

07/06/2012



**Phương Tôn**  
Chuyên viên cao cấp  
[Phuong.Ton@vcsc.com.vn](mailto:Phuong.Ton@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 146

## MUA

**Giá mục tiêu  
Tăng**

**23.300  
38,7%**

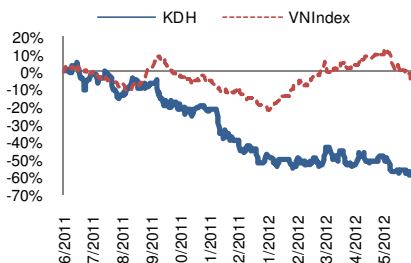
## Bất động sản

### Các chỉ số chính

Giá ngày 06/06/2012	16.800
Mức thấp nhất 52 tuần	16.300
Mức cao nhất 52 tuần	42.500
GTGD bình quân 30 ngày	167.124
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	43
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	704
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	34
TL sở hữu nước ngoài	35%

Định giá	2009	2010	2011
EPS (cơ bản)	1.379	4.532	235
Tăng trưởng EPS	109,5%	228,6%	-94,8%
P/E (thị giá)	11,9	3,6	69,8
P/B (thị giá)	0,7	0,5	0,6
EV / EBITDA	0,0	8,8	30,5
ROE	4,4%	17,2%	0,2%
ROA	4,0%	11,9%	0,1%
ROIC	4,2%	13,0%	0,1%
Nợ/Vốn CSH	9,4%	46,0%	38,2%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối	-21,5%	-33,1%	-59,3%
Giá trị tương đối	-9,9%	-41,6%	-56,4%



### Cơ cấu cổ đông

Ông Lý Điền Sơn	26,37%
Ly Gia Co, Ltd.	25,13%
NĐT nước ngoài	35,03%
NĐT trong nước	13,47%

## Quy mô nhỏ, chưa được định giá đúng

KDH là một mã bất động sản tầm trung niêm yết trên HSX, có giá trị vốn hóa khoảng 35 triệu đô la. Mặc dù vốn hóa nhỏ hơn nhiều mã khác trên sàn nhưng KDH giành được một vị trí trong rổ VN30 nhờ thanh khoản giao dịch tốt trong sáu tháng cuối năm 2011 vào thời điểm VN30 được tính toán lần đầu. Công ty chuyên về các dự án nhà dân quy mô nhỏ phía Đông Bắc TP. HCM, thuộc phân khúc trung-cao cấp (địa bàn quận 2 và quận 9).

**KDH chưa được thị trường chú ý do quy mô nhỏ, hiện giao dịch thấp hơn 37.9% so với định giá của chúng tôi:** Mức giá hiện tại 16.900 đồng/cp thấp hơn nhiều so với định giá 23.300 đồng của chúng tôi, dựa trên đánh giá tài sản ròng quỹ đất sạch 40 hecta của công ty. Các dự án chính trong định giá của chúng tôi là Villa Park, Đoàn Nguyên, Trí Minh, Mega và Long Trường Khang Điền. Trong năm 2012, chúng tôi kỳ vọng EPS là 2.277 đồng/cp, quy ra P/E là 10.2x dựa trên giá mục tiêu, so với EPS 1.865 đồng/cp theo kế hoạch của Ban giám đốc. Công ty đặt ra mục tiêu cổ tức 10% mệnh giá trong ĐHCĐ2012.

**Các sản phẩm có giá cả phù hợp và vị trí thuận tiện:** Danh mục sản phẩm được chọn lọc kỹ lưỡng này có mức độ thanh khoản nhất định ngay cả khi thị trường trầm lắng. KDH tập trung vào các dự án dân cư thấp tầng dọc theo tuyến cao tốc Long Thành Dầu Giây nối trung tâm TPHCM và sân bay quốc tế mới Long Thành.

**Khả năng phát triển dự án được chứng minh:** năm 2011 KDH đã bán dự án biệt thự Goldora rộng 8,2 hecta khi đã gần như đã hoàn tất cho Indochina Land và 75% dự án căn hộ Spring Life (tên mới là Parc Spring) cho Capitaland. Nếu không tính giá trị giao dịch (vẫn ở mức có lãi), các giao dịch này chứng tỏ khả năng KDH đáp ứng những tiêu chuẩn của các chủ đầu tư quốc tế giàu kinh nghiệm – yếu tố quyết định đối với thành công trong định hướng mở rộng hợp tác của công ty trong tương lai.

**Tình hình tài chính ổn định cho phép đưa sản phẩm ra thị trường nhanh hơn:** KDH nằm trong nhóm các công ty có thanh khoản vững nhờ quản lý nợ tốt. Khi tín dụng cho bất động sản vẫn còn đang thắt chặt, thanh khoản tốt cho phép KDH đầu tư đưa dự án ra thị trường sớm hơn các công ty đối thủ.

**Đội ngũ lãnh đạo nhạy với thị trường:** Là một công ty tư nhân, thích nghi với các thay đổi của môi trường đóng vai trò then chốt với thành công của KDH và chúng tôi ghi nhận khả năng này của KDH. Khi tín dụng cho bất động sản bị siết chặt vào năm 2011, KDH đã nhanh chóng giảm đòn bẩy tài chính bằng cách bán sỉ 2 dự án cho các chủ đầu tư nước ngoài. Đầu năm 2012, chúng tôi cũng được biết dự định của công ty mở room sở hữu cho các đối tác có vốn lớn, giúp KDH thực hiện các dự án quy mô hơn. VinaCapital, một nhà phát triển dự án có tiếng trên thị trường, là đối tác đầu tiên được công bố.

**Quỹ đất nhỏ và không tập trung là một bất lợi:** KDH hiện nắm 13 dự án nhưng trừ dự án Long Trường - Khang Điền rộng 20ha, các dự án khác đều tương đối nhỏ với quy mô từ 3 đến 6 hecta. Ngoài việc biên lợi nhuận bị giảm do quy mô nhỏ, chủ đầu tư các dự án nhỏ cũng ít có cơ hội xây dựng thương hiệu trên thị trường.

KDH là một mã bất động sản tầm trung niêm yết trên HSX, có giá trị vốn hóa khoảng 35 triệu đô la. Mặc dù vốn hóa nhỏ hơn nhiều mã khác trên sàn nhưng KDH giành được một vị trí trong rổ VN30 nhờ thanh khoản giao dịch tốt trong sáu tháng cuối năm 2011 vào thời điểm VN30 được tính toán lần đầu. Công ty chuyên về các dự án nhà dân quy mô nhỏ phía Đông Bắc TP. HCM, thuộc phân khúc trung-cao cấp (địa bàn quận 2 và quận 9).

**KDH chưa được thị trường chú ý do quy mô nhỏ, hiện giao dịch thấp hơn 37.9% so với định giá của chúng tôi**

Mức giá hiện tại 16.900 đồng/cp thấp hơn nhiều so với định giá 23.300 đồng của chúng tôi, được dựa trên đánh giá tài sản ròng quỹ đất sạch 40 hecta của công ty. Các dự án chính trong định giá của chúng tôi là Villa Park, Đoàn Nguyên, Trí Minh, Mega và Long Trường Khang Điền.

**Các sản phẩm có giá cả phù hợp và vị trí thuận tiện**

Danh mục sản phẩm được chọn lọc kỹ lưỡng này có mức độ thanh khoản tốt hơn trung bình thị trường trong giai đoạn trầm lắng vừa qua. KDH tập trung vào các dự án dân cư thấp tầng dọc theo tuyến cao tốc Long Thành Dầu Giây nối trung tâm TPHCM và sân bay quốc tế mới Long Thành.

Các dự án của Khang Điền đều nằm trong chu vi cách Quận 1 khoảng 30 đến 45 phút lái xe với giá bình quân là 3 tới 3,5 tỷ một căn cho phần đất, tức là tương đương với giá một căn hộ tiêu chuẩn trong khu trung tâm. Chúng tôi cho rằng đây là một mức giá phù hợp với thị hiếu của người Việt Nam, vốn thường ưa chuộng sở hữu đất đai hơn.

Khang Điền đã từng thử sức với một dự án căn hộ trong quá khứ nhưng đã thoát khỏi lĩnh vực đòi hỏi vốn lớn và thời gian hoàn vốn dài này, vốn là lĩnh vực cũng không phù hợp với quy mô khiêm tốn của Công ty.

**Khả năng phát triển dự án được chứng minh**

Năm 2011 KDH đã bán dự án biệt thự Goldora rộng 8,2 hecta khi đã gần như đã hoàn tất cho Indochina Land và 75% dự án căn hộ Spring Life (tên mới là Parc Spring) cho Capitaland. Nếu không tính giá trị giao dịch (vẫn ở mức có lời), các giao dịch này chứng tỏ khả năng KDH đáp ứng những tiêu chuẩn của các chủ đầu tư quốc tế giàu kinh nghiệm – yếu tố quyết định đối với thành công trong định hướng mở rộng hợp tác của công ty trong tương lai.

**Tình hình tài chính ổn định cho phép đưa sản phẩm ra thị trường nhanh hơn**

KDH nằm trong nhóm các công ty có thanh khoản vững nhờ quản lý nợ tốt. Khi tín dụng cho bất động sản vẫn còn đang thắt chặt, thanh khoản tốt cho phép KDH đầu tư đưa dự án ra thị trường sớm hơn các công ty đối thủ.

Tỷ lệ nợ/VCSH hiện là 32,3%, sau khi số dư nợ được cắt giảm mạnh từ 746 tỷ đồng vào đầu năm 2011 xuống 366 tỷ đồng vào cuối Quý 1 năm 2012. Tỷ lệ tiền mặt/nợ hiện tại của Công ty là 24,3% so với trung bình ngành tính theo trọng số giá trị vốn hóa là 18,8%. Giá trị trung bình ngành đạt được chủ yếu do NTL, nếu trừ ra NTL sẽ chỉ còn 10,4%; do NTL có số dư tiền mặt lớn và dư nợ gần như không có.

**Đội ngũ lãnh đạo nhạy với thị trường**

Là một công ty tư nhân, thích nghi với các thay đổi của môi trường đóng vai trò then chốt với thành công của KDH và chúng tôi ghi nhận khả năng này của KDH. Khi tín dụng cho bất

động sản bị siết chặt vào năm 2011, KDH đã nhanh chóng giảm đòn bẩy tài chính bằng cách bán sỉ 2 dự án cho các chủ đầu tư nước ngoài.

Đầu năm 2012, chúng tôi cũng được biết dự định của công ty mở room sở hữu cho các đối tác có vốn lớn, giúp KDH thực hiện các dự án quy mô hơn. VinaCapital, một nhà phát triển dự án có tiếng trên thị trường, là đối tác đầu tiên được công bố.

Theo quan điểm của Ban lãnh đạo Công ty mà chúng tôi hoàn toàn đồng ý, quãng thời gian phát triển nóng của bất động sản đã qua. Những chủ đầu tư mỏng vốn giờ không thể kỳ vọng tiếp tục hưởng lợi nhuận khổng lồ từ sử dụng vốn nóng ngắn hạn.

## Quỹ đất nhỏ và không tập trung là một bất lợi

KDH hiện nắm 13 dự án nhưng trừ dự án Long Trường - Khang Điền rộng 20ha, các dự án khác đều tương đối nhỏ với quy mô từ 3 đến 6 hecta. Ngoài việc biên lợi nhuận bị giảm do quy mô nhỏ, chủ đầu tư các dự án nhỏ cũng ít có cơ hội xây dựng thương hiệu trên thị trường.

## Danh mục dự án

Khang Điền đã tham gia vào 17 dự án, trong đó có 4 dự án đã hoàn thiện và 2 dự án được bán sỉ gần đây. Tất cả các dự án của KDH đều nằm dọc các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm của Nhà nước trong khu vực Quận 2 và Quận 9, phản ánh rõ ràng quan điểm của người sáng lập và CEO hiện tại đó là vị trí dự án, được hỗ trợ bởi cơ sở hạ tầng, đóng vai trò quyết định đối với thành công của phát triển BĐS. Công ty tập trung vào các dự án nhà ở thấp tầng bao gồm biệt thự cỡ lớn và nhỏ (khoảng 400m<sup>2</sup> và 150m<sup>2</sup>/biệt thự mỗi loại, với mức giá khoảng 20-25 triệu đồng/m<sup>2</sup> đất) và đất nền quy mô nhỏ hơn (khoảng từ 100m<sup>2</sup> đến 144m<sup>2</sup> với giá bán khoảng 15-20 triệu đồng/m<sup>2</sup>).

Hình 1: Tổng quan các dự án của Khang Điền

#	Dự án	Sản phẩm	Tình trạng	Land status %	Địa điểm	TL cổ phần%	Diện tích đất
1	Khang Điền Phước Long B	Biệt thự	Hoàn thành		Phước Long B, Q9	100%	104.000
2	Trí Kiệt (River Town)	Biệt thự	Hoàn thành		Phước Long B, Q9	40%	71.382
3	Topia Garden	Biệt thự	Hoàn thành		Phú Hữu, Q9	100%	60.194
4	Spring Life	Căn hộ	Bán 70% cho Capitaland, đang thương lượng để bán thêm 25%			30%	29.593
5	Villa Park	Biệt thự	Hoàn thành		Phú Hữu, Q9	49%	112.425
6	Goldora	Biệt thự	Hoàn thành & bán toàn bộ cho Indochina Land		Phú Hữu, Q9	100%	82.182
7	Trí Kiệt Long Trường	Biệt thự	Đã bồi thường 50%, đang đợi cấp phép bán thiết kế 1/500	50%	Phước Long B, Q9	40%	71.000
8	Mega Villa	Biệt thự	100% đất sạch đang xây dựng CSHT	100%	Phú Hữu, Q9	99.90%	32.048
9	Trí Minh	Biệt thự	Đã bồi thường 100%	100%	Phú Hữu, Q9	99.80%	60.000
10	Đoàn Nguyên	Biệt thự & căn hộ, đang xem xét thay căn hộ bằng biệt thự	Đã bồi thường 100%	100%	Bình Trưng Đông, Q2	99%	60.732
11	Hoja Villas	Biệt thự	Đất sạch, Đã hoàn thành CSHT	100%	Phước Long B, Q9		8.079

12	Gia Phước	Biệt thự	Đã bồi thường 100%, đang đợi cấp phép bản thiết kế 1/500	100%	Phú Hữu, Q9	51%	32.000
13	Minh Á Tower	Cao ốc văn phòng	100%	100%	Phước Long A, Q9	33.40%	11.300
14	Long Trường Khang Điền	Biệt thự và căn hộ	WIP, đã bồi thường 95%	95%	Cao tốc Long Thành - Dầu Giây Q9	100%	201.000
15	Long Phước Điền – Long Trường	Biệt thự sinh thái	Đã bồi thường 100%, đang đợi cấp phép bản thiết kế 1/500	100%	Cao tốc Long Thành - Dầu Giây Q9	95%	54.000
16	Villas Long Trường	Biệt thự sinh thái	Đang trong quá trình bồi thường	40%	Cao tốc Long Thành - Dầu Giây Q9	100%	34.000
17	Villas Đoàn Nguyên	Biệt thự cao cấp	Đã bồi thường 40%	40%	Bình Trung Đông, Q2	99%	53.000
TỔNG CỘNG							1.076.935

## Dự án trọng điểm

Các dự án trọng điểm trong định giá KDH là Villa Park, Đoàn Nguyên, Trí Minh, Mega và Long Trường Khang Điền. Trừ dự án Long Trường Khang Điền, bốn dự án còn lại đều được dự kiến đi vào khai thác trong năm nay. Việc có nhiều dự án triển khai đồng thời là một thuận lợi vì hoạt động của Công ty sẽ ít bị ảnh hưởng hơn nếu có một dự án phải tạm hoãn do tình hình thị trường không thuận lợi.

**Villa Park** là một dự án rộng 11,2 hecta nằm gần ngã tư đường Bưng Ông Thoàn với Đường Liên Phường trong quận 9, bao gồm 213 villa. Dự án do Khang Điền và quỹ bất động sản Prudential phối hợp phát triển với tỷ lệ cổ phần ban đầu của Khang Điền là 51%. Gần đây, khi tỷ lệ sở hữu của Khang Điền giảm xuống còn 49%, thị trường phỏng đoán phần còn lại đã được bán cho một đối tác chiến lược có ý định nắm giữ cổ phần kiểm soát dự án.

**Đoàn Nguyên** nằm cạnh đường vành đai trong kết nối Quận 7 và Xa lộ Hà Nội, kế bên khu An Phú An Khánh, nằm cách Quận 1 khoảng 6km. Thiết kế ban đầu của dự án bao gồm 3 cao ốc căn hộ và 50 biệt thự cao cấp. Sau khi phải bán dự án căn hộ Spring Life, KDH hiện đang xem xét chuyển phần căn hộ của Đoàn Nguyên sang biệt thự và đất nền. Ban đầu Công ty dự kiến khởi công dự án vào năm 2011 nhưng đã trì hoãn kế hoạch do tình hình thị trường không thuận lợi. KDH dự kiến sẽ tái khởi công dự án trong Quý 4/2012 với dự định kinh doanh khoảng 10 biệt thự cao cấp.

**Mega Villas** nằm gần dự án Trí Minh, dọc mặt đường phía bắc cao tốc Long Thành - Dầu Giây trong khu vực Keppel Land và VinaCapital cũng chọn để phát triển dự án Riviera Cove và the Garland. Tuy có phân khúc hơi khác, các dự án này đều nhắm đến sự thuận lợi của hệ thống cơ sở hạ tầng lân cận và tổng hợp lại góp phần làm tăng giá trị của cả cụm dự án, trong đó có Mega. Dự án Mega bao gồm 114 biệt thự với giá từ 3,8 tỷ đồng đến 4,8 tỷ đồng chi phí đất và khoảng 1,2 tỷ đồng chi phí xây dựng. KDH dự kiến bán khoảng 70 nền trong năm 2012, bắt đầu từ tháng Bảy.

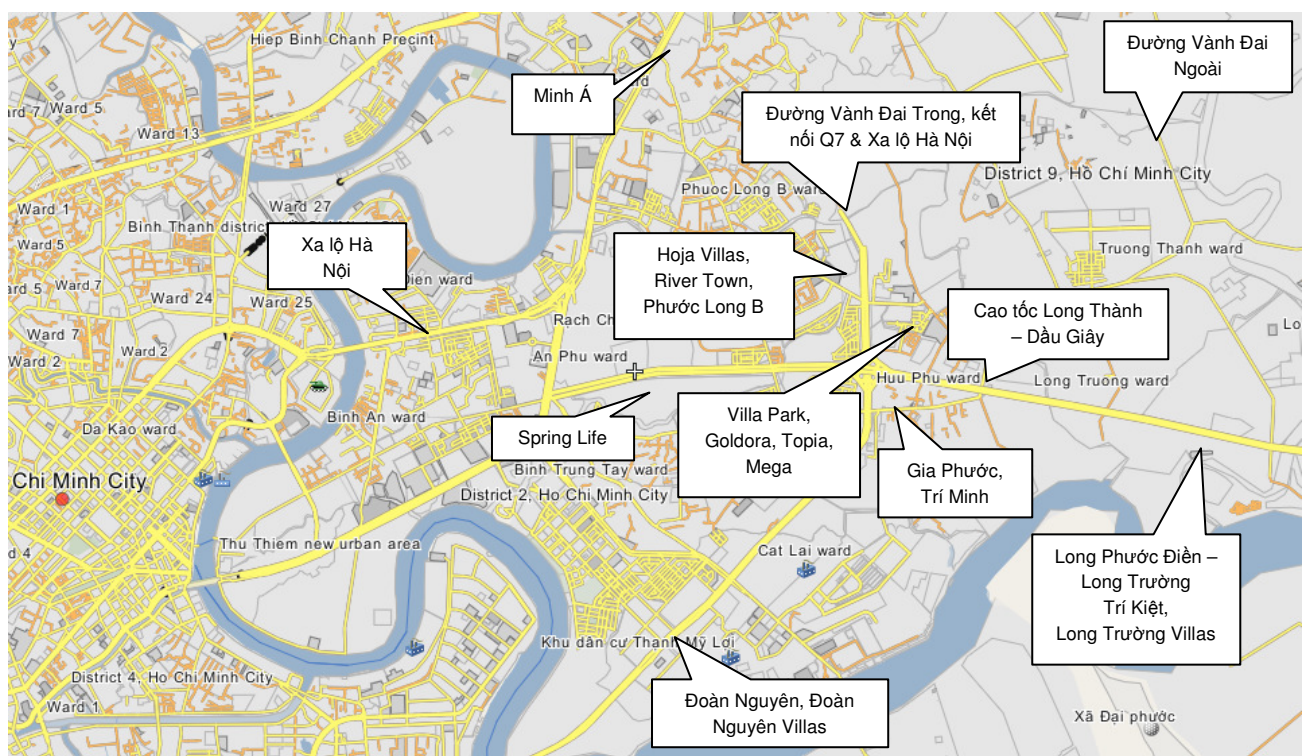
**Trí Minh** có quy mô 6 hecta nằm ở ranh giới giữa Quận 2 và Quận 9 gần ngã tư đường Vành đai trong và đường cao tốc Long Thành - Dầu Giây. Dự án gồm 160 lô nền, trong đó



KDH dự kiến sẽ bán 30 lô trong Quý 4/2012. Nhìn chung dự án tương tự dự án Mega về thiết kế, chi phí và giá bán.

**Long Trường Khang Điền** cách trung tâm TP. HCM 14km, gần mặt đường cao tốc Long Thành - Dầu Giây tại góc cắt với đường Vành đai ngoài. Với tổng diện tích 20ha, đây là dự án lớn nhất của KDH hiện nay, trong đó KDH nắm 95% cổ phần. Theo kế hoạch, dự án được dành để phát triển trong tương lai khi cao tốc Long Thành-Dầu Giây hoàn tất thay vì khai thác ngay từ bây giờ.

Hình 2: Vị trí các dự án của KDH



## Triển vọng lợi nhuận 2012

Do tình hình kinh tế vĩ mô năm 2012 đã có nhiều chuyển biến tích cực hơn, KDH dự định tái khởi động các dự án trọng điểm với chỉ tiêu bán hàng như sau:

- Villa Park: 25% dự án (~53 nền)
- Mega City: 73% dự án (~70 nền)
- Trí Minh: 25% dự án (~30 nền)
- Đoàn Nguyên Villas: 20% dự án (~10 nền biệt thự cao cấp)

Dựa trên chỉ tiêu trên, dự báo của chúng tôi về doanh thu và LNST năm 2012 như sau:

Hình 3: Dự phóng doanh thu và LNST

	tỷ đồng	Tổng cộng (tỷ đồng)
<b>Doanh thu</b>		<b>523.353</b>
Villa Park	116.379	
Mega	183.294	
Trí Minh	141.000	
Đoàn Nguyên Villas	82.680	
<b>Chi phí vốn hàng bán</b>		<b>293.614</b>
Villa Park	71.112	
Mega	97.934	
Trí Minh	75.225	
Đoàn Nguyên Villas	49.343	
<b>Lãi gộp</b>		<b>229.739</b>
Chi phí lãi vay		49.519
SG&A		50.000
Thuế		32.555
<b>Lợi nhuận ròng sau thuế</b>		<b>97.665</b>

Nguồn: VCSC dự phóng

Do lãi suất cho vay có nhiều chuyển biến thuận lợi và các ngân hàng gần đây dần lấy lại niềm tin vào bất động sản, chúng tôi cho rằng các mục tiêu năm 2012 có cơ sở thực hiện được. Bản thân công ty đặt chỉ tiêu lợi nhuận ròng sau thuế của cổ đông công ty mẹ là 80 tỷ đồng trong năm 2012. Với dự phóng trên của chúng tôi, KDH hiện đang giao dịch tại mức 7,4x PER dự phóng 2012.

## So sánh với các công ty BĐS khác

Chúng tôi so sánh một vài chỉ số cơ bản của KDH với NTL, NBB và TDH trên cơ sở tương đồng về quy mô tài sản, giá trị vốn hóa và chiến lược hoạt động.

NTL là mã “đắt” nhất trong so sánh tương đối với tài sản và vốn chủ sở hữu nhỏ nhất nhưng lại có giá trị vốn hóa lớn nhất và P/B cao hơn hẳn của các công ty khác. Cũng cần phải lưu ý rằng tỷ lệ tiền trả trước của khách hàng và doanh thu chưa thực hiện so với tổng tài sản của NTL rất cao, có khả năng dẫn đến suy giảm hàng tồn kho cũng như rủi ro dòng tiền vào trong tương lai chậm lại (do một lượng lớn các dòng tiền vào từ lượng hàng tồn kho thể hiện trên báo cáo tài chính đã được thu về).

Trong khi đó, KDH có lợi thế so với NBB nhờ chưa sử dụng đòn bẩy quá nhiều. TDH tuy có các hệ số so sánh hấp dẫn nhưng việc hầu hết các dự án của TDH đều dưới hình thức liên doanh, liên kết, cộng thêm với danh mục đầu tư tài chính khá lớn khiến chúng tôi cảm thấy không chắc chắn về sự tự chủ của công ty đối với kết quả kinh doanh trong tương lai.

Khía cạnh duy nhất mà KDH không cạnh tranh so với các công ty BĐS khác là tỷ suất lợi nhuận ròng, chủ yếu do chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cao. Chúng tôi được biết, để giải quyết vấn đề này KDH đã tiến hành tinh giảm bộ máy chỉ còn 1/5 số nhân viên so với đầu năm 2011.

Hình 4: So sánh với các công ty cùng ngành

Số liệu ngày 31/12/2011	KDH	NTL	NBB	TDH
Giá trị vốn hóa (VND billion) (06/06/2012)	704	1.384	718	637
Tổng tài sản (VND billion)	2.417	2.049	2.543	2.266
Tổng GT hàng tồn (tỷ đồng)	1.429	1.220	1.891	399
Tổng vốn CSH (VND billion)	1.446	859	1.018	1.415
Nợ/CSH	0,38	0,04	1,20	0,44
KH trả trước/tổng tài sản	5%	37%	2%	1%
Tỷ suất LN gộp (%)	27,9%	22,2%	25,1%	34,8%
Tỷ suất LN ròng (%)	4,5%	16,7%	16,9%	8,4%
P/B 4 quý trước	0,60	1,34	0,67	0,49

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty

## Định giá

Định giá KDH của chúng tôi dựa trên phương pháp giá trị tài sản ròng đưa ra giá trị hợp lý là 23.300 đồng, cao hơn 37,9% so với giá hiện tại là 16.900 đồng.

Các giả định cơ bản của chúng tôi như sau:

- Tỷ lệ chiết khấu 21,5% dựa trên chi phí VCSH là 25% và chi phí vay là 18% và tỷ lệ nợ/VCSH là 50-50. Chi phí lãi vay được tính vào thời điểm dòng tiền chi ra dựa trên tỷ lệ nợ/VCSH giả định.
- Chiết khấu thanh khoản tại mức 20% so với giá bán do công ty công bố
- Tiến độ trả góp tiến hành như sau: 45% trong năm đầu tiên, 40% trong năm thứ 2 và 15% trong năm cuối khi các lô đất nền được chuyển giao.
- Mật độ xây dựng của biệt thự là 60% với 3,5 tầng xây dựng.
- Các dự án được định giá độc lập dựa trên DCF và hợp nhất dựa trên tỷ lệ cổ phần thực tế của công ty mẹ. Các tài sản thanh khoản và nợ ròng của cổ đông công ty mẹ được tính dựa trên tỷ lệ giữa số dư VCSH của cổ đông công ty mẹ và số dư tổng VCSH của cổ đông công ty mẹ và lợi ích cổ đông thiểu số tại ngày 31/03/2012.

Tiến độ bán hàng được giả định như sau:

#	Dự án	Trước 2012	2012	2013	2014	2015
1	Khang Diên Phước Long B	Đã bán				
2	Trí Kiệt (River Town)	Đã bán				
3	Topia Garden	Đã bán				
4	Goldora	Đã bán				
5	Spring Life	75%	25%			
6	Villa Park	66%	25%	9%		
7	Trí Kiệt Long Trường		0%	40%	40%	20%
8	Mega Villa		73%	27%		
9	Trí Minh		25%	30%	30%	15%
10	Đoàn Nguyên		0%	30%	40%	30%
11	Hoja Villa		20%	30%	50%	

# Nhà Khang Điền (KDH)

## MUA

12	Gia Phước	30%	30%	40%
13	Minh Á Tower	NA		
14	Long Trường Khang Điền	30%	30%	40%
15	Long Phước Điền – Long Trường	30%	30%	40%
16	Villa Long Trường	30%	30%	40%
17	Villa Đoàn Nguyên	20%	50%	30%

Dựa trên giả định tiến độ bán hàng trên, chúng tôi định giá các dự án KDH là 1.328 tỷ đồng; điều này có nghĩa là các dự án của KDH được ghi nhận gần với giá trị hợp lý trên bảng cân đối kế toán (với số dư hàng tồn kho là 992 tỷ đồng và số dư đầu tư tài chính vào các công ty dự án là 315 tỷ đồng vào ngày 31/03/2012). Mức chênh lệch nhỏ giữa 2 con số cũng cho phương pháp đầu tư nghịch xu thế dựa trên P/B.

#	Dự án	Giá bán ước tính sau chiết khấu thanh khoản (triệu đồng)	TL cổ phần %	Diện tích đất	Diện tích đất thương phẩm	Phương pháp định giá	Đất tái định giá
1	Khang Điền – Phước Long B			104.000		NA	
2	Trí Kiệt (River Town)		40%	71.382	28.553	NA	
3	Topia Garden			60.194	19.280	NA	
4	Spring Life		30%	29.593	5.623	Giao dịch trước đây	108.000
5	Villa Park	16,8	49%	112.425	56.550	DCF	139.097
6	Goldora		100%	82.182	35.683	NA	-
7	Trí Kiệt Long Trường	10,4	40%	71.000	27.000	DCF	4.979
8	Mega Villa	20	99,90%	32.048	15.024	DCF	163.228
9	Trí Minh	20	99,80%	60.000	28.200	DCF	254.053
10	Đoàn Nguyên	20	99%	60.732	30.002	DCF	237.577
11	Hoja Villa	20		8.079	3.010	DCF	32.529
12	Gia Phước	20	51%	32.000	11.923	DCF	47.245
13	Minh Á Tower	8	33,40%	11.300		Thị trường	30.194
14	Long Trường Khang Điền	10,4	100%	201.000	80.400	DCF	187.781
15	Long Phước Điền – Long Trường	10,4	95%	54.000	21.600	DCF	65.418
16	Villa Long Trường	12	100%	34.000	13.600	DCF	11.173
17	Villa Đoàn Nguyên	20	99%	53.000	20.670	DCF	46.629

### Tổng giá trị tài sản ròng các dự án

1.327.903

Cộng tài sản thanh khoản của cổ đông công ty mẹ

216.340

Trừ nợ cổ đông công ty mẹ

545.494

### Giá trị tài sản ròng

998.749

Số cổ phiếu lưu hành

42.900.000

GTTS ròng / cổ phiếu

**23.281**



**Việc đưa vào/ loại bỏ và tỷ trọng trong rổ ETF và VN30 có thể ảnh hưởng giá KDH**

Từ trước đến nay KDH là một trong những mã bất động sản ít có báo cáo phân tích. Vì vậy không có gì đáng ngạc nhiên khi chỉ với tuyên bố đưa KDH khỏi FTSE VN, chỉ số cơ sở của DB x-Trackers Vietnam ETF, đã khiến cổ phiếu giảm giá mạnh trong vòng vài ngày qua. Vì vậy chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp hơn cả để mua vào cổ phiếu KDH, nhất là khi chúng tôi đánh giá giảm rủi ro cho lĩnh vực bất động sản.

Tuy nhiên KDH có nhiều khả năng sẽ bị loại khỏi rổ VN30 trong lần tính chỉ số tiếp theo (30/06/2012) do giá cổ phiếu giảm làm giảm vốn hóa thị trường, đồng thời thanh khoản của cổ phiếu theo quan sát của chúng tôi gần đây cũng giảm đáng kể so với cuối 2011.

**Sơ lược về công ty**

KDH là một công ty tư nhân do ông Lý Diên Sơn, CEO hiện nay và cựu chủ tịch HĐQT (cho đến ngày 01/05/2012), thành lập vào năm 2001. Từ khi thành lập, Khang Diên luôn đi theo chiến lược tập trung vào BĐS nhà ở tại khu vực Quận 2 và Quận 9, một sự lựa chọn đúng hướng khi giờ đây đã rõ ràng định hướng mở rộng thành phố về phía Đông Bắc.

Sau gần một năm trì hoãn khi Nghị định 11 yêu cầu tạm ngưng đầu tư công để đối phó với lạm phát, 3 dự án cơ sở hạ tầng trụ cột tại Quận 2 và Quận 9 đã được thi công trở lại gồm i) đường Vành đai phía Đông được thi công trở lại vào đầu năm, ii) đường nối Phú Mỹ - xa lộ Hà Nội dự kiến hoàn thành năm 2012 và iii) cao tốc Long Thành – Dầu Giây đến sân bay quốc tế mới dự kiến sẽ hoàn tất vào tháng 06/2013, hứa hẹn sẽ thay đổi diện mạo khu vực nơi tập trung toàn bộ các dự án của KDH.

Trong suốt quá trình hình thành và phát triển của mình, ông Sơn và gia đình luôn nắm quyền quản lý chi phối KDH với tổng tỷ lệ cổ phần hiện là 51,5%. Tuy nhiên, rất có thể ông Sơn sẽ giảm tỷ lệ cổ phần (dù sẽ vẫn là cổ đông lớn nhất) nhằm tăng cường sự hợp tác với các đối tác chiến lược mới. Về vấn đề này, VinaCapital gần đây đã tăng nắm giữ thêm 5%, nâng tỷ lệ cổ phần lên 10,04% và dự kiến sẽ còn tăng nữa tỷ lệ sở hữu cũng như tăng cường tham gia vào hoạt động của KDH thông qua việc giữ ghế Chủ tịch HĐQT từ đầu tháng Năm 2012.

# Nhà Khang Diên (KDH)

## MUA

KQLN	2009	2010	2011	CĐKT	2009	2010	2011
Doanh thu thuần	123	772	227	<b>Tài sản</b>			
- Giá vốn hàng bán	-45	-468	-164	+ Tiền và tương đương	52	283	122
Lợi nhuận gộp	78	303	63	+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0
- Chi phí bán hàng	-1	-19	-6	+ Các khoản phải thu	105	492	238
- Chi phí quản lý doanh nghiệp	-16	-20	-49	+ Hàng tồn kho	761	1.424	1.429
Lợi nhuận thuần HĐKD	61	264	9	+ Tài sản ngắn hạn khác	56	252	327
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	0	0	Tổng tài sản ngắn hạn	973	2.451	2.116
- Lợi nhuận khác	4	56	43	+ Tài sản dài hạn	7	13	13
Lợi nhuận khác	65	320	52	+ Khấu hao lũy kế	-4	-4	-5
- Chi phí lãi vay	-4	-12	-53	+ Tài sản dài hạn	4	9	8
Lợi nhuận trước thuế	61	308	-1	+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0
- Thuế TNDN	-16	-82	4	+ Tài sản dài hạn khác	190	187	293
LNST	45	226	2	Tổng tài sản dài hạn	194	196	301
- Lợi ích cổ đông thiểu số	1	-51	8	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.167</b>	<b>2.647</b>	<b>2.417</b>
LNST của cổ đông CT Mẹ	46	175	10				
EPS (đ)	1.379	4.532	235	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>			
EBITDA	65	321	54	+ Phải trả ngắn hạn	1	9	41
Khấu hao	0	-2	-2	+ Vay và nợ ngắn hạn	0	270	325
Tăng trưởng doanh thu	249,7%	529,2%	-70,6%	+ Phải trả ngắn hạn khác	23	167	265
Tăng trưởng LN HĐKD	-613,2%	333,8%	-96,7%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>24</b>	<b>445</b>	<b>631</b>
Tăng trưởng EBIT	111,8%	391,7%	-83,8%	+ Vay và nợ dài hạn	95	476	228
Tăng trưởng EPS	109,5%	228,6%	-94,8%	+ Phải trả dài hạn	34	105	112
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	Nợ dài hạn	129	581	340
Tỷ suất lợi nhuận gộp	63,3%	39,3%	27,9%	<b>Tổng nợ</b>	<b>153</b>	<b>1.026</b>	<b>971</b>
Tỷ suất LNST	36,6%	29,3%	1,0%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
ROE DuPont	4,4%	17,2%	0,2%	+ Thặng dư	338	498	498
ROA DuPont	4,0%	11,9%	0,1%	+ Vốn điều lệ	332	439	439
Tỷ suất EBIT	53,0%	41,4%	22,8%	+ Lợi nhuận chưa phân phối	95	267	267
LNTT / LNST	73,3%	73,4%	-192,0%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	249	417	242
LNTT / EBIT	94,2%	96,3%	-2,4%	Vốn chủ sở hữu	1.014	1.621	1.446
Vòng quay tổng tài sản	0,1	0,4	0,1	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.167</b>	<b>2.647</b>	<b>2.417</b>
Đòn bẩy tài chính	1,1	1,4	1,7				
ROIC	4,2%	13,0%	0,1%	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>107</b>	<b>52</b>	<b>283</b>
Số ngày phải thu	5.997,3	851,1	3.182,4	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>46</b>	<b>175</b>	<b>10</b>
Số ngày tồn kho	218,3	141,0	586,7	+ Khấu hao lũy kế	0	2	2
Số ngày phải trả	11,3	3,8	55,9	+ Điều chỉnh	14	19	-115
Thời gian luân chuyển tiền	6.204,3	988,4	3.713,1	+ Thay đổi vốn lưu động	-75	-370	-20
COGS / Hàng tồn kho	0,1	0,4	0,1	<b>Tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>-15</b>	<b>-174</b>	<b>-122</b>
<b>Chỉ số thanh khoản/đòn bẩy tài chính</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	2
CS thanh toán hiện hành	40,44	5,51	3,35	+ Chi mua sắm TSCĐ	-2	-8	-3
CS thanh toán nhanh	8,82	2,31	1,09	+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	2,16	0,64	0,19	+ Các hoạt động đầu tư khác	-38	-334	28
Nợ / Tài sản	0,08	0,28	0,23	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-40</b>	<b>-342</b>	<b>27</b>
Nợ / Vốn sử dụng	0,09	0,32	0,28	+ Cổ tức đã trả	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,09	0,46	0,38	+ Tăng (giảm) vốn	0	268	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,00	0,10	0,13	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	270	55
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,08	0,18	0,09	+ Thay đổi nợ dài hạn	95	382	-249
Khả năng thanh toán lãi vay	17,38	27,24	0,98	+ Các hoạt động tài chính khác	29	55	1
<b>Định giá</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>Tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>0</b>	<b>747</b>	<b>-66</b>
P/E	11,9	3,6	69,8	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-55	232	-162
P/B	0,7	0,5	0,6	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>52</b>	<b>283</b>	<b>122</b>
EV / EBITDA	0,0	8,8	30,5				
Giá trị sổ sách/cổ phiếu	23.026	31.242	27.431				

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phương Tôn, 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 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</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 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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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 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 tích 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

### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, 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

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

## Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

### Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105

[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp**, Hoàng Hương Giang, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**Chuyên viên**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

[hue.tran@vcsc.com.vn](mailto:hue.tran@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](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 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.

## Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
07/06/2012	MUA	16.800	23.900