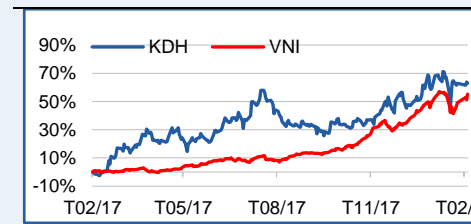


Ngành:	BDS		2017	2018F*	2019F*	2020F*
Ngày báo cáo:	27/02/2018	Tăng trưởng DT	-16,5%	19,0%	26,6%	38,5%
Giá hiện tại:	32.900VND	Tăng trưởng EPS*	31,3%	12,1%	23,2%	38,6%
Giá mục tiêu*:	38.200VND	Biên LN gộp	32,4%	35,0%	36,5%	37,3%
Giá mục tiêu trước đây:	27.400VND	Biên LN ròng	15,4%	19,4%	19,8%	19,8%
TL tăng:	+16,1%	EV/EBITDA	15,5x	11,9x	9,3x	6,7x
Lợi suất cổ tức:	1,9%	P/B*	2,1x	1,9x	1,7x	1,5x
Tổng mức sinh lời:	+18,0%	P/E*	19,0x	16,9x	13,7x	9,9x



GT vốn hóa*:	559,6tr USD		KDH	Peers	VNI
Room KN:	2,9tr USD	P/E (trượt)	19,0x	16,5x	20,6x
GTGD/ngày (30n):	0,5tr USD	P/B (hiện tại)	2,1x	2,3x	3,2x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	-15,1%	30,3%	NA
SL cổ phiếu lưu hành*:	387,8tr	ROE	11,7%	18,3%	15,2%
Pha loãng*:	387,8tr	ROA	6,4%	6,2%	2,4%
PEG 3 năm:	0,5				

Tổng quan công ty

KDH là chủ đầu tư BĐS có bề dày 15 năm hoạt động và quỹ đất lớn tại Q9, TP. HCM. Công ty hiện là chủ đầu tư nhà phố uy tín nhất tại TP. HCM. Cuối năm 2015, KDH mua lại 57% cổ phần tại BCI để có được 400ha đất tại phía tây nam thành phố. Trong năm 2018, KDH có kế hoạch hoán đổi cổ phiếu để mua lại 43% cổ phần BCI.

Nguyễn Tuấn Anh  
Chuyên viên cao cấp

Lucy Huynh, CFA  
Trưởng phòng cao cấp

## Tận dụng quỹ đất 400ha tại TP. HCM

- Chúng tôi nâng khuyến nghị của CTCP Đầu tư Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) lên KHẢ QUAN từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG, và nâng giá mục tiêu thêm 39%, phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về việc sáp nhập CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh (BCI) sẽ dẫn đến triển vọng phát triển quỹ đất lớn của BCI.
- Chúng tôi nâng dự báo LNST trừ lợi ích CĐTTS 2018 thêm 20% lên 758 tỷ đồng (+49% YoY), chủ yếu được dẫn dắt bởi tốc độ bàn giao nhanh hơn tại các dự án thấp tầng và triển vọng chuyển nhượng một vài dự án.
- Khả năng bán hàng đã được chứng minh của KDH và tiềm năng hứa hẹn tại dự án triển khai mới tại Quận 2 và Quận 9, TP. HCM sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng hợp đồng ký mới 2018 đạt 27% lên 4,1 nghìn tỷ đồng.
- Yếu tố tiềm năng hỗ trợ giá cổ phiếu: Các dự án mới được tài trợ bởi đợt phát hành quyền mua trong tháng 12/2017, vẫn chưa được phản ánh đầy đủ trong mô hình định giá của chúng tôi do thiếu thông tin chi tiết.
- Rủi ro cho giá cổ phiếu: Cạnh tranh ngày càng gay gắt trong phân khúc nhà phố và biệt thự với sự tham gia của chủ đầu tư lớn (như Vingroup và Novaland).

**Sáp nhập BCI sẽ giúp mở khóa quỹ đất 400ha tại TP. HCM.** Trong tháng 1/2018, cổ đông của KDH đã thông qua phương án sáp nhập với công ty con, BCI. KDH hiện đang có 53% cổ phần tại BCI và sẽ phát hành 51,8 triệu cổ phiếu mới (15,4% cổ phần hiện hữu) nhằm thu tóm 43% cổ phần còn lại. Sau sáp nhập, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ tăng tốc triển khai các quỹ đất của BCI, khi chúng tôi ước tính quỹ đất này đã tăng giá trị 50% kể từ thời điểm thu tóm.

**Các dự án thấp tầng sẽ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận.** Chúng tôi giả định 600 nhà phố và biệt thự (+20,% YoY) trong các dự án của KDH sẽ được bàn giao trong năm 2018. Nhà Phố Phú Hữu và Rosita tại quận 9, TP. HCM, sẽ là yếu tố đóng góp LNST trừ lợi ích CĐTTS 381 tỷ đồng, chiếm khoảng 50% tổng lợi nhuận 2018 của KDH.

**Doanh số hợp đồng ký mới ổn định năm 2017 củng cố quan điểm của chúng tôi về vị thế dài hạn của KDH.** KDH đã bán 1.255 sản phẩm trong năm 2017 (tăng 113% YoY), tương ứng với giá trị hợp đồng ký mới đạt 3,2 nghìn tỷ (+24% YoY). Với tỷ lệ tăng trưởng doanh số tăng bình quân hàng năm 37% trong vòng 2 năm qua là khá ấn tượng, khi một vài chủ đầu tư BĐS khác trong danh mục theo dõi của chúng tôi không ghi nhận tăng trưởng trong năm 2017.

**Đa dạng hóa danh mục sản phẩm củng cố triển vọng doanh số.** Điểm nhấn chính trong năm 2017 của KDH là triển khai dự án Jamila (870 căn hộ trung cấp, giá bán trung bình 1.000 -1.300 USD/m2) khi dự án này ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt đạt 95%, dù là dự án đầu tư căn hộ đầu tiên trong 5 năm qua của KDH. Trong năm 2018, nhờ triển khai 3-4 dự án (Sapphire, Nhà Phố Phú Hữu), chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh số bán hợp đồng của KDH sẽ ổn định ở mức 27% YoY đạt 4,1 nghìn tỷ đồng.

**Các dự án án được tài trợ bởi phát hành quyền mua có thể là cơ sở tiềm năng cho tăng định giá.** KDH đã huy động vốn thành công 1,4 nghìn tỷ đồng từ phát hành quyền mua tỷ lệ 10:4 trong quý 4/2017 nhằm tài trợ thu tóm đất mới, vốn hiện đang phản ánh trong giá trị sổ sách trong mô hình định giá, do thông tin chi tiết về các dự án mới khá hạn chế. Phát hành quyền mua với mức giá 18.000 đồng/CP và tương ứng với chiết khấu 46% so với thị giá vào ngày phát hành.

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.284</b>	<b>3.906</b>	<b>4.946</b>
Giá vốn hàng bán	-2.220	-2.538	-3.140
Lợi nhuận gộp	1.064	1.368	1.806
Chi phí bán hàng	-119	-152	-265
Chi phí quản lý DN	-121	-155	-179
<b>LN thuần HĐKD (EBIT)</b>	<b>824</b>	<b>1.061</b>	<b>1.363</b>
Thu nhập tài chính	74	74	74
Chi phí tài chính	-123	-123	-136
Lỗ/lãi từ công ty liên kết	8	8	8
Lỗ/lãi thuần khác	-16	-16	-16
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>766</b>	<b>1.003</b>	<b>1.292</b>
Thuế TNDN	-202	-241	-311
LNST trước lợi ích CĐTS	564	762	982
Lợi ích CĐTS	-57	-4	-4
<b>LNST trừ LI CĐTS, báo cáo</b>	<b>507</b>	<b>758</b>	<b>978</b>
EPS cơ bản theo báo cáo, VND	1.734	1.943	2.395
EPS pha loãng, VND	1.734	1.943	2.395

CHỈ SỐ	2017A	2018F	2019F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	-16,5%	19,0%	26,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	19,4%	28,8%	28,4%
Tăng trưởng LN trước thuế	31,3%	31,0%	28,8%
Tăng trưởng EPS	31,3%	12,1%	23,2%

Khả năng sinh lời	2017A	2018F	2019F
Biên LN gộp	32,4%	35,0%	36,5%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	25,1%	27,2%	27,5%
Biên EBITDA	25,0%	27,4%	27,7%
Biên LN ròng	15,4%	19,4%	19,8%
ROE	11,7%	12,7%	13,8%
ROA	6,4%	7,4%	8,1%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017A	2018F	2019F
Số ngày tồn kho	759	837	869
Số ngày phải thu	175	170	183
Số ngày phải trả	11	8	7
TG luân chuyển tiền	924	1.000	1.044

Thanh khoản	2017A	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	151,0	174,5	212,9
CS thanh toán nhanh	2,5	1,3	1,2
CS thanh toán tiền mặt	1,5	0,5	0,4
Nợ vay/Tài sản	18,9%	18,2%	16,8%
Nợ vay/Vốn CSH	21,1%	21,8%	21,3%
Nợ vay ròng/Vốn CSH	-15,1%	9,1%	5,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,7	8,6	10,0

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC.

CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
<b>Tiền và tương đương</b>	<b>2.591</b>	<b>1.257</b>	<b>1.621</b>
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	1.664	1.979	2.972
Hàng tồn kho	4.621	7.023	7.922
TS ngắn hạn khác	32	38	48
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>8.908</b>	<b>10.296</b>	<b>12.564</b>
TS cố định (ròng)	30	19	10
Đầu tư TC dài hạn	98	41	50
TS dài hạn khác	561	561	561
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>689</b>	<b>621</b>	<b>621</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>9.597</b>	<b>10.918</b>	<b>13.184</b>
Phải trả ngắn hạn	50	57	70
Vay nợ ngắn hạn	186	186	186
Nợ ngắn hạn khác	1.460	2.228	3.585
Tổng nợ ngắn hạn	1.696	2.472	3.842
Vay và nợ dài hạn	1.471	1.685	1.834
Phải trả dài hạn khác	234	37	37
<b>Tổng nợ</b>	<b>3.401</b>	<b>4.194</b>	<b>5.713</b>
Vốn cổ phần	3.360	3.878	2.221
Thặng dư vốn CP	1.088	2.221	3.878
Lợi nhuận giữ lại	703	514	1.258
Vốn khác	68	68	68
Lợi ích CĐTS	977	42	46
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.196</b>	<b>6.724</b>	<b>7.471</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>9.597</b>	<b>10.918</b>	<b>13.184</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
<b>Tiền đầu năm</b>		<b>2.591</b>	<b>1.256</b>
Lợi nhuận sau thuế		758	978
Khấu hao		11	9
Thay đổi vốn lưu động		-1.948	-532
Điều chỉnh khác		-193	4
<b>Tiền từ HĐKD</b>		<b>-1.372</b>	<b>458</b>

Chi mua sắm TSCĐ		0	0
Đầu tư		57	-8
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>		<b>57</b>	<b>-8</b>

Cổ tức đã trả		-234	-234
± Vốn cổ phần		0	0
± Nợ vay dài hạn		214	148
± Nợ vay ngắn hạn		0	0
Khác		0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>		<b>-19</b>	<b>-86</b>

Tổng lưu chuyển tiền tệ		-1.335	364
<b>Tiền cuối năm</b>		<b>1.256</b>	<b>1.621</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Tuấn Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

#### Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163

##### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

##### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 28 3914 3588 ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588 ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

[barry.weisblatt@vcsc.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vcsc.com.vn)

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

#### Dầu khí, Điện và Phân bón

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 28 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.