi nhuận sau thuế của KHG đạt khoảng 694 tỷ đồng, tương đương EPS fw 2022 là 1.521 VNĐ/cp. Sử dụng phương pháp định giá P/E, giá trị của KHG là khoảng 27.300 VNĐ/cp.
 - + Theo phương pháp định giá RNAV, tổng tài sản của KHG sau khi điều chỉnh lại các khoản mục lớn bao gồm các khoản phải thu ngắn dài hạn và bất động sản dở dang dài hạn là khoảng 7.100 tỷ đồng. Khi đó, giá trị của KHG theo phương pháp định giá RNAV là khoảng 11.500 VNĐ/cp.
- Tổng hợp hai phương pháp định giá, giá trị hợp lý của KHG là khoảng **18.000 VNĐ/cp**.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETFIRST

Hệ thống khuyến nghị của VFS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng.

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Vũ Thị Hà Phương	Chuyên viên phân tích	phuong.vu@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Đặng Thu Hiền	Chuyên viên phân tích	hien.dang@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2017 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.