Nhà Khang Điền (KDH)

MUA

Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên

Cập nhật Bất động sản

Giá mục tiêu	**27.800**
Giá hiện tại	**21.300**
TL tăng	**30,5%**
Lợi suất cổ tức	**0%**
Tổng lợi nhuận	**30,5%**

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (USD)	72,9 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua (USD)	0,40 triệu
Sở hữu của khối ngoại	49%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	75 triệu
Số cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	75 triệu
Mức cao nhất 12 tháng (VNĐ)	22.000
Mức thấp nhất 12 tháng (VNĐ)	9.300

Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT	16,59%
BĐS Lý Gia (liên quan đến Chủ tịch HĐQT)	9,95%
VinaCapital	22,33%
Dragon Capital	17,66%
Khác	33,47%

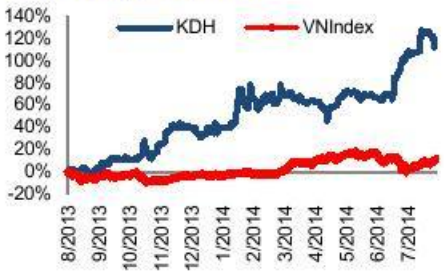
Chỉ số, Trong danh mục ETF

N/A

Mô tả công ty

KDH là một chủ đầu tư BĐS có tên tuổi với 13 năm kinh nghiệm và quỹ đất tại Quận 9 (khu Đông TP. HCM), thuộc trọng tâm phát triển đô thị của Chính phủ tại TP. HCM, và được hỗ trợ bởi cơ sở hạ tầng vừa mới xây dựng.

Diễn biến giá cổ phiếu



Chuỗi dự án Mega: chiến lược đúng đắn, lợi nhuận bền vững

Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho KDH từ KHẢ QUAN lên thành MUA. Chúng tôi tin rằng năm 2014 không chỉ là một năm đảo chiều với việc cải thiện khả năng sinh lời mà còn là một năm nền tảng giúp KDH tăng trưởng mạnh trong tương lai. Việc chào bán thành công dự án Mega Residence – dự án đầu tiên trong chuỗi dự án nhà phố Mega cho phân khúc thu nhập trung bình – cho thấy sự tập trung của KDH vào phân khúc đặc thù là nhà phố vừa túi tiền và các dự án của Công ty đều nằm tại Quận 9, khu vực có cơ sở hạ tầng phát triển nhanh, sẽ thúc đẩy sức tiêu thụ các dự án của KDH.

Chiến lược rõ ràng: Xây dựng nhà phố vừa túi tiền dọc theo các hệ thống hạ tầng-giao thông. KDH có 12 dự án với tổng diện tích 63 ha tọa lạc tại Quận 9 với pháp lý đầy đủ. Những dự án này sẽ được hỗ trợ bởi hệ thống cơ sở hạ tầng đang phát triển mạnh bao gồm cầu và hầm Thủ Thiêm, Xa lộ Hà Nội, Đại lộ Đông-Tây, đường Vành Đai Trong và đường Cao tốc Long Thành. Khi hoàn thiện, hệ thống hạ tầng-giao thông này sẽ giúp giảm thiểu thời gian di chuyển từ Quận 9 vào khu vực trung tâm TP. HCM từ 25 phút xuống chỉ còn 15 phút.

Thành công của chuỗi nhà phố Mega. KDH đã xây dựng được một mô hình thành công trong chuỗi sản phẩm Mega: nhà phố có giá cả phải chăng và được xây dựng hoàn thiện với tiện ích nội khu đi kèm, tình trạng an ninh tốt, cộng với tình trạng pháp lý rõ ràng và khả năng hoàn thiện nhà nhanh chóng. KDH đã hiện thực hóa tham vọng trở thành công ty tiên phong trong phân khúc còn chưa được khai thác và thiếu hụt nguồn cung này với việc tung ra dự án Mega Residence với 160 nhà phố hồi tháng ba vừa qua. Toàn bộ các nhà phố này đều được bán hết chỉ trong vòng 5 tháng, trong đó 50% số nhà hiện đã được bàn giao cho khách hàng.

KQLN 6 tháng đầu năm tăng mạnh. Thành công của dự án Mega Residence và việc chuyển nhượng dự án Phước Long đã mang lại 40 tỷ đồng LNST trong 6 tháng đầu năm 2014, đánh dấu năm đảo chiều sau hai năm liên tiếp thua lỗ. Công ty thậm chí còn dự kiến lợi nhuận sẽ tăng mạnh hơn nữa khi điều chỉnh mục tiêu LNST từ 40 tỷ đồng lên 100 tỷ đồng, với việc ghi nhận phần còn lại của dự án Mega Residence, và tung ra và mở bán dự án Mega Ruby, nhằm khai thác nhu cầu BĐS tại Quận 9 hiện vẫn chưa được đáp ứng.

Triển vọng tích cực. KDH sẽ tung ra bốn dự án thuộc chuỗi dự án Mega từ năm 2014 đến 2016. Chúng tôi cho rằng thị trường sẽ hấp thụ nhanh các dự án này. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm tới sẽ lên đến 33,2% đối với doanh thu, và 16,1% đối với LNST. Chúng tôi định giá KDH tại mức 27.800 đồng/cổ phiếu, tỷ lệ tăng tương ứng so với giá thị trường hiện nay là 32,3%. KDH hiện đang giao dịch với PER 2014 là 15,8 lần, so với mức trung bình của các công ty BĐS khác là 22,4 lần.

Các chỉ số chính	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
Doanh thu (tỷ đồng)	227	4	112	518	955
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	10	-56	-125	101	82
Biên LN từ hoạt động	3,9%	-732,8%	-72,3%	17,3%	14,8%
Biên LN ròng sau thuế	1,0%	-1.520,3%	-121,5%	24,0%	8,6%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	235	-1.264	-2.708	1.641	1.098
Tăng trưởng EPS (%)	-94,8%	-638,4%	114,2%	-160,6%	-33,1%
Cổ tức/cổ phiếu (VND)	0	0	0	0	0
Lợi suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
Gía trị DN (EV) / Doanh thu	6,9	267,1	10,5	4,7	3,3
EV / EBITDA	29,1	-29,8	-8,1	12,0	21,2
Giá CP / Dòng tiền, theo giá TT	-6,3x	-3,1x	-2,2x	-2,2x	2,9x
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	74,7x	-7,1x	-4,9x	15,8x	19,2x
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	0,6x	0,4x	0,6x	1,1x	1,0x
ROA (%)	0,1%	-2,5%	-7,1%	4,6%	1,9%
ROE(%)	0,2%	-4,3%	-12,7%	10,3%	5,6%
Nợ/CSH (%)	40%	50%	60%	80%	100%

Lưu ý: LNST 2015 giảm do không có thu nhập bất thường

VIET CAPITAL SECURITIES

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
KQLN					
Doanh thu thuần	4	112	518	955	1.224
- Giá vốn hàng bán	-5	-144	-392	-707	-828
Lợi nhuận gộp	-1	-32	125	248	396
- Chi phí bán hàng	-1	-3	-10	-59	-47
- Chi phí quản lí DN	-26	-47	-26	-48	-61
LN thuần HĐKD	-27	-81	89	142	287
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	0	0	0	0	0
- Lợi nhuận khác	-7	-65	110	6	6
Lợi nhuận khác	-35	-147	199	147	293
- Chi phí lãi vay	-29	-30	-40	-42	-44
Lợi nhuận trước thuế	-64	-176	159	106	250
- Thuế TNDN	7	39	-35	-23	-55
LNST	-57	-137	124	82	195
- Lợi ích CĐTS	1	12	-23	0	0
LNST cổ đông CT Mẹ	-56	-125	101	82	195
EBITDA	-34	-146	200	148	294
Số CP lưu hành (triệu)	44	46	62	75	75
CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	44	46	62	75	75
EPS	-1.264	-2.708	1.641	1.098	2.595
EPS pha loãng hoàn toàn	-1.264	-2.708	1.641	1.098	2.595
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	-98,3	2.900,3	360,1	84,6	21,8
Tăng trưởng LN HĐKD	-412,5	196,0	-209,9	58,3	102,7
Tăng trưởng EBIT	-167,7	319,0	-235,9	-26,2	99,4
Tăng trưởng EPS	-638,4	114,2	-160,6	-33,1	136,3
Chỉ số khả năng sinh lợi					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	-35,0	-28,0	24,2	26,0	32,3
Biên LN từ HĐ %	-732,8	-72,3	17,3	14,8	23,5
EBIT %	-932,6	-130,3	38,5	15,4	24,0
EBITDA %	-897,3	-129,4	38,7	15,5	24,1
Biên LNST %	-1.520	-121,5	24,0	8,6	15,9
ROE %	-4,3	-12,7	10,3	5,6	12,0
ROA %	-2,5	-7,1	4,6	1,9	3,6
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	91.599	2.760,7	2.254,3	1.358,5	1.065,8
Số ngày phải thu	13.120	94,5	94,5	94,5	94,5
Số ngày phải trả	1.518	4	60	60	60
TG luân chuyển tiền	103.201	2.851	2.289	1.393	1.100
Chỉ số TK/đòn bẩy TC					
CS thanh toán hiện hành	4,0	7,3	3,2	2,5	2,3
CS thanh toán nhanh	1,3	2,3	1,0	1,1	1,3
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,4	0,5	0,8	1,0
Nợ / Tài sản	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Nợ / Vốn sử dụng	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Nợ / Vốn CSH	0,5	0,6	0,8	1,0	1,0
Khả năng thanh toán lãi vay	-1,2	-5,0	5,0	3,5	6,6

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Bảng cân đối kế toán					
Tiền và tương đương	107	89	518	1.518	2.525
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	31	27	134	247	317
Hàng tồn kho	1.111	1.068	2.422	2.633	2.418
TS ngắn hạn	391	364	364	364	364
Tổng TS ngắn hạn	1.641	1.547	3.438	4.762	5.623
Tài sản dài hạn	10	9	11	16	24
- Khấu hao lũy kế	-5	-5	-6	-6	-7
TS dài hạn (ròng)	5	4	5	10	17
Đầu tư tài chính dài hạn	0	14	14	14	14
TS dài hạn khác	458	176	176	176	176
Tổng TS dài hạn	463	194	196	200	207
Tổng Tài sản	**2.104**	**1.741**	**3.634**	**4.962**	**5.830**
Phải trả ngắn hạn	1	2	64	116	136
Vay và nợ ngắn hạn	96	17	108	152	172
Phải trả ngắn hạn khác	312	193	889	1.641	2.102
Nợ ngắn hạn	409	212	1.062	1.910	2.410
Vay và nợ dài hạn	446	547	974	1.372	1.547
Phải trả dài hạn	70	17	156	156	156
Nợ dài hạn	516	563	1.130	1.528	1.703
Tổng nợ	**926**	**775**	**2.192**	**3.437**	**4.111**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư	498	498	605	605	605
Vốn điều lệ	439	481	750	750	750
LN chưa phân phối	177	-13	88	170	365
Lợi ích cổ đông thiểu số	64	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	**1.178**	**966**	**1.442**	**1.525**	**1.719**
Tổng cộng nguồn vốn	**2.104**	**1.741**	**3.634**	**4.962**	**5.830**
Lưu chuyển tiền tệ					
Tiền đầu năm	122	107	89	518	1.518
Lợi nhuận sau thuế	-56	-125	101	82	195
Khấu hao lũy kế	6	16	1	1	1
Thay đổi vốn lưu động	-83	-128	-703	480	626
Điều chỉnh khác	3	-49	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	**-129**	**-286**	**-603**	**562**	**820**
Chi mua sắm TSCĐ	0	-1	-2	-5	-8
Đầu tư khác	0	108	105	0	0
Tiền từ đầu tư	**0**	**107**	**103**	**-5**	**-8**
Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	376	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	-10	21	554	443	195
Tiền từ hoạt động TC	**118**	**160**	**930**	**443**	**195**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-15	-19	430	1.000	1.007
Tiền cuối năm	**107**	**89**	**518**	**2.525**	**4.261**

Nguồn: Báo cáo tài chính, Dự báo của VCSC

VIET CAPITAL SECURITIES

Tổng kết kết quả hàng quý (theo báo cáo)

2014	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD	Mục tiêu của KDH	Dự báo của VCSC
Doanh thu	80	2	N/A	N/A	82	550	518
Lợi nhuận gộp	29	-6	N/A	N/A	23	N/A	125
Biên lợi nhuận gộp	36,3%	-300%	N/A	N/A	28,0%	N/A	24,1%
Lợi nhuận từ hoạt động	21	-17	N/A	N/A	4	N/A	90
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	26,3%	-850%	N/A	N/A	4,9%	N/A	17,4%
LNST	10	31	N/A	N/A	41	100	101
Biên LNST (%)	12,5%	1.550%	N/A	N/A	50,0%	18,2%	19,5%

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	121	-51	28	16	112
Lợi nhuận gộp	42	-54	-4	-2	-32
Biên lợi nhuận gộp	34,6%	105,9%	-15,3%	-14,6%	-28,0%
Lợi nhuận từ hoạt động	15	-62	-4	-20	-81
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	12,6%	122,3%	-12,5%	-125,1%	-72,3%
LNST	9	-63	-91	-12	-125
Biên LNST (%)	0,5%	118,1%	-327,3%	-4,2%	-121,5%

2012	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	22	6	23	-6	4
Lợi nhuận gộp	19	1	19	-35	-1
Biên lợi nhuận gộp	84,5%	22,6%	80,1%	573,2%	-35,0%
Lợi nhuận từ hoạt động	10	0	10	-35	-27
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	47,2%	5,0%	44,9%	573,2%	-732,8%
LNST	1	0	0	-48	-56
Biên LNST (%)	2,6%	0,3%	4,7%	825,6%	-1.520%

2011	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	104	133	66	-74	229
Lợi nhuận gộp	36	31	30	-74	23
Biên lợi nhuận gộp	34,6%	23,4%	44,7%	100%	10,0%
Lợi nhuận từ hoạt động	25	19	22	-98	-32
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	24,5%	14,2%	33,7%	133,1%	-14,0%
LNST	11	9	8	-67	-39
Biên LNST (%)	15,0%	1,0%	13,3%	97,7%	-17,0%

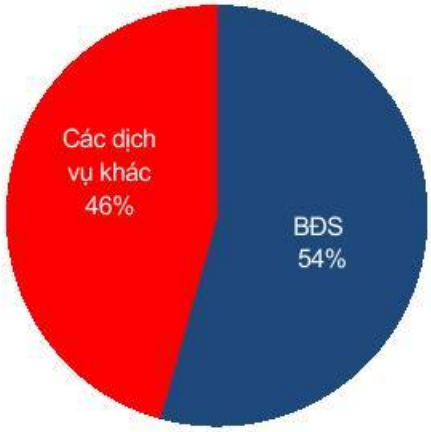
Tổng kết dự báo của VCSC cho năm 2014

	2013A	Dự báo 2014 (trước đây)	Dự báo 2014 (hiện nay)	YoY % (dự báo hiện nay)	Ghi chú
Doanh thu	112	705	518	+362,5%	
BĐS	61	705	518	+749,2%	Năm nay KDH tung ra dự án Mega Residence và Mega Ruby, trong khi năm ngoái không có dự án mới nào
Dịch vụ khác	51	-	-	-100%	
Lợi nhuận gộp	-32		125	-490,6%	
BĐS	-31		125	-503,2%	Hàng bán bị trả lại với giá trị lớn trong năm 2013 dẫn đến lỗ gộp
Dịch vụ khác	-1		-	-100%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-3		-10	+233,3%	Chi phí bán hàng tăng mạnh do chiến dịch bán hàng cho các dự án mới
Chi phí quản lý	-47		-26	-44,7%	Chi phí quản lý trở về mức bình thường sau khi tăng mạnh vào năm ngoái do hoạt động tái cơ cấu doanh nghiệp
Lợi nhuận từ hoạt động	-81		90	-211,1%	
Lợi nhuận ngoài hoạt động	-65		110	-269,3%	Chuyển nhượng dự án Phước Long và bán cổ phần trong dự án Mega
EBIT	-147		199	-235,4%	
Chi phí lãi vay	-30		-40	+33,3%	
Lợi nhuận trước thuế	-176		159	-190,3%	
Lợi nhuận sau thuế	-137	38	124	-190,5%	
LNST (sau khi trả lợi ích CĐTS)	-125	37	101	-180,8%	
EBITDA	-146		200	-237,0%	
Biên lợi nhuận gộp %	*-28,6%*		*24,2%*		
BĐS	*-50,8%*		*24,2%*		
Dịch vụ khác	*-2,0%*		*-*		
Chi phí bán hàng và marketing/ doanh thu	*-2,7%*		*-2,0%*		
Chi phí quản lý/ doanh thu	*-41,5%*		*-5,0%*		
Biên LN từ hoạt động	*-72,3%*	*12,4%*	*17,3%*		
Biên EBIT %	*-130,3%*		*38,5%*		
Biên EBITDA %	*-129,4%*		*38,7%*		
Biên LNST %	*-121,5%*	*5,2%*	*24,0%*		
Thuế suất được áp dụng %	*22,2%*		*22,0%*		

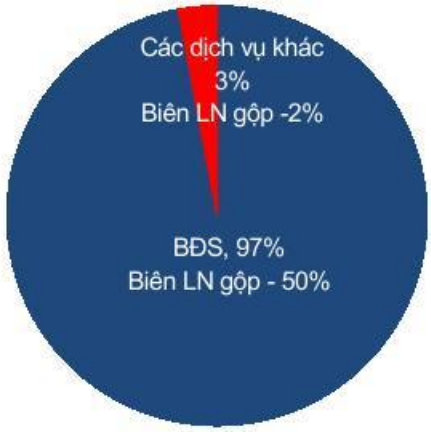
Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Phát triển nhà phố và căn hộ có giá phải chăng
Doanh thu	112 tỷ đồng - 5,3 triệu USD (2013)
Lợi nhuận ròng	-125 tỷ đồng - 5,9 triệu USD (2013)
USD/VND = 21.100	
Yếu tố doanh thu chính	Nhà phố
Yếu tố chi phí chính	Chi phí đất và xây dựng
Yếu tố rủi ro chính	Lãi suất
Khách hàng chính	N/A
Lãnh đạo	Ông Lý Điền Sơn (Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc)
Địa chỉ	606, lầu 6 , Centec Tower, 72-74 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 6, Quận 3, TP. HCM
Website	www.khangdien.com.vn
Email	info@khangdien.com.vn
Điện thoại	(+84) 8 3820 8858

Cơ cấu chi phí



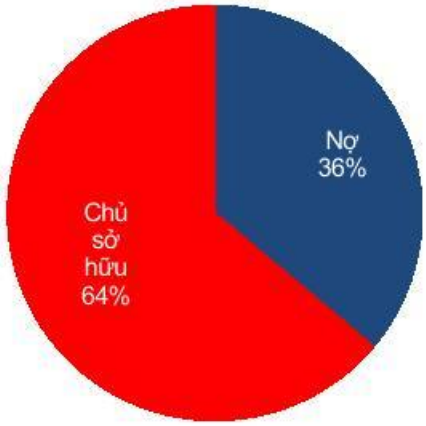
Cơ cấu lợi nhuận gộp & Biên LN gộp



Cơ cấu chi phí

	% so với doanh thu
Giá vốn hàng bán	(128%)
Chi phí quản lý và bán hàng	(44%)
Chi phí tài chính ròng	(86%)
Thu nhập ròng khác	2%
Thuế TNDN	(35%)
LNST	(111%)

Cơ cấu vốn



Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty (2013), Ước tính của VCSC

Nội dung cập nhật

- Tình hình thị trường – Phân khúc nhà phố
  - Nguồn cung nhà phố vẫn thấp hơn nhiều so với nhu cầu dồi dào
  - Nhu cầu nhà phố vẫn chưa được khai thác
  - Các dự án nhà ở nổi lên nhờ sự phát triển mạnh của cơ sở hạ tầng
- Sự kiện nổi bật gần đây
  - Phát hành riêng lẻ thành công 26,9 triệu cổ phiếu trong tháng 05/2014
  - KQLN Quý 2/2014 và điều chỉnh mục tiêu 2014
- Cập nhật Công ty
  - Mega Residence – Phép thử thành công đối với dòng sản phẩm mới
  - Cập nhật dự án của KDH
- Định giá
  - Định giá theo phương pháp giá trị tài sản ròng
  - Triển vọng trong giai đoạn 2014-2016
- Thanh khoản cổ phiếu
  - Tỷ lệ cổ phiếu giao dịch tự do thấp và chiến lược đầu tư mua-và-nắm-giữ dẫn đến tình trạng cổ phiếu thanh khoản kém

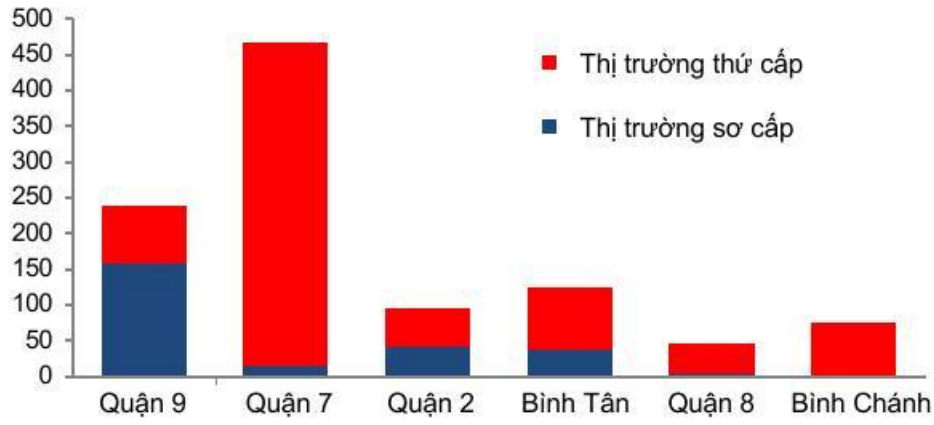
Tình hình thị trường – Phân khúc nhà phố

Số liệu gần đây của Savills cho thấy số giao dịch và tỷ lệ hấp thụ tại phân khúc nhà phố đang tăng mạnh. Cụ thể, số giao dịch trong Quý 2/2014 tăng 176% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi tỷ lệ hấp thụ tăng mạnh lên 50%, trong đó 80% số giao dịch thuộc về các dự án mới được tung ra thị trường, đặc biệt là các dự án tại Quận 9. Chúng tôi cho rằng các yếu tố góp phần mang lại kết quả này là do chênh lệch giữa nhu cầu và nguồn cung, chính xác hơn là nguồn cung tại mức giá vừa phải; cũng như khả năng thu hút khách hàng của các dự án BĐS tại các khu vực có cơ sở hạ tầng phát triển nhanh chóng như Quận 9.

Nguồn cung nhà phố vẫn thấp hơn nhiều so với nhu cầu dồi dào

Trong khi phân khúc nhà phố tại Hà Nội đang bị dư cung, TP. HCM là một thị trường đầy hứa hẹn, với tiềm năng phát triển dồi dào tại phân khúc này. Savills cho biết nguồn cung nhà phố trên thị trường thứ cấp hiện chỉ có 1.042 căn (tính đến Quý 2/2014), thấp hơn nhiều so với nhu cầu 7.000 căn theo ước tính của chúng tôi.

Hình 1: Tổng nguồn cung nhà phố tại TP. HCM Quý 2/2014

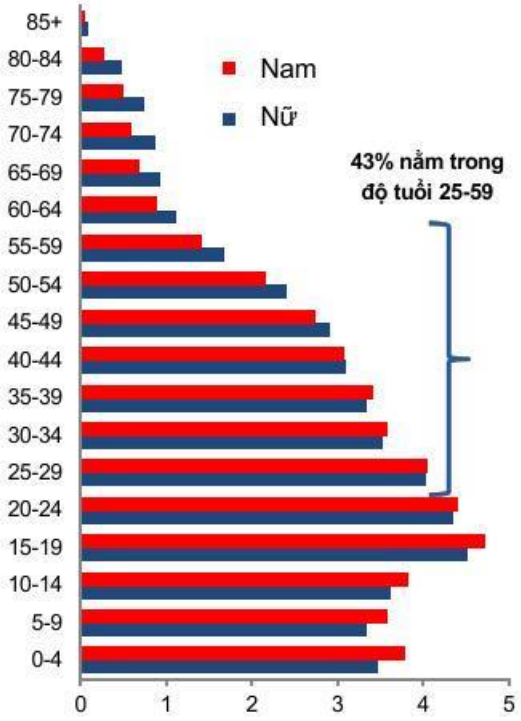


Nguồn: Savills Vietnam

Nhu cầu nhà phố vẫn chưa được khai thác

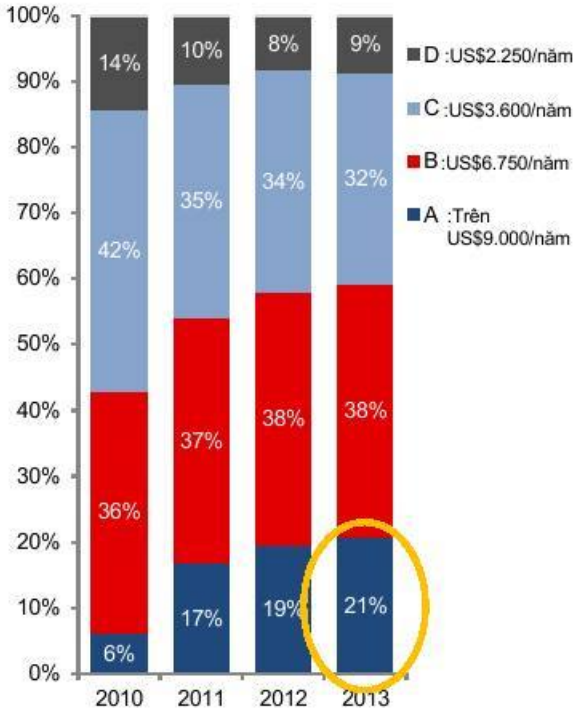
Theo phân tích của chúng tôi, nhu cầu cho nhà phố có giá trung bình khoảng 100.000USD/căn hiện ở mức cao, trong khi nguồn cung tại TP. HCM còn hạn chế. Nghiên cứu của chúng tôi cho thấy có khoảng 7.043 hộ gia đình có nhu cầu mua nhà phố, cao hơn nhiều so với nguồn cung 1.042 căn (Savills, số liệu Quý 2/2014) dựa trên các giả định sau:

Hình 2: Tháp tuổi dân số Việt Nam (2012)



Nguồn: Nielsen 2012

Hình 3: Thu nhập bình quân của hộ gia đình ở TPHCM và Hà Nội



Nguồn: Nielson 2013, VCSC

Nhu cầu nhà phố	=	Tổng dân số TP. HCM	x	Tỷ lệ dân số tuổi từ 25-59	/	Số người có thu nhập / hộ gia đình	x	Tỷ lệ hộ gia đình có thu nhập trên 9.000USD/năm	x	Tỷ lệ hộ gia đình hiện có nhu cầu mua nhà (*)
7.043	**=**	**7.800.000**	**x**	**43%**	**/**	**2**	**x**	**21%**	**x**	**2%**

(*) Chúng tôi giả định trong số các hộ gia đình với thu nhập trên 9.000USD/năm, 2% có nhu cầu mua nhà phố

Chúng tôi cho rằng để mua được một căn nhà phố giá 100.000USD, một hộ gia đình phải có thu nhập tối thiểu 9.000USD/năm. Với mức thu nhập này, hộ gia đình đó có thể mua được nhà phố sau khoảng thời gian trung bình là 33 năm. Chúng tôi ước tính khả năng mua nhà bằng cách xem xét khoảng thời gian tiết kiệm tiền đủ để mua nhà dựa trên các giả định sau:

- Lãi suất vay ngân hàng mua nhà là 10%/năm trong 10 năm.
- Mỗi tháng, các hộ gia đình tiết kiệm 35% thu nhập.
- Khách hàng có khả năng tính toán hợp lý về mặt tài chính.

Hình 4: Bảng tính theo các mức thu nhập để có thể mua được nhà phố

Thu nhập hàng năm	Nợ/Chủ sở hữu (*)	Tiết kiệm (35%)	Trả tiền vay mỗi năm	Số năm tiết kiệm để được nhận nhà	Số năm trả xong tiền nhà
9.000	0,4	3.150	3.142	23	33
12.000	0,6	4.200	4.125	15	25
15.000	0,9	5.250	5.211	10	20

** Lưu ý: Chúng tôi lựa chọn tỷ lệ Nợ/Chủ sở hữu để cân bằng giữa mức tiết kiệm và thanh toán nợ mỗi năm sau đó, tránh việc tài chính gặp khó khăn sau khi nhận nhà.*

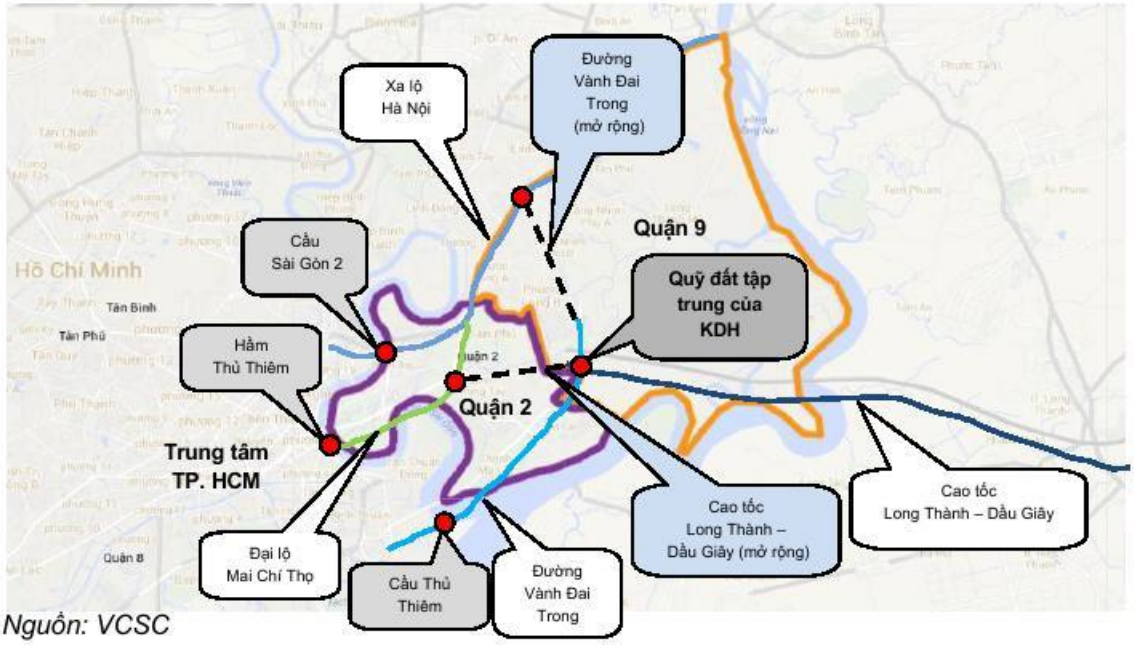
Các dự án nhà ở nổi lên nhờ sự phát triển mạnh của cơ sở hạ tầng

Thị trường BĐS tại khu Đông TP. HCM sẽ được hỗ trợ nhờ cơ sở hạ tầng phát triển mạnh trong thời gian tới

Việc các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm như Cầu Sài Gòn 2, Hầm Thủ Thiêm và Cầu Thủ Thiêm được hoàn thành giúp giao thông giữa trung tâm TP. HCM và phía còn lại của Sông Sài Gòn (khu Đông của thành phố: Quận 2, Quận 9 và Quận Thủ Đức) thuận tiện hơn. Hơn nữa, hệ thống cơ sở hạ tầng trong khu Đông hiện đang được phát triển nhanh chóng, cụ thể là việc hoàn tất Đại lộ Mai Chí Thọ (thuộc Đại lộ Đông-Tây), đường Vành Đai Trong, mở rộng Xa lộ Hà Nội, trong khi xa hơn nữa về phía đông có đoạn mở rộng đường cao tốc Long Thành – Dầu Giây, dự kiến Quý 4/2014 sẽ được thông xe, kết nối cao tốc này với hệ thống giao thông toàn thành phố.

Tuy cơ sở hạ tầng phục vụ sinh hoạt như trường học, bệnh viện, điểm bán lẻ, trung tâm vui chơi giải trí tại phía đông TP. HCM vẫn còn chưa được phát triển mạnh, nhu cầu đất nền, nhà phố và căn hộ vẫn ở mức cao. Nhu cầu này có thể được phân loại thành nhu cầu mua nhà để ở, đầu tư, hoặc cho thuê, trong đó nhu cầu mua nhà để ở hiện chiếm đa số; việc đầu tư vào nhà ở cũng được cho là hợp lý với dự báo thị trường BĐS đã chạm đáy và sẽ tăng trở lại cùng với sự phát triển của hệ thống cơ sở hạ tầng. Quỹ đất có vị trí đắc địa của KDH nằm tại trung tâm hệ thống này, với việc tập trung vào phân khúc trung cấp, sẽ hưởng lợi nhiều nhất, với việc tung ra và mở bán thành công dự án Mega Residence là một ví dụ cụ thể.

Hình 5: Hệ thống cơ sở hạ tầng khu Đông TP. HCM



Nguồn: VCSC

Hình 6: Đoạn cao tốc Long Thành đang được xây dựng, kết nối Mega Residence với trung tâm TP. HCM

Nguồn: VCSC

Sự kiện nổi bật gần đây

Phát hành riêng lẻ thành công 26,9 triệu cổ phiếu trong tháng 05/2014

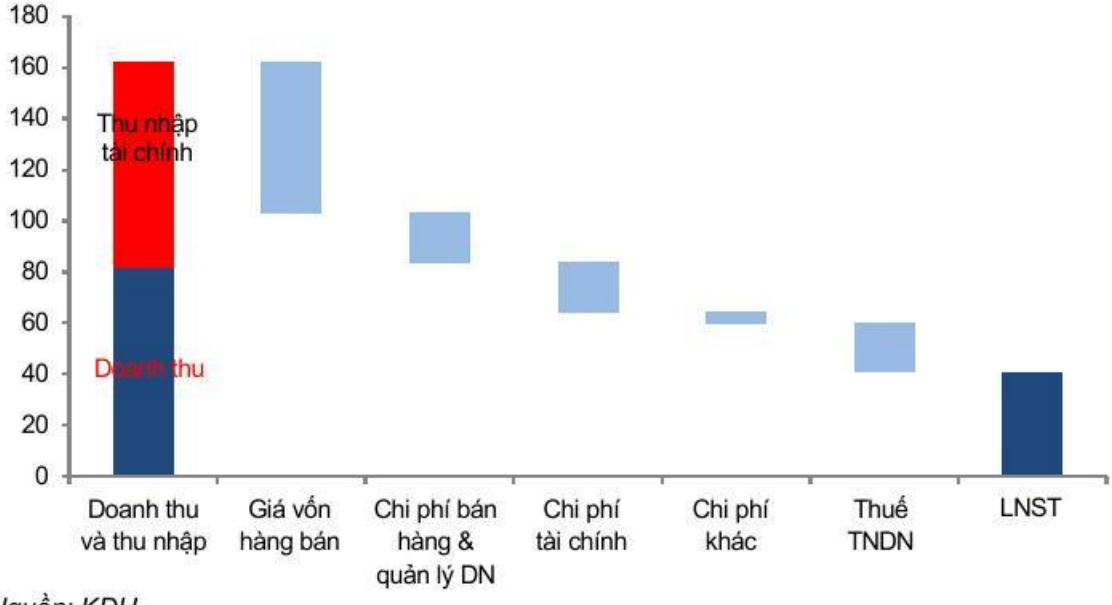
KDH đã phát hành thành công 26,9 triệu cổ phiếu trong đợt phát hành riêng lẻ tháng 05/2014, huy động được tổng cộng 363 tỷ đồng (giá phát hành 13.500 đồng/cổ phiếu) để đầu tư phát triển dự án cũng như mua thêm đất tại Quận 9. Đợt phát hành riêng lẻ này đã giúp tăng vốn điều lệ của KDH lên 750 tỷ đồng (tương đương 75 triệu cổ phiếu phổ thông). Hai doanh nghiệp trong nước là Công ty TNHH Đầu tư Thương mại Á Âu và Công ty TNHH Đầu tư Gamma tổng cộng mua 18 triệu cổ phiếu. Các bên mua khác là các cổ đông hiện hữu nước ngoài của KDH, gồm Vietnam Ventures Limited (VinaCapital), Venner Group Limited (Dragon Capital), và Vietnam Property Holding (Saigon Asset Management). Đợt phát hành này có ý nghĩa quan trọng đối với KDH trong việc tăng tính thanh khoản để đẩy mạnh tiến độ của các dự án hiện nay và lấp đầy danh mục dự án đang/sẽ phát triển trong bối cảnh nhiều chủ đầu tư gặp khó khăn sẵn sàng bán lại quỹ đất sạch.

KQLN 6 tháng đầu năm đạt mức cao

Doanh thu tăng 19,2% so với cùng kỳ năm ngoái lên 86,1 tỷ đồng, trong khi LNST tăng 169,3% lên 40,8 tỷ đồng. Doanh thu chủ yếu đến từ dự án Mega Residence - nhà phố nhắm vào phân khúc khách hàng có thu nhập trung bình. Sản phẩm tiêu biểu tại Mega Residence là nhà phố đã xây dựng hoàn thành 100% với diện tích xây dựng trung bình 150m^2 và giá hấp dẫn chỉ 2 tỷ đồng/căn (khoảng 100.000USD). Dự án được tung ra thị trường ngày 14/03 và đến nay đã bán được 150 trong số tổng cộng 160 căn, trong đó 50% đã được bàn giao cho khách hàng.

Bên cạnh đó, thu nhập tài chính tăng mạnh hơn 20 lần lên 80,3 tỷ đồng, gồm 31 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng 51% cổ phần tại Công ty TNHH Kinh doanh BĐS Phước Long (sở hữu dự án Phước Long) và 49 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng 48,9% cổ phần tại Công ty TNHH Đô thị Mê Ga (sở hữu dự án Mega Residence 1). Kết quả là KDH đã đạt được 23% mục tiêu doanh thu nhưng đã hoàn thành mục tiêu cả năm cho chỉ tiêu LNST.

Hình 7: Cơ cấu LNST 6 tháng đầu năm



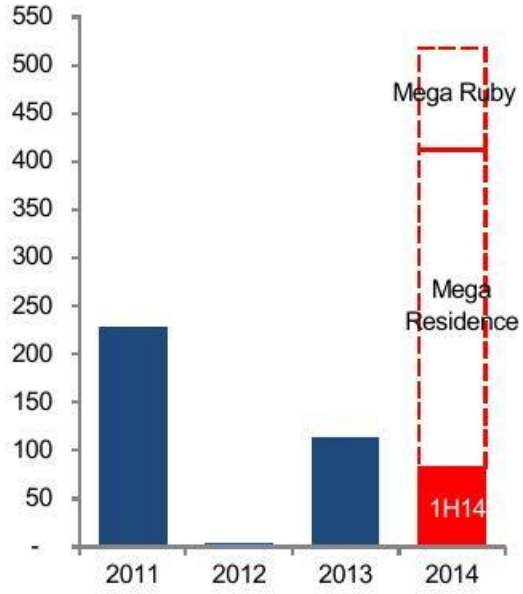
Nguồn: KDH

Điều chỉnh mục tiêu LNST 6 tháng cuối năm – thử thách có thể chinh phục

KDH đã công bố điều chỉnh mục tiêu LNST 2014 từ 40 tỷ đồng lên 100 tỷ đồng (tăng 150%) sau khi công bố KQLN Quý 2 đầy tích cực. Theo ước tính của chúng tôi, KDH có thể đạt được mục tiêu mới này – mức cao nhất kể từ năm 2010, nhờ các yếu tố sau:

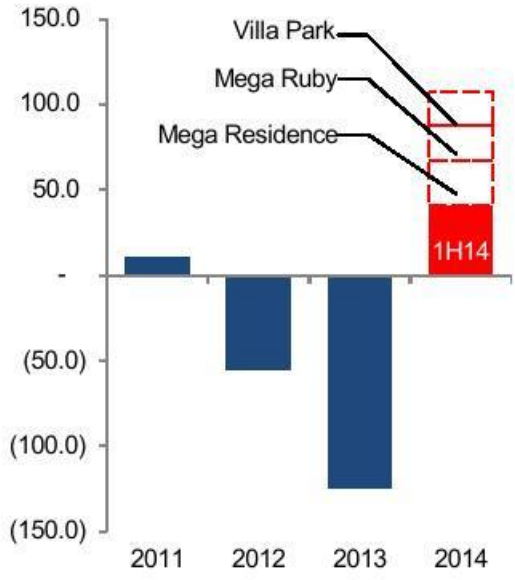
- Phần lớn doanh thu và LNST từ dự án Mega Residence, ước đạt lần lượt 330 tỷ đồng và 26,7 tỷ đồng, sẽ được ghi nhận trong 6 tháng cuối năm.
- 50 căn nhà tại dự án Mega Ruby sẽ được tung ra thị trường trong tháng 10/2014. Dự án này có ý tưởng, thiết kế và vị trí tương tự Mega Residence, nhưng thiết kế cao cấp hơn nên giá cao hơn từ 10%-15%. Vì vậy, chúng tôi dự báo tỷ lệ hấp thụ sẽ nhanh như với dự án Mega Residence, nhờ nhu cầu nhà phố hiện vẫn đang ở mức cao. Giai đoạn mở bán đầu tiên có thể mang lại khoảng 20,3 tỷ đồng LNST trong năm nay.
- KDH đã bán lại thành công 30% cổ phần tại công ty BĐS Khu Đông – chủ sở hữu dự án biệt thự cao cấp Villa Park, thu về 25 tỷ đồng thu nhập tài chính trong tháng 08/2014. Chúng tôi cho rằng việc chuyển nhượng cổ phần này là một bước đi đúng đắn để thu về dòng tiền nhằm tập trung vào các dự án ở phân khúc trung bình, có thể được bán nhanh hơn vì nhu cầu biệt thự cao cấp tại Quận 9 hiện vẫn còn yếu.

Hình 8: Doanh thu 2011-2014



Nguồn: KDH, Ước tính của VCSC

Hình 9: LNST 2011-2014



Nguồn: KDH, Ước tính của VCSC

Cập nhật Công ty

Mega Residence – Phép thử thành công đối với dòng sản phẩm mới

Việc chào bán dự án Mega Residence được xem là một cột mốc quan trọng của KDH trong nỗ lực thay đổi chiến lược để thích ứng với sự thay đổi của thị trường, cụ thể là sự chuyển dịch sang phân khúc trung cấp. Ngoài việc củng cố giả thuyết mà chúng tôi đưa ra khi cho rằng nguồn cung đang không đáp ứng được nguồn cầu, chúng tôi tin rằng phân khúc sản phẩm mới là nhà phố vừa túi tiền cũng sẽ thu hút được nhiều khách hàng nhờ các ưu điểm sau:

- Các dự án của KDH nằm ở vị trí được bao quanh bởi (1) hệ thống hạ tầng-giao thông lớn và hoàn thiện trực tiếp kết nối với trung tâm TP. HCM, và (2) các khu dân cư hiện hữu xung quanh cung cấp các tiện ích cơ bản như siêu thị, trường học và bệnh viện.
- Giá cả cạnh tranh so với căn hộ chung cư cho người có thu nhập trung bình (khoảng từ 13-15 triệu đồng/m^2 hoặc khoảng 2 tỷ đồng/căn).
- Cung cấp không gian sống riêng tư, an ninh, với tình trạng pháp lý rõ ràng giúp người mua nhà dễ dàng bán hoặc chuyển nhượng.
- Sản phẩm nhà phố phù hợp với tâm lý chung của nhiều người Việt Nam muốn sở hữu cả nhà lẫn đất.
- Điều khoản thanh toán hấp dẫn với mức hỗ trợ tối đa là 70% là tiền vay ngân hàng, và khách hàng chỉ phải trả 30% tiền để được nhận nhà.

Nhờ các lợi thế nêu trên và sự thành công của dự án Mega Residence, thương hiệu Mega bước đầu đã được tạo lập, do đó, chúng tôi tin tưởng rằng KDH sẽ tiếp tục gặt hái được thành công khi chào bán Ruby, dự án thứ hai thuộc chuỗi thương hiệu Mega trong tháng mười sắp tới, cũng như việc mở bán các dự án còn lại gồm hơn 3.000 căn nhà phố trong chuỗi dự án Mega.

Phân khúc nhà phố rút ngắn chu kỳ luân chuyển dòng tiền

Xét dưới góc độ của chủ đầu tư dự án, phân khúc nhà phố giúp rút ngắn chu kỳ luân chuyển của dòng tiền. Cụ thể, so với việc phải xây cả một khối căn hộ chung cư và chỉ được ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đối với những căn hộ đã bàn giao (thời gian tối thiểu từ lúc bắt đầu khởi công xây dựng cho đến lúc bàn giao cho khách ít nhất là 2 năm), sản phẩm nhà phố có thời gian xây dựng nhanh hơn chỉ trong khoảng 6 tháng vì dự án có thể được xây theo từng phần, do đó việc bàn giao và ghi nhận doanh thu sẽ diễn ra nhanh hơn so với các dự án căn hộ chung cư nhiều tầng. Ngoài ra, chủ đầu tư còn có thể tận dụng khoản tiền thu về từ việc bán các căn hộ trước đó để tái đầu tư; do đó, số vốn mà chủ đầu tư cần bỏ ra cũng ít hơn. Điều này giúp giảm thiểu các rủi ro từ việc (1) không bán được nhà, (2) gánh nặng tài chính và (3) tiến độ xây dựng dự án bị trì hoãn.

Do đó, KDH đã đưa ra quyết định đúng đắn khi tập trung rút ngắn chu kỳ luân chuyển dòng tiền với phân khúc nhà phố trung cấp, nhưng đồng thời cũng từ bỏ tiềm năng sinh lời cao hơn mà Công ty có thể sẽ hưởng được nếu tăng cường sử dụng quỹ đất để xây các căn hộ chung cư nhiều tầng.

Cập nhật dự án của KDH

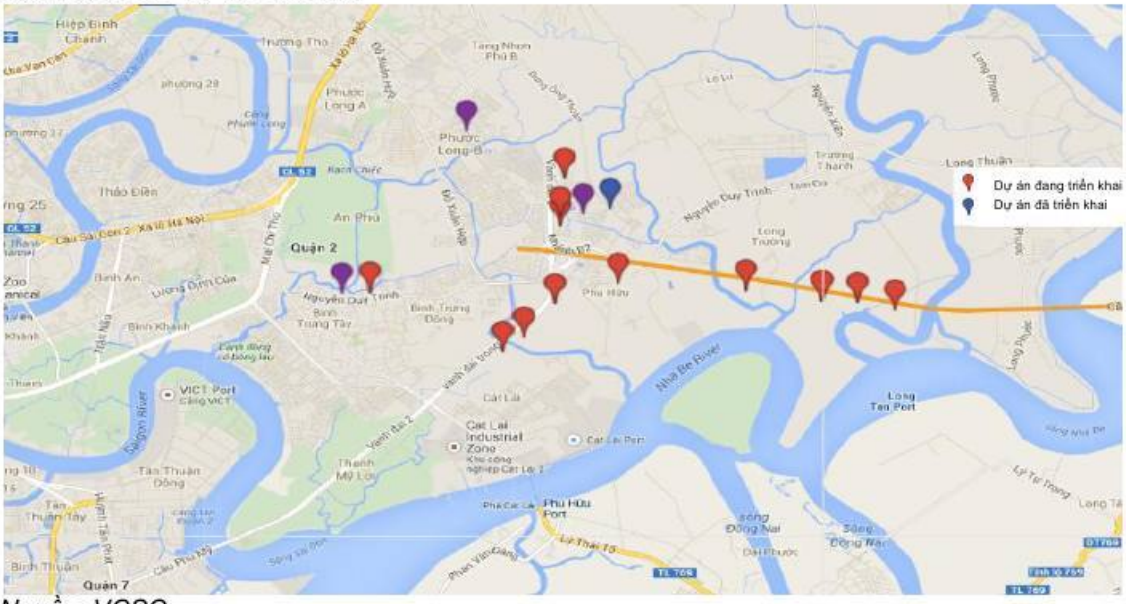
KDH hiện đang sở hữu 12 dự án với tổng diện tích 63 ha (phần lớn quỹ đất của KDH đã được giải tỏa và có pháp lý đầy đủ) tọa lạc tại Quận 9 dọc theo Đường Vành đai Trong và Đường cao tốc Long Thành. KDH đề ra chiến lược rõ ràng: trước tiên, cho đến năm 2018, KDH sẽ phát triển các dự án dọc theo Đường Vành đai Trong; sau đó, kể từ năm 2019 trở đi, Công ty sẽ xây dựng các dự án ở phía đông dọc Đường cao tốc Long Thành. So với các công ty bất động sản niêm yết khác, quỹ đất của KDH có quy mô lớn hơn khá nhiều, chỉ sau BCI về tổng diện tích, tuy nhiên, KDH sẽ là công ty dẫn đầu nếu chỉ tính quỹ đất có tốc độ phát triển nhanh ở khu vực phía đông TP. HCM.

Hình: So sánh quỹ đất của KDH

Mã	Ước tính quỹ đất tại TP. HCM (ha)	Quỹ đất tại TP. HCM /Tổng quỹ đất (%)	Vị trí
KDH	63	100%	Quận 9
DXG	23	11%	Q. Thủ Đức, Quận 9
TDH	24	60%	Q. Thủ Đức, Quận 9, Quận 2
BCI	470	100%	Q. Bình Tân, Q. Bình Chánh
NLG	39	7%	Q. Bình Chánh, Quận 7, Quận 9
PDR	11	100%	Quận 7

Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình: Vị trí các dự án của KDH



Nguồn: VCSC

Hình: Tổng quan các dự án của KDH

Dự án	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu (%)	Diện tích đất (m^2)	Số căn hộ	Tiến độ
Mega Residence	Nhà phố	51%	32.048	160	Đã bán 100% số căn hộ và đã bàn giao 50%.
Mega Ruby – 5ha	Nhà phố	99,9%	49.655	235	Đang xây dựng. Sẽ mở bán 50 căn vào tháng 10/2014.
Mega 3 - Trí Minh	Nhà phố	99,8%	57.556	327	Đã đền bù xong. Thiết kế 1/500 đã được phê duyệt.
Mega 4 - Quốc tế	Nhà phố	99,9%	31.010	165	Đã đền bù xong
Mega 5 - Nhà Phố	Nhà phố	99,9%	44.725	150	Đã đền bù xong
Mega 8 - Song Lập	Nhà phố	99,9%	145.000	1.080	Đã đền bù xong
Mega 9 - Gia Phước	Nhà phố	99,9%	33.060	37	Đã đền bù xong
Mega 10 & 11 - Long Trường	Nhà phố	99,9%	197.771	780	Đã đền bù xong
Mega 12 - Bình Trưng	Nhà phố	99,9%	18.407	N/A	Đã đền bù xong
Minh A	Căn hộ chung cư	33,5%	11.335	N/A	Đang chờ thiết kế 1/500
Vạn Thành Lợi	Cao ốc văn phòng	100%	5.000	N/A	Góp vốn cổ phần

Nguồn: KDH, VCSC

** Ghi chú: Dự án căn hộ chung cư PARCSpring chỉ còn khoảng 5% lượng tiền cần phải thu, do đó chúng tôi không đưa dự án PARCSpring vào danh sách này.*

Hình: Kế hoạch phát triển dự án của KDH

Nguồn: KDH, VCSC

Định giá

Tổng quan kết quả định giá

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu dành cho KDH từ 17.900 đồng/cổ phiếu trong báo cáo phát hành trước đó vào tháng 04/2014 lên 27.800 đồng/cổ phiếu, tương ứng với khuyến nghị MUA và tỷ lệ tăng so với giá thị trường là 30,5%. Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu dựa trên các nguyên nhân sau:

- Chúng tôi cho rằng việc bán sản phẩm tại các dự án nhà phố sắp tới của KDH sẽ diễn ra nhanh hơn so với giả định cũ, con số này được điều chỉnh dựa trên tốc độ bán căn hộ tại Mega Residence nhanh hơn so với giả định mà chúng tôi đưa ra trước đó. Cụ thể, giả định cũ của chúng tôi là 12 tháng, trong khi thực tế thì KDH đã bán xong trong vòng 5 tháng.
- Chúng tôi định giá lại quỹ đất của KDH theo giá trị thị trường vì hầu hết quỹ đất của Công ty đều đã được đền bù xong và có thể sử dụng để phát triển dự án (trước đó chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách để đưa ra định giá).
- Thông tin cập nhật về các thay đổi liên quan đến tài sản lưu động, nợ và số lượng cổ phiếu lưu hành.

	Dự án	Tỷ lệ sở hữu %	Diện tích đất (m^2)	Phương pháp định giá	RNAV* (triệu đồng)	Tình trạng
1	Mega Residence	51,0%	32.048	DCF	58,573	Đã bán 160/160 căn hộ
2	Mega Ruby	99,9%	49.655	DCF	78,630	Đang xây dựng, sẽ mở bán trong tháng 10/2014.
3	Mega 3 – Trí Minh	99,8%	57.556	DCF	272,167	Đã đền bù xong, bắt đầu xây dựng trong năm 2015
4	Mega 4 - Quốc Tế	99,9%	31.010	MV	183,062	Đã đền bù xong
5	Mega 5 - Nhà Phố	99,9%	44.725	MV	165,033	Đã đền bù xong
7	Mega 8 - Song Lập	99,9%	145.000	MV	879,714	Đã đền bù xong
8	Mega 9 - Gia Phước	99,9%	33.060	MV	145,071	Đã đền bù xong
9	Mega 10 - Long Trường	100%	128.043	MV	489,104	Đã đền bù xong
10	Mega 11 - Long Trường	99,9%	54.109	MV	182,750	Đã đền bù xong
11	Villa Long Trường	99,8%	24.000	MV	84,483	Đã đền bù xong
12	Bình Trưng	99,9%	18.407	BV	81,212	Đã đền bù xong
13	PARCSpring	5,0%	280.000	BV	14,000	Đang chào bán
14	Minh A	33,4%	11.335	BV	33,249	Đã đền bù xong, đang chờ phê duyệt thiết kế 1/500
15	Vạn Thành Lợi	100%	5.000	BV	16,000	Góp vốn cổ phần
Tổng RNAV* của các dự án					**2,683,048**	
Thêm: Tài sản lưu động					1.254.624	
Trừ: Nợ					1.854.040	
Giá trị tài sản ròng (NAV)					**2.083.631**	
SL cổ phiếu lưu hành					75.000.000	
NAV/cổ phiếu					**27.782**	
Tỷ lệ tăng					+30,5%	

** RNAV: giá trị tài sản ròng; DCF: phương pháp chiết khấu dòng tiền; MV: phương pháp định giá theo giá trị thị trường*

Các giả định chính:

- Quy trình thanh toán: 70% trong năm đầu tiên, 30% trong năm thứ hai

- Giả định tốc hộ bán căn hộ:

	Dự án	Giá bán (triệu đồng/m^2)	DT sàn XD bình quân /căn (m^2)	2014	2015	2016
1	Mega Residence	12,3	150 - 225	100%		
2	Mega Ruby	13,6	150 - 225	20%	80%	
3	Mega 3 - Trí Minh	13,6	150 - 225		80%	20%

Nguồn: Ước tính của VCSC

- Giả định về việc ghi nhận doanh thu:

	Dự án	SL căn hộ	2014	2015	2016
1	Mega Residence	160	100%		
2	Mega Ruby	235	15%	85%	
3	Mega 3 - Trí Minh	327		30%	70%

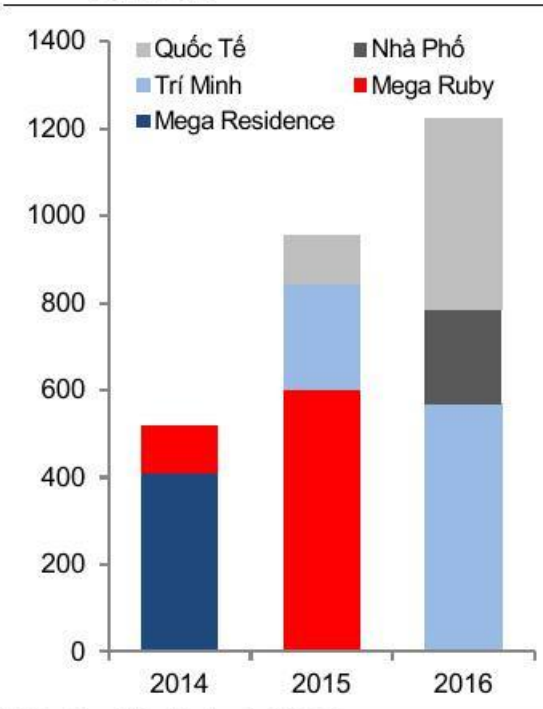
Nguồn: Ước tính của VCSC

Triển vọng trong giai đoạn 2014-2016

Doanh thu và LNST tăng trưởng mạnh

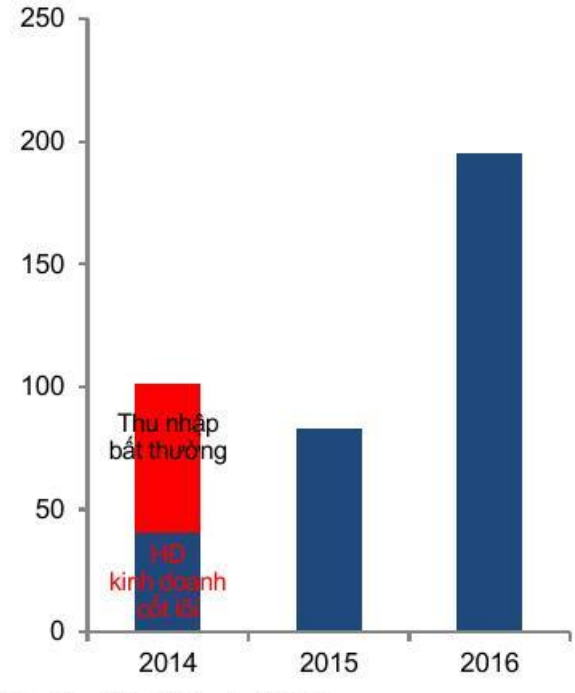
Dựa theo dự báo mà chúng tôi đưa ra, doanh thu và LNST sẽ tăng trưởng mạnh trong vòng 3 năm tới với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm lần lượt là 33,2% và 16,1%. LNST năm 2015 sẽ thấp hơn năm 2014 do KDH sẽ không có nguồn thu tài chính từ việc thoái vốn khỏi các dự án, tuy nhiên, nếu không tính khoản lợi nhuận tài chính bất thường 58 tỷ đồng trong năm 2014 thì LNST năm 2015 gần gấp đôi LNST của hoạt động kinh doanh cốt lõi trong năm 2014.

Hình: Dự báo doanh thu trong giai đoạn 2014-2016



Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình: Dự báo LNST trong giai đoạn 2014-2016



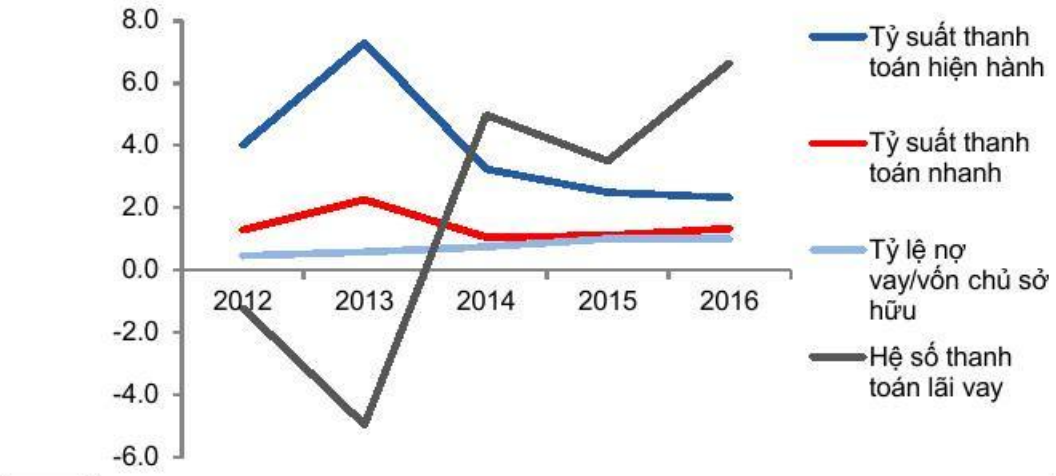
Nguồn: Ước tính của VCSC

Nâng tỷ lệ vay vốn để mở rộng quỹ đất và phát triển các dự án liệu có phải là lựa chọn phù hợp?

Trong vòng 3 năm tới, KDH dự định sẽ sử dụng thêm nợ vay để mở rộng quỹ đất và phát triển các dự án nhà phố, với tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu mục tiêu tối đa là 1,0 lần. Chúng tôi tin rằng việc tăng hệ số đòn bẩy tài chính sẽ tạo nguồn tiền mặt để phát triển các dự án nhà phố có tốc độ tiêu thụ nhanh, qua đó giúp sẽ tăng khả năng sinh lời hơn là tạo áp lực về mặt tài chính do KDH đã dự tính trước và có khả năng kiểm soát tốt việc sử dụng đòn bẩy tài chính.

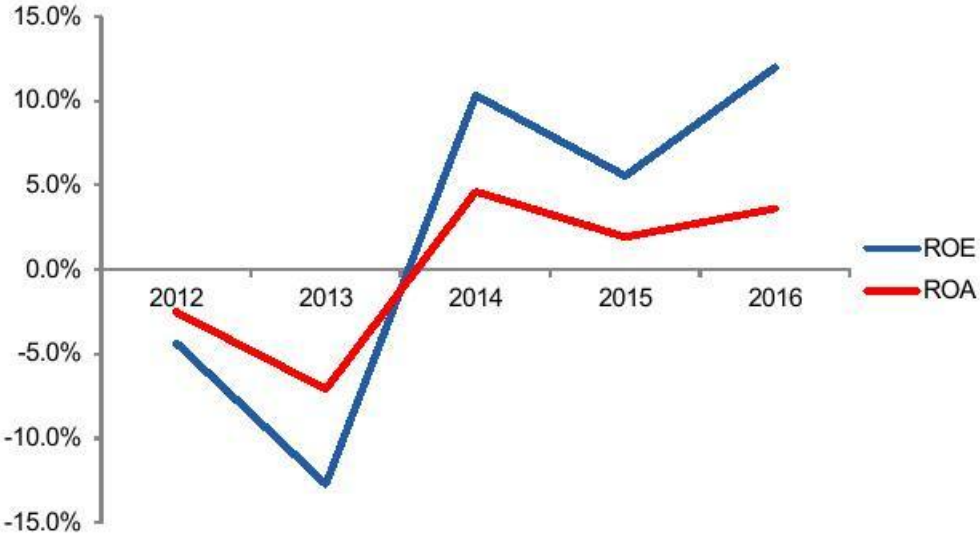
Do đó, chúng tôi dự báo đến năm 2016, chỉ số ROA và ROE sẽ đạt lần lượt 3,6% và 12,0%. Các chỉ số về tính thanh khoản vẫn có khả năng được giữ ở mức hợp lý là trên 1 lần, bên cạnh đó khả năng thanh toán nợ của KDH cũng được cải thiện tốt.

Hình: Các chỉ số thanh khoản và đòn bẩy tài chính



Nguồn: KDH, Ước tính của VCSC

Hình: Các chỉ số khả năng sinh lời

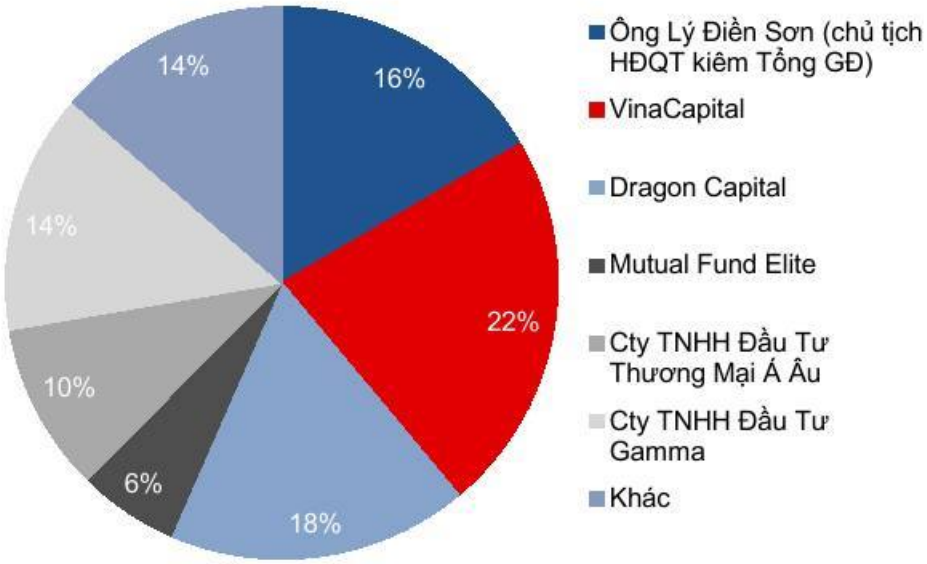


Nguồn: KDH, Ước tính của VCSC

Rủi ro đầu tư

Tỷ lệ cổ phiếu giao dịch tự do thấp: Cổ đông chiến lược mua-và-nắm-giữ, thành viên sáng lập sở hữu cổ phần lớn

Hình: Cơ cấu cổ đông của KDH



Nguồn: KDH

KDH là một trong số hai công ty bất động sản giữ được tỷ lệ sở hữu đối đa dành cho khối ngoại đã được lấp đầy trong thời gian dài, với các cổ đông lớn là các quỹ đầu tư dài hạn nổi tiếng như VinaCapital, Dragon Capital, Saigon Asset Management (SAM) và Mutual Fund Elite. Ngoài việc các thành viên sáng lập Công ty nắm giữ một lượng lớn cổ phần (khoảng 48%), chiến lược mua-và-nắm-giữ của các cổ đông lớn nói trên là nguyên chính khiến KDH làm cổ phiếu kém thanh khoản. Chúng tôi ước tính tỷ lệ cổ phiếu giao dịch tự do của KDH chỉ khoảng 3%.

So sánh với các công ty bất động sản khác

Mã	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	Vốn điều lệ (triệu USD)	Chỉ số thanh toán hiện hành	Chỉ số thanh toán nhanh	Nợ/CSH	P/B 2014 (lần)	P/E 2014 (lần)
KDH	**72,9**	**35,6**	**6,3**	**2,9**	**0,5**	**1,2**	**16,5**
DXG	56,2	35,6	1,7	1,1	0,1	1,2	14,9
NLG	106,7	57,3	2,2	0,5	0,4	1,4	24,3
BCI	65,1	34,3	4,4	0,7	0,3	0,8	13,6
TDH	30,2	18,1	2,7	1,6	0,4	0,4	18,4
HDG	87,7	26,4	1,3	0,5	0,1	2,0	11,4
DIG	111,8	84,7	3,9	1,7	0,4	1,0	32,8
NBB	56,9	17,0	2,7	0,4	0,9	0,7	13,4
NTL	45,1	30,1	2,4	0,5	0,0	1,1	12,8
PDR	79,6	61,7	4,1	0,1	2,0	1,1	37,7
SCR	71,9	71,1	2,4	0,8	1,0	0,6	33,1
SJS	111,2	47,4	1,4	0,1	1,3	1,2	14,9
Trung bình	**74,6**	**43,3**	**3,0**	**0,9**	**0,6**	**1,1**	**20,3**
Trung vị	**72,4**	**35,6**	**2,6**	**0,6**	**0,4**	**1,1**	**15,7**

Nguồn: Báo cáo tài chính của các công ty,ước tính của VCSC

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
03/09/2014	MUA	21.300	27.800
18/04/2014	KHẢ QUAN	15.800	17.900
24/01/2014	MUA	13.500	17.900
08/01/2014	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	12.700	12.600
22/11/2013	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	11.300	11.600
13/05/2013	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	8.800	15.000
25/09/2012	MUA	11.900	20.500
07/06/2012	MUA	16.800	21.200

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải, 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
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	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 chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có 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.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ, 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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

Trụ sở chính
Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch
Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch
236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc
Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn
CV cao cấp, Đặng Văn Pháp
Chuyên viên, Ngô Đăng Quế
Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên, Nguyễn Hồng Quang

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Trần Minh Đức
Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy
CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài
Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước
Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh
Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội
Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
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.