

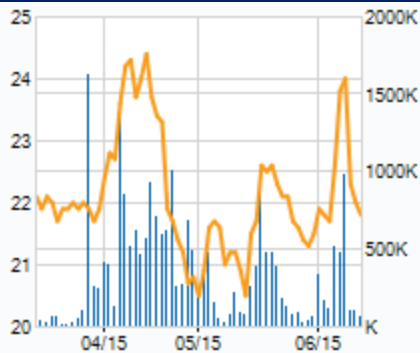
**Ngành Bất động sản
Ngày 29 tháng 06 năm 2015**

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
CTCP Đầu tư & Kinh doanh nhà Khang Điền**



Nơi đặt niềm tin - Nơi xây tổ ấm

ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	25,100
Giá thị trường (29/06/2015)	21,500
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	1,260
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	2,772
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1,260
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 29.06.2015	21,500
KLTB 10 ngày (cp)	286,967
Giá thấp nhất 52T (đ)	16,000
Giá cao nhất 52T (đ)	24,200
+/- 7 ngày qua	-4.1%
+/- 1 tháng qua	+3.3%

*Chuyên viên phân tích
Nguyễn Hoài Thu
Email: thunh@bsc.com.vn
Tel: + 84.39352722*

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu KDH với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 25.100 (+16% so với giá cổ phiếu ngày 29.06.2015) theo phương pháp NAV. KDH sở hữu quỹ đất sạch khoảng 100 ha, chủ trương tăng lên 230 ha trong năm 2015, tập trung chủ yếu tại Quận 9, Tp. HCM. Tỷ lệ hấp thụ các dự án khá khả quan, điểm rơi doanh thu ổn định giúp công ty duy trì tốc độ tăng trưởng tốt.

Sản phẩm có lợi thế cạnh tranh riêng, dựa trên các yếu tố sau: (1) các dự án có vị trí tốt, nằm cạnh các trục đường lớn và bao quanh bởi các khu dân cư hiện hữu với nhiều tiện ích công cộng sẵn có. (2) giá bán từ 2.5-2.9 tỉ đồng/căn (nhà xây thô đi kèm đất ở) tương đương giá bán một căn hộ chung cư cao cấp (3) phân khúc nhà phố liền kề giá bán 2-3 tỉ đồng/căn có mức độ cạnh tranh tương đối thấp, khá ít công ty bất động sản chuyên nghiệp tham gia vào phân khúc này.

Mega Village là dự án chủ lực trong năm 2015. Khoảng 100 căn nhà (tương ứng 30% quy mô dự án) đã bán thành công trong đợt mở bán đầu tiên giữa tháng 04/2015. Dự kiến cuối quý II/2015 bắt đầu ghi nhận doanh thu. Tốc độ bán hàng trung bình khoảng 40 - 50 căn/tháng. Dự báo trong năm 2015, KDH sẽ ghi nhận doanh thu 70% dự án (khoảng 226 căn), đóng góp 56% tổng doanh thu.

Chiến lược phát triển song song hai dòng sản phẩm biệt thự cao cấp và nhà phố liền kề. Dự án Mega Garden (442 căn nhà phố) và Quốc Tế (43 biệt thự cao cấp) dự kiến chào bán cuối năm 2015. Biên lợi nhuận gộp dòng biệt thự cao cấp khoảng 40% (cao hơn so với mức 15% của các dự án nhà phố) sẽ giúp KDH tăng biên lợi nhuận, nâng cao hiệu quả sử dụng đất.

Kết quả kinh doanh quý I/2015 khả quan. Doanh thu đạt 179.4 tỉ đồng (+125% yoy), lợi nhuận sau thuế 51 tỉ đồng, gấp 5 lần so với cùng kỳ năm 2014.

Rủi ro đầu tư. Hàng tồn kho chiếm tỉ trọng lớn trong tổng tài sản và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh quý I/2015 bị âm.

Các chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015F	2016F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	3.7	112	611	1,252	1,765
% tăng trưởng y-o-y		294%	443%	105%	41%
Tổng tài sản (tỷ đ)	2,104	1,741	3,120	3,432	3,775
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,115	966	1,498	2,601	2,891
Vốn điều lệ (tỷ đ)	439	481	750	1,260	1,260
CPLH bình quân (Triệu cp)	42.8	48.1	75	1,260	1,260
LN sau thuế (tỷ đ)	(57)	(137)	102.1	201	290
% tăng trưởng y-o-y		(140.3%)	174.5%	97%	44%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	(1,300)	(2,750)	1,361	1,600	2,305
Giá trị sổ sách (đ/cp)	25,398	20,083	19,973	20,642	22,944
Lợi nhuận gộp biên	(1.3%)	(10.16%)	14.6%	21%	22.3%
ROS	(58%)	(44%)	16.4%	16.1%	16.4%
ROE	(5%)	(13%)	6.8%	7.7%	10%
ROA	(3%)	(7%)	3.3%	5.8%	7.7%

Nguồn: KDH, BSC dự báo

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Tên công ty:	CTCP Đầu tư & Kinh doanh Nhà Khang Điền
Tên giao dịch:	CTCP Đầu tư & Kinh doanh Nhà Khang Điền
Tên viết tắt:	
Địa chỉ:	Phòng 801, Lầu 8, tòa nhà Centec, 72-74 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 6, Quận 3, TP. HCM
Tel:	08 382-08858
Fax:	08 382-08859
Website:	www.khangdien.com.vn
Vốn điều lệ:	1,260 tỉ đồng
Lĩnh vực hoạt động	Bất động sản
Ngành nghề kinh doanh chính	Kinh doanh nhà ở; xây dựng dân dụng, công nghiệp; tư vấn bất động sản

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
12/2001	Thành lập dưới hình thức CT TNHH
5/2007	Chuyển đổi thành CTCP, vốn điều lệ 216 tỉ đồng
2/2010	Niêm yết trên sàn HOSE với mã giao dịch KDH
4/2010	Hợp tác với quỹ đầu tư Prudential VN phát triển dự án biệt thự cao cấp Villa Park
10/2011	Chuyển nhượng toàn bộ dự án biệt thự cao cấp Goldora Villa cho Tập đoàn Indochina Land
2012	Chuyển nhượng 25% vốn của CT TNHH CVH Mùa xuân (chủ dự án căn hộ ParcSpring) cho Capital Land
2013	Triển khai dự án nhà phố liền kề Mega Residence
2014	Triển khai dự án nhà phố liền kề Mega Ruby

Quá trình tăng vốn điều lệ (tỉ đồng)

Thời gian	VĐL	Hình thức tăng vốn
5/2007	216	Chào bán riêng lẻ
11/2007	332	Chào bán riêng lẻ
10/2010	439	Chào bán cho cổ đông hiện hữu và CBNV công ty
2/2013	481	Phát hành cổ phiếu chi trả cổ tức
5/2014	750	Chào bán riêng lẻ
1/2015	1,260	Chào bán riêng lẻ và phát hành ESOP

TT	Các công ty con	Tỉ lệ sở hữu
1	CT TNHH MTV Hào Khang	100%
2	CT TNHH Phát triển Nhà & Xây dựng hạ tầng Long Phước Điền	99.95%
3	CT TNHH Đầu tư Kinh doanh địa ốc Gia Phước	99.9%
4	CTCP Kinh doanh Bất động sản Sài Gòn Mùa Xuân	99.9%
5	CT TNHH Đầu tư và Kinh doanh Địa ốc Trí Kiệt	99.9%
6	CT TNHH Đầu tư Nhà Phố	99.9%
7	CT TNHH Đầu tư & Kinh doanh BĐS Sapphire	99.9%
8	CT TNHH Đầu tư Quốc Tế	99.9%
9	CT TNHH Đầu tư và KD BĐS Liên Minh	99.9%
10	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Bất động sản Trí Minh	99.8%
11	CTCP Vi La	99%
12	CT TNHH Đầu tư và KD BĐS SL	99%
13	CT TNHH Đô Thị Mê Ga	51%

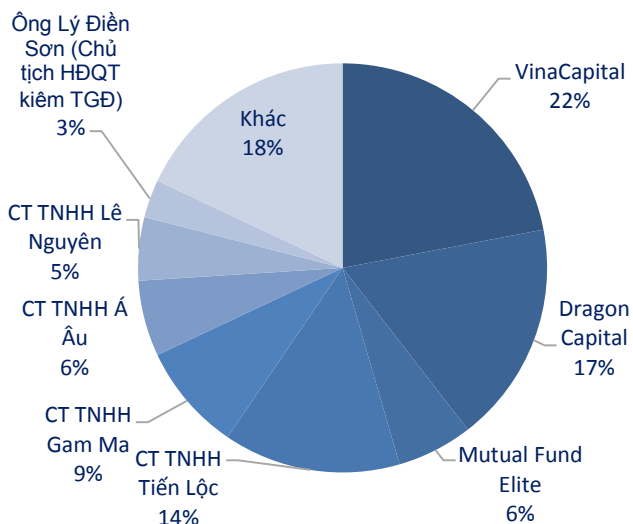
(Nguồn: KDH, BSC tổng hợp)

- ❖ KDH sở hữu quỹ đất sạch hơn 65 ha được bao quanh bởi các công trình giao thông trọng điểm như cầu Thủ Thiêm, hầm Thủ Thiêm, cầu Phú Mỹ, Đại lộ Đông Tây, cao tốc TP. HCM – Long Thành – Dầu Giây...
- ❖ Chiến lược kinh doanh tập trung vào phân khúc biệt thự cao cấp khiến KDH gặp khó khăn trong gian đoạn 2011-2013 khi thị trường bất động sản Việt Nam suy giảm. Tuy nhiên, chuyển hướng kinh doanh sang dòng sản phẩm nhà phố liền kề, KDH đã đạt mức tăng trưởng mạnh cả về doanh thu và lợi nhuận trong năm 2014.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cổ đông lớn là các quỹ đầu tư nước ngoài luôn chiếm tỉ lệ sở hữu tối đa 49% từ tháng 04/2014 đến nay. Cuối tháng 01/2015, KDH chào bán riêng lẻ 48.48 triệu cổ phiếu với giá 17.000 VND, thấp hơn so với thị giá cổ phiếu tại thời điểm chào bán khoảng 22%. Trong 6 tổ chức tham gia mua, có 4 quỹ đầu tư nước ngoài. Nếu quy định tăng tỉ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các công ty đại chúng được thông qua, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu KDH là khả quan.

Cơ cấu cổ đông



(Nguồn: KDH, BSC tổng hợp)

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Các dự án đã và đang triển khai bao gồm:

Mega Residence

Đây là dự án đánh dấu sự trở lại của KDH trên thị trường bất động sản TP. HCM. Quy mô hơn 3.2 ha gồm 160 căn nhà phố liền kề, giá từ 13.5 triệu/m². Vị trí tại mặt tiền đường Vành đai trong, ngay góc giao với đường cao tốc TP. HCM – Long Thành – Dầu Giây thuộc phường Phú Hữu, Quận 9, đã tạo giá trị gia tăng cho Mega Residence. Dự án đã bán hết 100%. Đến nay, hầu hết các hộ dân đã chuyển đến sinh sống tạo thành một quần thể dân cư trong khu vực.

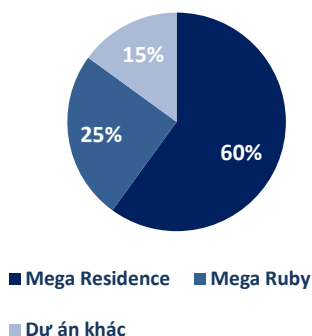
Mega Ruby

Dự án có vị trí liền kề với Mega Residence, tổng diện tích khoảng 5 ha gồm 222 căn nhà phố. 165 căn của giai đoạn 1, giá từ 14.7 triệu/m², mở bán từ tháng 11/2014 đã tiêu thụ hết, giúp KDH đạt mục tiêu lợi nhuận ròng 2014. Giai đoạn 2 gồm 57 căn cuối cùng với tên gọi Tiểu khu Sapphire, mở bán cuối tháng 1/2015, giá 15.8 triệu/m², đã bán hết và bàn giao nhà cho khách hàng, đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận quý I/2015 của KDH.

Mega Village

Quy mô dự án 5.7 ha với 323 căn nhà liền kề, ngay sát mặt tiền đường Vành đai trong, cách vòng xoay giao lộ giữa cao tốc TP. HCM – Long Thành – Dầu Giây và đường Vành đai trong 600m. Giá bán trung bình từ 2.45 tỉ đồng/căn. Mở bán

Cơ cấu doanh thu của KDH năm 2014



ngày 18/04/2015, khoảng 30% dự án (tương đương 102 căn nhà) đã bán thành công. Đầu tháng 06/2015, KDH chính thức bàn giao khoảng 100 căn nhà đã hoàn thiện cho khách hàng. Mega Village là dự án chủ lực đóng góp doanh thu và lợi nhuận của KDH trong năm 2015.

Mega Garden

Quy mô dự án 14.5 ha, vị trí liền sát dự án Mega Village, gồm 442 căn nhà liền kề, một phần diện tích có thể khai thác dòng biệt thự cao cấp và tòa nhà chung cư. Dự kiến chào bán quý IV/2015.

Mega Quốc Tế

Dự án có diện tích 3.1 ha thuộc Quận 9, TP HCM. Đây là dự án mà KDH quay trở lại phân khúc biệt thự cao cấp sau Villa Park và Goldora Villa năm 2010. Dự án sẽ được mở bán một phần vào quý IV/2015 với giá từ 9-10 tỉ đồng/căn.



(Nguồn: KDH)

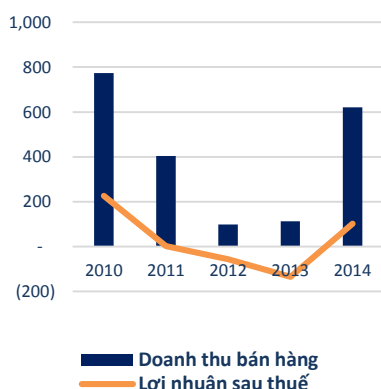
Sản phẩm có giá trị gia tăng cao. Các dự án của KDH có lợi thế cạnh tranh riêng:

- **Quần thể dân cư Mega nằm ở vị trí tốt được bao quanh bởi (1) các trục đường giao thông chính** đã và đang được hoàn thiện nhằm rút ngắn thời gian di chuyển của người dân vào khu trung tâm và các điểm nút tiếp nối quan trọng của thành phố **(2) các khu dân cư hiện hữu** với những tiện ích công cộng như siêu thị, bệnh viện, trường học các cấp... phục vụ tối đa nhu cầu sinh hoạt của người dân
- **Giá căn hộ hợp lý chỉ từ 2.5 – 2.9 tỉ VND/căn (đã bao gồm VAT)** được coi là một lựa chọn tốt đối với những người mong muốn sở hữu đất và nhà so với mức giá tương đương của các căn hộ chung cư cao cấp hiện nay
- **Các căn nhà được xây dựng hoàn chỉnh với cơ sở pháp lý đầy đủ.** Người mua sau khi thanh toán thành công sẽ được nhận ngay sổ đỏ cho từng lô đất

hoặc sổ hồng cho những căn đã xây

- **Hỗ trợ người mua khả năng thanh toán** chỉ với 30% trả trước và 70% vay ngân hàng

Doanh thu, lợi nhuận sau thuế của KDH từ 2010-2014



Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh trong năm 2014. Giai đoạn 2011-2013, thị trường bất động sản bị ảnh hưởng bởi kinh tế suy thoái đã tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của KDH khi công ty đang tập trung phát triển phân khúc biệt thự cao cấp. Năm 2014, chuyển hướng sang dòng sản phẩm nhà phố liền kề với mức giá trung bình đã giúp KDH cải thiện kết quả kinh doanh. Theo đó, doanh thu đạt 630.8 tỉ đồng (+103% yoy), lợi nhuận sau thuế từ mức -124.5 tỉ đồng năm 2013 lên 102 tỉ đồng năm 2014. Tỷ lệ tiêu thụ tốt ở hai dự án Mega Residence và Mega Ruby được coi là nhân tố chính. Ngoài ra, KDH chuyển nhượng 48.9% phần vốn góp trong công ty con là CTy TNHH Đô thị Mê Ga và 30% cổ phần của công ty liên kết Khu Đông thu về khoản lãi tài chính 103.8 tỉ. Nếu tính riêng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, lợi nhuận sau thuế của KDH là hơn 32 tỉ đồng.

Hoạt động kinh doanh năm 2015 dự báo sẽ duy trì đà tăng trưởng tốt, dựa trên những yếu tố sau:

- **Thị trường bất động sản có những dấu hiệu tích cực,** lãi suất tín dụng giảm, gói tín dụng 20.000 tỉ đồng dành cho dự án nhà ở thương mại đang được Bộ xây dựng và NHNN xem xét, Luật kinh doanh bất động sản có hiệu lực từ 01/07/2015 cho phép cá nhân người nước ngoài (bao gồm cả Việt kiều) được sở hữu bất động sản với mục đích để ở hoặc cho thuê, mua bán.
- **Các dự án của KDH được mở bán và bàn giao nhà cho khách hàng nối tiếp nhau tạo điểm rơi doanh thu và lợi nhuận ổn định.** Giai đoạn cuối của Mega Ruby tên gọi Tiểu khu Sapphire bán hết từ cuối năm 2014, ghi nhận doanh thu vào quý I/2015. Nổi gót là dự án Mega Village mở bán với tỷ lệ hấp thụ khoảng 30% (102 căn nhà), dự kiến ghi nhận doanh thu cuối quý II/2015. Bình quân mỗi tháng KDH bán thành công 50 căn nhà của dự án Mega Village. Đây là dự án tạo doanh thu và lợi nhuận chủ yếu của KDH trong năm nay. Cuối năm 2015, KDH sẽ tiếp tục đưa ra hai dự án mới, duy trì dòng doanh thu đều.
- **Kết quả kinh doanh quý I/2015 khả quan.** Doanh thu đạt 179.4 tỉ đồng (+125.6% yoy), lợi nhuận sau thuế 51 tỉ đồng, tăng gấp 5 lần so với cùng kỳ năm 2014. Trong quý này, KDH chuyển nhượng 40% phần vốn góp tại CTy TNHH Đầu tư kinh doanh bất động sản Liên Lập, thu về hơn 29 tỉ đồng lãi tài chính. Như vậy, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của KDH quý I/2015 là khoảng 25 tỉ đồng.

Tiềm năng phát triển trong dài hạn

- **Quay trở lại phân khúc biệt thự cao cấp với biên lợi nhuận gộp cao.** Dự án Quốc Tế với 43 căn biệt thự cao cấp đang được triển khai xây dựng, dự kiến chào bán cuối năm 2015. Chiến lược kinh doanh của KDH trong thời gian tới sẽ duy trì song song hai phân khúc (1) nhà phố liền kề với mức giá dao động từ 2.5-3 tỉ đồng/căn (biên lợi nhuận khoảng 15%) (2) biệt thự cao cấp giá bán từ 9-10 tỉ đồng/căn (biên lợi nhuận khoảng 40%)
- **Quy đất hơn 100 ha đã hoàn tất đền bù tập trung tại khu vực Quận 2 và Quận 9,** trong khu dân cư hiện hữu hoặc nằm kề các trục đường giao thông chính, gần nhau về khoảng cách và được bao bọc bởi các con sông lớn trong

khu vực. Điều này góp phần tạo giá trị gia tăng cho các dự án đồng thời giúp KDH duy trì dòng sản phẩm chủ lực đến năm 2020.

- **Chủ trương gia tăng quỹ đất có vị trí tốt tại khu vực phía Đông TP. HCM** thông qua ba cách thức đầu tư chủ yếu:

(1) Tăng tỉ lệ sở hữu cổ phần tại các công ty con. Trong năm 2014, KDH đã góp vốn vào 5 công ty con (Hào Khang, Quốc Tế, Sapphire, Liên minh và SL), tăng số lượng công ty con lên số 13

(2) Nhận chuyển nhượng dự án đã hoàn thành xây dựng cơ sở hạ tầng để kinh doanh. Thu tóm 5 công ty con, KDH tiếp nhận thêm 5 dự án đang được triển khai của các công ty này

(3) Hợp tác liên doanh cùng thực hiện dự án mới từ giai đoạn đền bù. KDH tăng đầu tư dài hạn tại các công ty bất động sản có quỹ đất tốt. Năm 2014, Công ty tham gia góp vốn tại 3 công ty có quỹ đất tập trung tại Quận 9 với tổng giá trị 271 tỉ đồng. Quý I/2015, KDH đầu tư thêm vào 3 công ty bất động sản mới, tổng vốn đầu tư tính đến thời điểm hiện tại là 552.6 tỉ đồng

TRIỂN VỌNG PHÂN KHÚC BIỆT THỰ/NHÀ LIỀN KÈ

Đi cùng với đà phục hồi của thị trường bất động sản, phân khúc biệt thự/nhà liền kề tại TP. HCM có những chuyển biến tích cực. Theo báo cáo của Savills Việt Nam, trong quý I/2015, hơn 480 căn biệt thự/nhà liền kề được chào bán ra thị trường, tăng số lượng sản phẩm cung ứng khoảng 1,100 căn, tăng 319% theo năm và 12% so với cùng kỳ năm 2014. Khối lượng giao dịch của phân khúc này tăng 580% so với năm 2014. Trong đó nhà phố chiếm tỉ lệ lớn, 84% trong các giao dịch thành công. Savills Việt Nam nhận định nhu cầu nhà phố diện tích nhỏ/trung bình với giá cả hợp lý sẽ tăng cao hơn so với mảng biệt thự cao cấp. Dự kiến đến hết năm 2015, 9 dự án mới triển khai sẽ cung ứng cho thị trường TP. HCM thêm 1,400 sản phẩm. Quận 9 tiếp tục dẫn đầu thị trường, chiếm 60% thị phần cung ứng của phân khúc này.

Các cơ sở hạ tầng đã và đang được xây dựng tập trung chủ yếu tại khu Đông TP. HCM (gồm Quận 2, Quận 9) giúp gia tăng giá trị bất động sản tại khu vực này. Tuyến cao tốc TP. HCM – Long Thành – Dầu Giây thông xe toàn tuyến từ cuối tháng 3/2015 tạo mạch lưu thông xuyên suốt với các tỉnh lân cận như Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu...Hầm Thủ Thiêm, cầu Thủ Thiêm, cầu Phú Mỹ rút ngắn thời gian di chuyển đến các quận trung tâm. Tuyến Metro số 1 kết nối Quận 9 với trung tâm Quận 1 đang được xây dựng, dự kiến hoàn thành năm 2017. Đặc biệt, khu công nghệ cao tại Quận 9 có dự án đầu tư của tập đoàn Samsung, hiện đang xây dựng, dự kiến đi vào hoạt động từ quý II/2016, sẽ gia tăng nhu cầu nhà ở cho các chuyên gia, kỹ sư công nghệ tại khu vực này.

Mức độ cạnh tranh trong cùng phân khúc thấp. Quỹ đất sạch với chi phí đền bù thấp là rào cản gia nhập phân khúc khiến ít doanh nghiệp đáp ứng được. Hơn nữa, nhiều công ty bất động sản chỉ chú trọng xây dựng tổ hợp chung cư, khu thương mại do ít hao tốn quỹ đất, biên lợi nhuận gộp cao hơn so với đầu tư vào phân khúc nhà phố liền kề. Hiện tại các dự án nhà phố liền kề có giá từ 2-3 tỉ đồng/căn tại TP. HCM tập trung chủ yếu tại Quận 9. Trong năm 2015, có hai dự án được đánh giá sẽ cạnh tranh với Mega Village của KDH là tổ hợp Lucky Dragon của Novaland (38 căn) và River Terrace của Hưng Phú (176 căn), có giá từ 2.2 – 2.8 tỉ đồng/căn, nằm gần các trục đường giao thông quan trọng.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	227	3.7	112.5	621.5
% tăng trưởng y-o-y	- 70.67%	- 98.37%	294%	452%
Tổng tài sản (tỷ đồng)	2,417	2,104	1,741	3,120
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,204	1,115	966	1,498
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	439	439	481	750
CPLH bình quân (Triệu cp)	43.9	42.8	45.2	75
LN sau thuế (tỷ đồng)	2.4	(57)	(137)	102.1
% tăng trưởng y-o-y	-98.94%	- 247.5%	- 140.3%	174.5%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	230	- 1,300	- 2,750	1,604
Giá trị sổ sách (đ/cp)	27,426	25,398	20,083	19.973

Chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014
Cơ cấu vốn				
Vốn vay/VCSH	0.81	1.03	0.8	1.06
Tổng tài sản/VCSH	2	1.89	1.8	2.08
Cơ cấu tài sản				
TS ngắn hạn/ Tổng TS	0.88	0.78	0.89	0.98
TS dài hạn/Tổng TS	0.12	0.22	0.11	0.02
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	3.35	4	7.3	6.52
Hệ số TT nhanh	1.03	1.17	2.22	1.51
Khả năng sinh lời (%)				
Lợi nhuận gộp biên	15.69%	-1.3%	-10.16%	14.6%
ROS	1%	-58%	-44%	16.4%
ROE	0.2%	-5%	-13%	6.8%
ROA	0.1%	-3%	-7%	3.3%

Các chỉ tiêu tài chính được cải thiện

Chi phí tài chính giảm đáng kể, đạt 14.6 tỷ đồng, giảm 82.7% so với 2013. Trong năm này, hoạt động kinh doanh của KDH được cải thiện, không phải chiết khấu thanh toán cho người mua nhà. Hơn nữa, Công ty không bị lỗ do thanh lý, nhượng bán các khoản đầu tư

Các chỉ tiêu sinh lời có mức tăng khả quan. Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) tăng mạnh nhất, lên đến 16.4%, khá ấn tượng với mức -44% năm 2013. Các tỉ số ROE (6.8%), ROA (3.3%), Lợi nhuận gộp biên (14.6%) đều khả quan hơn so với mức âm của năm 2013

Tuy nhiên, tình hình tài chính của KDH vẫn còn nhiều vấn đề khiến chúng tôi quan ngại:

Trị giá hàng tồn kho tăng mạnh, chiếm 66% tổng giá trị tài sản và gấp 3.3 lần doanh thu thuần. Ngoại trừ hàng tồn kho của dự án Mega giảm do tình hình tiêu thụ tốt trong năm 2014, hàng tồn kho của dự án Trí Minh và Song Lập tăng lên do hai dự án này đang được KDH triển khai xây dựng. Ngoài ra, tiếp nhận thêm 5 dự án mới từ các công ty con khiến khoản mục này tăng gấp đôi so với năm 2013. Quý I/2015, hàng tồn kho tăng nhẹ 8% so với cuối năm 2014, ở mức 2,240 tỷ đồng.

Nợ dài hạn có xu hướng tăng qua các năm, tăng 104% so với năm 2013. Vay nợ dài hạn tăng mạnh, hơn 1,064 tỷ đồng (+96% yoy). Trong khi đó, vốn chủ sở hữu chỉ tăng 52% yoy, dẫn đến tỉ lệ vốn vay/vốn chủ sở hữu năm 2014 là 1.06, cao hơn so với mức 0.8 của năm 2013, tăng rủi ro thanh khoản.

Lợi nhuận ròng phần lớn xuất phát từ hoạt động đầu tư. Năm 2014, lãi từ hoạt động đầu tư của KDH khoảng 103.8 tỷ đồng, chiếm 68% lợi nhuận trước thuế. Nếu loại trừ khoản lãi này, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của Công ty là khoảng 32 tỷ đồng. Quý I/2015, KDH cũng ghi nhận 29.8 tỷ đồng tiền lãi từ chuyển nhượng 40% vốn tại Công ty bất động sản Liên Lập, chiếm 49% tổng lợi nhuận trước thuế.

Dòng tiền sử dụng vào hoạt động kinh doanh (CFO) âm. Quý I/2015, CFO của KDH âm 334 tỷ đồng, gấp 2 lần so với cùng kỳ năm 2014. Trong đó, khoản phải thu và hàng tồn kho tăng là hai nguyên nhân chính.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro cạnh tranh: Khu Đông TP. HCM đã thu hút nhiều doanh nghiệp bất động sản tham gia đầu tư với các phân khúc nhà và căn hộ chung cư có mức giá hấp dẫn, thêm vào đó là sự tham gia của các tập đoàn bất động sản đa quốc gia trong thời gian tới sẽ gia tăng mức độ cạnh tranh trên thị trường

Rủi ro hạ tầng: Các dự án của KDH có vị trí tốt nhờ được bao quanh bởi hệ thống giao thông đồng bộ. Tuy nhiên, khi các công trình này không được thực thi theo đúng lộ trình, sự chậm trễ trong kết nối hạ tầng sẽ khiến các dự án bị đình trệ và giảm giá trị dù được đánh giá cao về vị trí

Rủi ro hàng tồn kho: Hàng tồn kho vẫn còn chiếm tỉ trọng khá lớn trong tổng tài sản, trong đó nhiều dự án được dùng để thế chấp khoản vay dài hạn với các Ngân hàng. Nếu đã phục hồi không được duy trì sẽ gây ảnh hưởng xấu đến tình hình tài chính của KDH

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2015

Chúng tôi đưa ra dự báo **KHẢ QUAN** với kết quả kinh doanh của KDH trong năm 2015.

Doanh thu và lợi nhuận sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tốt. Doanh thu năm 2015 kỳ vọng đạt mức 1,252 tỉ đồng (+105% yoy), lợi nhuận sau thuế khoảng 201.6 tỉ đồng (+97% yoy) do:

- Nhu cầu mua nhà liền kề với mức giá hợp lý của người dân có xu hướng tăng, đặc biệt khi các dự án của KDH đều có vị trí tốt gần trung tâm và các tuyến đường giao thông trọng yếu
- Mức độ cạnh tranh trong phân khúc nhà liền kề có mức giá trung bình tương đối thấp

Biên lợi nhuận gộp tăng, dự báo đạt 21% năm 2015 so với mức 14.8% của năm 2014. Giá chào bán các dự án của KDH có xu hướng tăng, khoảng 10% trên mỗi m² cho một đợt mở bán dự án mới. Hơn nữa, nếu phân khúc sản phẩm biệt thự cao cấp được tiêu thụ tốt trong năm 2016 (dự án Quốc Tế), biên lợi nhuận gộp sẽ tăng trong thời gian tới.

Chi phí lãi vay tăng. Nợ dài hạn tăng, xuất phát từ nhu cầu phát triển quỹ đất và đẩy nhanh tiến độ xây dựng các dự án của KDH. Chi phí lãi vay sẽ tăng khoảng 20% so với năm 2014 và tiếp tục tăng theo chiến lược phát triển của công ty. Tuy nhiên, tỉ lệ tăng sẽ giảm dần do KDH chủ động cơ cấu lại các khoản nợ dài hạn nhằm giảm lãi suất.

Chúng tôi cũng đưa ra lưu ý về hoạt động chuyển nhượng vốn góp trong công ty con, công ty liên kết của KDH. Như chúng tôi đã phân tích, năm 2014, lợi nhuận tài chính của KDH chiếm 68% tổng lợi nhuận trước thuế. Quý I/2015, hoạt động chuyển nhượng này cũng đóng góp 49% tổng lợi nhuận trước thuế của KDH. Chúng tôi cho rằng hoạt động góp vốn vào các công ty bất động sản cấp I để mở rộng quỹ đất của KDH sẽ gia tăng trong thời gian tới, nhưng nếu chiến lược mua và chi phối tại các công ty này không khả quan, KDH sẽ thanh lý phần vốn góp này.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Phương pháp định giá NAV phù hợp với doanh nghiệp có dự án đang trong quá trình xây dựng và sở hữu quỹ đất sạch như KDH. Theo đó:

- **Các dự án đang xây dựng và tạo doanh thu** (Mega Ruby, Mega Village, Mega Garden): sử dụng phương pháp DCF nhằm xác định giá trị gia tăng của các dự án này.
- **Các dự án chưa có kế hoạch:** định giá lại theo giá thị trường các khu đất gần với vị trí dự án, do giá đất của các dự án này có xu hướng tăng theo thời gian. Đặc biệt sau quyết định tăng giá đất nền của UBND TP. HCM đầu năm 2015, theo đó giá đất nền sẽ tăng trung bình 1.6 lần so với năm 2014
- **Các dự án mới nhận chuyển nhượng tính đến quý I/2015:** ghi nhận theo giá trị sổ sách

(đơn vị: triệu đồng)

Dự án	Tỉ lệ sở hữu	Phương pháp	Giá trị đánh giá lại
Mega Ruby	99.90%	DCF	77,483
Mega Village	99.80%	DCF	126,405
Mega Garden	99.80%	DCF	158,055
Các dự án chưa có kế hoạch triển khai		MV	1,529,413
Các dự án mới nhận chuyển nhượng		BV	75,667
RNAV			1,966,376
Tài sản lưu động			2,514,000
Nợ			(1,320,000)
Giá trị tài sản ròng (NAV)			3,160,376
Số lượng cổ phiếu lưu hành			126,000,000
NAV/cổ phiếu			25,082 (đồng/cp)

Chúng tôi khuyến nghị **MUA cổ phiếu KDH với giá kì vọng 12 tháng tới là 25.100 đồng/cp (upside 16%)** theo phương pháp NAV. KDH hiện giao dịch tại P/E 12.2x, khá hấp dẫn so với P/E trung bình của các công ty bất động sản có quy mô tổng tài sản tương ứng (NLG,PDR,QGC,HDG,DXG) là 18.7x (tổng hợp theo Bloomberg). KDH sở hữu quỹ đất sạch khoảng 100 ha, chủ trương tăng lên 230 ha trong năm 2015, tập trung chủ yếu tại Quận 9, Tp. HCM (khu vực có tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng nhanh nhất Tp. HCM). Tỉ lệ hấp thụ dòng sản phẩm nhà phố của KDH khá khả quan, điểm rơi doanh thu của các dự án ổn định sẽ giúp công ty duy trì tốc độ tăng trưởng tốt trong năm 2015.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.