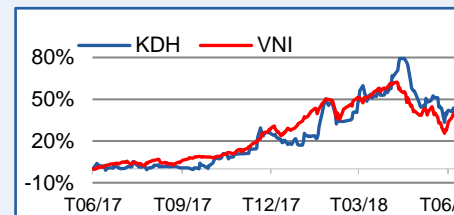


Ngành:	BDS		2017	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	07/06/2018	Tăng trưởng DT	-16.5%	8.2%	49.2%	15.6%
Giá hiện tại:	33.650VND	Tăng trưởng EPS	31.3%	18.5%*	18.5%	23.0%
Giá mục tiêu:	39.400VND	Biên LN gộp	32.4%	37.0%	33.9%	36.5%
Giá mục tiêu trước đây:	38.200VND	Biên LN ròng	15.4%	22.6%	18.8%	20.0%
TL tăng:	+17,1%	EV/EBITDA	16.7x	12.8x	10.3x	8.3x
Lợi suất cổ tức:	1,5%	P/B	2.1x	1.9x	1.7x	1.5x
Tổng mức sinh lời:	+18,6%	P/E	19.4x	16.4x	13.8x	11.2x



			KDH	Peers	VNI
GT vốn hóa:	572tr USD		21.3x	12.3x	19.3x
Room KN:	27,5tr USD	P/E (trượt)	2.1x	2.8x	2.9x
GTGD/ngày (30n):	0,7tr USD	Nợ ròng/CSH	-15.1%	-3.4%	NA
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	10.3%	19.7%	15.0%
SL cổ phiếu lưu hành	387,8tr	ROA	6.4%	7.9%	2.3%
Pha loãng	387,8tr				
PEG 3 năm	0,6				

* Do đợt phát hành quyền mua cổ phiếu tỷ lệ 10:4 tháng 12/2017 và hoán đổi 51 triệu cổ phiếu lấy cổ phần tại BCI tháng 02/2018; tăng trưởng lợi nhuận 2018 dự báo đạt 58% so với năm 2017.

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

Triển khai sớm dự án Hermosa đẩy nhanh tốc độ khai thác quỹ đất của BCI

- Chúng tôi giữ khuyến nghị KHẢ QUAN cho CTCP Đầu tư Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) với tổng mức sinh lời 18,6%, và giữ giá mục tiêu đi ngang ở mức 39.400 đồng/CP.
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS 2018 sẽ tăng 58% đạt 803 tỷ đồng, chủ yếu được dẫn dắt bởi một vài thương vụ chuyển nhượng quỹ đất và kế hoạch bàn giao ở các dự án Jamila và Rosita của KDH.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng tổng giá trị hợp đồng ký mới 29% còn 2,9 nghìn tỷ đồng (đi ngang so với 2017) khi chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ chỉ mở bán dự án Sapphire và Hermosa trong năm 2018.
- Yếu tố hỗ trợ: Các quỹ đất mới thu tóm được tài trợ bởi đợt phát hành quyền mua trong tháng 12/2017, chưa được phản ánh đầy đủ trong mô hình định giá của chúng tôi do thiếu thông tin chi tiết về kế hoạch triển khai.
- Rủi ro: Cạnh tranh gia tăng trong phân khúc BĐS gắn với đất từ sự tham gia của các chủ đầu tư BĐS lớn (vd: Vingroup và Novaland).
- Với quỹ đất lớn tại TP. HCM và khả năng bán hàng đã chứng minh, định giá của KDH là khá hấp dẫn với P/B và P/E dự phóng 2018 lần lượt là 1,9 lần và 16,4 lần.

Chuyển nhượng quỹ đất và kế hoạch bàn giao sản phẩm đã bán sẽ dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận cho năm 2018. Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ ghi nhận lãi trước thuế 600 tỷ đồng khi thoái vốn khỏi một số quỹ đất hiện tại ([xem thêm chi tiết tại báo cáo ĐHCĐ](#)). Trong khi KDH chưa công bố chi tiết liên quan đến lô đất nào sẽ được chuyển nhượng, chúng tôi tin rằng phần lớn các quỹ đất của KDH hiện đã được ghi nhận trong bảng cân đối kế toán thấp hơn ít nhất 50% giá trị thị trường. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ bàn giao các căn hộ còn lại của các dự án thấp tầng tại quận 9, cũng như bàn giao đợt căn hộ đầu tiên tại dự án Jamila (đã bán trước gần 100%), tương ứng với LNTT 412 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong năm 2018, tương ứng với khoảng 40% dự báo LNTT 2018 cho KDH.

Triển khai sớm dự án Hermosa củng cố kỳ vọng của chúng tôi về khả năng khai thác quỹ đất của BCI. Cùng với triển khai dự án Sapphire (1.600 căn hộ bàn giao tại quận 9) trong nửa cuối năm 2018, KDH cũng có kế hoạch mở bán dự án Hermosa, nằm trong quỹ đất Phong Phú 4 của BCI (1.500 căn hộ tại quận Bình Chánh) trong quý 4/2018, chỉ sau chưa đầy 8 tháng sau khi sáp nhập với BCI trong tháng 2/2018. Chúng tôi do đó nâng định giá của dự án Hermosa để phản ánh diễn biến triển khai sớm hơn dự kiến này.

Nhu cầu mạnh mẽ trong phân khúc căn hộ trung cấp và BĐS gắn với đất sẽ hỗ trợ cho các dự án triển khai sắp tới. Số liệu mới nhất của CBRE và Savills củng cố quan điểm triển vọng tích cực

của chúng tôi trong phân khúc căn hộ trung cấp và BĐS gắn với đất, với tăng trưởng lượng nhà sơ cấp trong quý 1/2018 lần lượt là 29% và 39% so với cùng kỳ năm ngoái.

Các quỹ đất mới sắp thu tóm có thể là yếu tố tiềm năng gia tăng định giá hiện tại của chúng tôi. Tính đến quý 1/2018, KDH đã thanh toán nhiều khoản đặt cọc cho các chủ đất tại TP. HCM trị giá 1,6 nghìn tỷ đồng để bổ sung quỹ đất mới. Chúng tôi hiện đang phản ánh các tài sản này theo giá trị sổ sách trong định giá, do các thông tin chi tiết về kế hoạch phát triển chưa được công bố.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	3.284	3.553	5.302
Giá vốn hàng bán	-2.220	-2.239	-3.502
Lợi nhuận gộp	1.064	1.314	1.799
Chi phí bán hàng	-119	-125	-282
Chi phí quản lý DN	-121	-127	-190
LN thuần HĐKD (EBIT)	824	1.062	1.327
Thu nhập tài chính	74	81	73
Chi phí tài chính	-123	-74	-78
Lỗ/lãi từ công ty liên kết	8	8	8
Lỗ/lãi thuần khác	-16	-16	-16
Lợi nhuận trước thuế	766	1.061	1.314
Thuế TNDN	-202	-255	-316
LNST trước lợi ích CĐTS	564	806	998
Lợi ích CĐTS	-57	-4	-4
LNST trừ LI CĐTS, báo cáo	507	802	994
EPS cơ bản theo báo cáo, VND	1.734	2.055	2.435
EPS pha loãng, VND	1.734	2.055	2.435

CHỈ SỐ	2017A	2018F	2019F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	-16,5%	8,2%	49,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	19,4%	28,9%	25,0%
Tăng trưởng LN trước thuế	31,3%	38,5%	23,9%
Tăng trưởng EPS	31,3%	18,5%	18,5%

Khả năng sinh lời	2017A	2018F	2019F
Biên LN gộp	32,4%	37,0%	33,9%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	25,1%	29,9%	25,0%
Biên EBITDA	25,0%	30,2%	25,2%
Biên LN ròng	15,4%	22,6%	18,8%
ROE	11,7%	13,4%	13,9%
ROA	6,4%	8,1%	8,5%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017A	2018F	2019F
Số ngày tồn kho	759	869	717
Số ngày phải thu	175	195	183
Số ngày phải trả	11	8	7
TG luân chuyển tiền	924	1.057	894

Thanh khoản	2017A	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	151,0	164,1	211,8
CS thanh toán nhanh	2,5	2,0	1,3
CS thanh toán tiền mặt	1,5	0,8	0,4
Nợ vay/Tài sản	18,9%	18,8%	17,3%
Nợ vay/Vốn CSH	21,1%	21,7%	21,2%
Nợ vay rỗng/Vốn CSH	-15,1%	6,1%	6,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,7	14,3	17,1

CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền và tương đương	2.591	1.460	1.541
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	1.664	2.141	3.186
Hàng tồn kho	4.621	6.046	7.719
TS ngắn hạn khác	32	34	51
Tổng TS ngắn hạn	8.908	9.681	12.498
TS cố định (ròng)	30	20	11
Đầu tư TC dài hạn	98	41	50
TS dài hạn khác	561	561	561
Tổng TS dài hạn	689	622	621
Tổng Tài sản	9.597	10.303	13.119
Phải trả ngắn hạn	50	50	78
Vay nợ ngắn hạn	186	186	186
Nợ ngắn hạn khác	1.460	1.577	3.452
Tổng nợ ngắn hạn	1.696	1.813	3.716
Vay và nợ dài hạn	1.471	1.685	1.834
Phải trả dài hạn khác	234	37	37
Tổng nợ	3.401	3.536	5.588
Vốn cổ phần	3.360	3.878	2.221
Thặng dư vốn CP	1.088	2.221	3.878
Lợi nhuận giữ lại	703	558	1.318
Vốn khác	68	68	68
Lợi ích CĐTS	977	42	46
Vốn chủ sở hữu	6.196	6.767	7.531
Tổng cộng nguồn vốn	9.597	10.303	13.119

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền đầu năm		2.591	1.460
Lợi nhuận sau thuế		802	994
Khấu hao		10	9
Thay đổi vốn lưu động		-1.788	-832
Điều chỉnh khác		-193	4
Tiền từ HĐKD		-1.169	175

Chi mua sắm TSCĐ	0	0
Đầu tư	57	-8
Tiền từ HĐ đầu tư	57	-8

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
Tiền từ hoạt động TC	-19	-86
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.131	81
Tiền cuối năm	1.460	1.541

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

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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	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 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

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

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

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

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

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

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 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.