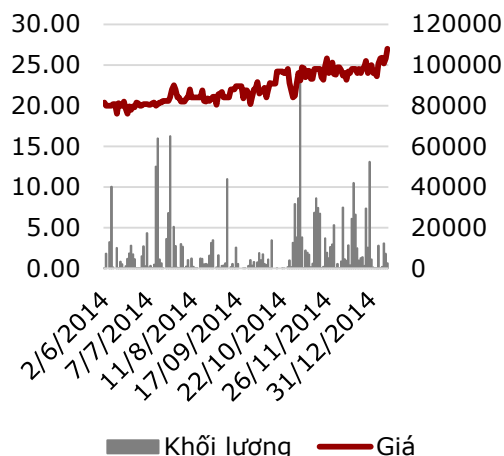


Khuyến nghị

Giá mục tiêu (1 năm) (VND)	37,760
Giá hiện tại (VND)	27,000
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)	40%

ĐỒ THỊ GIÁ



THÔNG TIN GIAO DỊCH

Giá hiện tại (VND):	26,800
EPS (VND):	4,493
P/E:	6.01
Giá trị sổ sách (VND):	25,797
Hệ số Beta:	-0.12
KLGD trung bình:	9,233
KLCP đang niêm yết:	14,120,309
KLCP đang lưu hành:	12,768,439
Vốn hóa (Tỷ VND):	344.75

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tổng Công ty Bến Thành	31.39%
CTCP Đầu tư Toàn Việt	12.62%
Lê Văn Trùng	6.02%
CTCP Vàng Bạc Bến Thành	4.89%
Đình Lê Chiến	4.44%

THÔNG TIN LIÊN LẠC

Lầu 6 – Khahomex Building, 360A Bến Vân Đồn, Phường 1, Quận 4, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84-(8) 3945 10 27
Fax: 84-(8) 3945 10 28

Khuyến nghị:

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu của KHA ở mức **37,760** đồng. Giá hiện tại của KHA là 27,000 đồng. Do đó chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua cổ phiếu này với tầm nhìn đầu tư 1 năm, lợi nhuận kỳ vọng 40%.

Điểm nổi bật:

- ❖ **Hoạt động chính của Khahomex gồm hoạt động phát triển dự án bất động sản, cho thuê văn phòng và cung cấp các dịch vụ như đào tạo mầm non và quản lý cao ốc.**
- ❖ **Nhờ vị trí thuận lợi và sự phát triển cơ sở hạ tầng của Quận 4, cùng với giá cho thuê rẻ, việc kinh doanh văn phòng cho thuê của Khahomex đã đem lại nguồn doanh thu cao và ổn định.** Phần diện tích mới từ các dự án hiện tại hứa hẹn sẽ tạo ra doanh thu cho thuê văn phòng lớn hơn nhiều lần so với hiện tại
- ❖ **Các hoạt động dịch vụ của Khahomex như giáo dục mầm non, quản lý cao ốc và dịch vụ đám cưới đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định hàng năm.** Các sản phẩm này không chỉ tạo ra lợi nhuận mà còn gia tăng giá trị cho các sản phẩm bất động sản của Khahomex.
- ❖ **Các dự án bất động sản hiện tại của Khahomex như chung cư Trúc Giang hay Khahomex Parkview hứa hẹn đem lại lợi nhuận lớn trong tương lai.** Các dự án này có nhiều điểm tương tự với các dự án thành công trước đây như Chung cư Khánh Hội 1, 2 và 3 nên có tiềm năng lớn và ít rủi ro.
- ❖ **Với Khahomex, chúng tôi đánh giá cao của đội ngũ lãnh đạo của Công ty.** Đây là những người có tầm nhìn, có khả năng và có sự thận trọng. Họ đã thay đổi thành công Khahomex, đem lại nhiều lợi nhuận cho cổ đông. Trong tương lai, chúng tôi tin rằng họ sẽ tiếp tục đưa Khahomex đến nhiều thành công mới.
- ❖ **Các điều kiện thuận lợi về kinh tế và lãi suất cùng nhu cầu về nhà ở còn rất lớn của người dân sẽ giúp thị trường bất động sản phục hồi và phát triển nhanh trong những năm tới.** Khahomex sẽ được hưởng lợi từ điều kiện khách quan này.

Điểm hạn chế:

- ❖ **Sau nhiều năm đầu tư khai thác, quỹ đất của Khahomex đã giảm đi đáng kể.** Thêm vào đó, sự khó khăn của cả thị trường bất động sản trong những năm qua đã làm Khahomex không thực hiện được thêm dự án lớn nào kể từ 2011 đến nay.

Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014F	2015F
DTT (tỷ đồng)	103.23	79.00	65.23	180.97	268.88
+/- yoy	-20.21%	-23.47%	-17.43%	177.43%	48.58%
LNST (tỷ đồng)	24.73	31.38	32.55	63.48	97.24
+/- yoy	-45.44%	26.89%	3.73%	95.02%	53.18%
TTS (tỷ đồng)	394.37	423.09	406.70	468.82	512.47
+/- yoy	-8.53%	7.28%	-3.87%	15.27%	9.31%
VCSH (tỷ đồng)	278.57	284.07	292.58	330.74	360.51
+/- yoy	-5.37%	1.97%	3.00%	13.04%	9.00%
Nợ/TTS	0.26	0.31	0.28	0.29	0.29
TS LN gộp	32.37%	54.25%	62.96%	53.40%	52.91%
TS LN ròng	23.96%	39.72%	49.90%	35.08%	36.16%
EPS (đồng)	1,816	2,434	2,549	4,971	7,616
ROA	6.27%	7.42%	8.00%	13.54%	18.97%
ROE	8.88%	11.05%	11.13%	19.19%	26.97%

TỔNG QUAN

MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Hoạt động SXKD	P04
Phân tích ngành	P07
Phân tích tài chính	P08
Triển vọng	P10
Định giá	P11

Lịch sử thành lập

Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Khánh Hội (Khahomex) được thành lập từ năm 1989. Trước đây, Khahomex hoạt động chính trong việc xuất nhập khẩu hàng hóa và sản xuất gia công. Năm 2001, Công ty được cổ phần hóa theo Quyết định của Thủ tướng Chính phủ. Năm 2002, Công ty đã chính thức bước vào ngành bất động sản và đang ngày càng mở rộng hoạt động này.

Ngày 19/08/2002, cổ phiếu của Khahomex được niêm yết trên sàn HOSE với mã KHA. Từ đó, Công ty đã trải qua nhiều lần tăng vốn điều lệ. Vốn điều lệ tại thời điểm hiện tại của Công ty đạt hơn 141 tỷ đồng. Thông tin tăng vốn chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
2003	20,900
2004	31,350
2006	65,376
2007	130,748
2008	141,203

Cơ cấu cổ đông

Tính đến 13/01/2015, các cổ đông lớn nhất của Khahomex bao gồm Tổng Công ty Bến Thành, CTCP Đầu tư Toàn Việt và ông Lê Văn Trông. Thông tin cổ đông chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Cổ đông	Tỷ lệ %	Tính đến ngày
Tổng Công ty Bến Thành	31.39%	30/06/2014
CTCP Đầu tư Toàn Việt	12.62%	03/12/2014
Lê Văn Trông	6.02%	13/01/2015
CTCP Vàng bạc Đá quý Bến Thành	4.89%	08/02/2013
Đinh Lê Chiến	4.44%	30/06/2014

Hiện tại, 93.3% số cổ phiếu KHA đang lưu hành được nắm giữ bởi các nhà đầu tư trong nước, 6.7% còn lại được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nước ngoài.

Ban lãnh đạo

Chủ tịch HĐQT của Khahomex là ông Phạm Phú Quốc. Tổng Giám đốc của Công ty là bà Phạm Ngọc Hạnh.

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Chức vụ khác
Chủ tịch	Phạm Phú Quốc	Chủ tịch TCT Bến Thành
Thành viên	Đinh Lê Chiến	Giám đốc CT Nam Thiên Hà
Thành viên	Thân Đức Dương	
Thành viên	Nguyễn Ngọc Hạnh	Tổng Giám đốc KHA
Thành viên	Bùi Tuấn Ngọc	Giám đốc CT Thiên Hải
Thành viên	Lê Văn Trông	
Thành viên	Nguyễn Thi	

Năng lực Ban lãnh đạo của Khahomex sẽ được chúng tôi phân tích chi tiết trong phần sau của báo cáo này.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

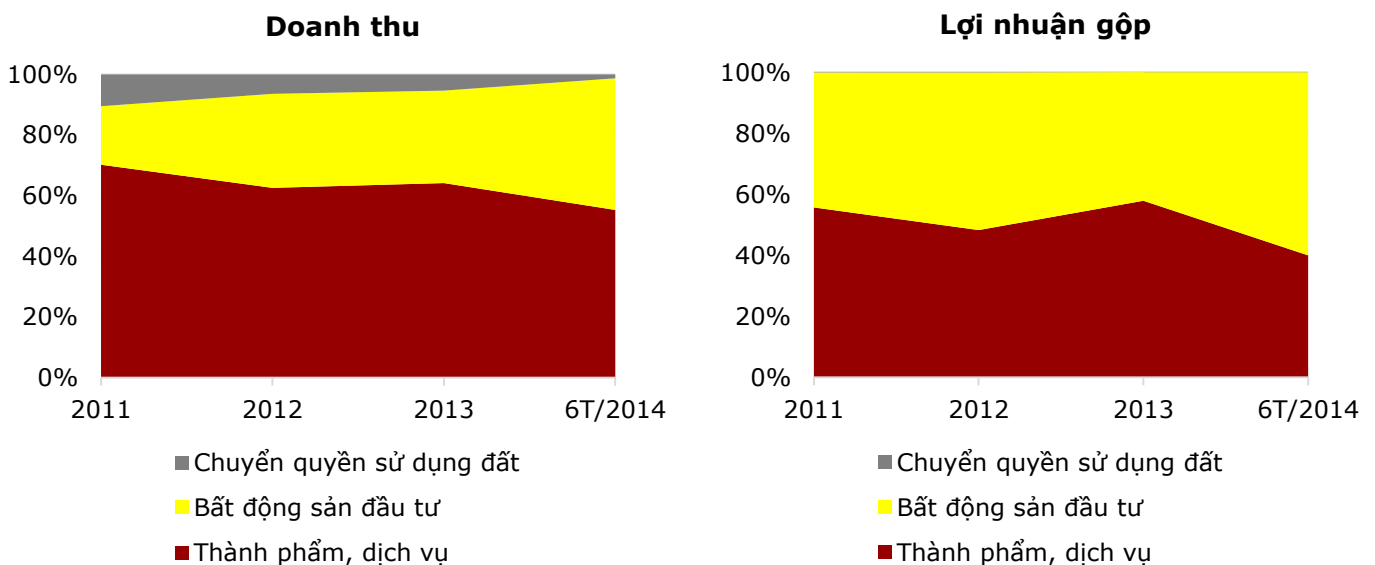
Khahomex là một công ty có nhiều thay đổi lớn trong hơn 10 năm qua. Từ một doanh nghiệp hoạt động hoàn toàn trong lĩnh vực xuất nhập khẩu và gia công hàng hóa, Công ty đã dần chuyển sang hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực bất động sản.

Trước cổ phần hóa, Khahomex có 6 Xí nghiệp gia công nhiều mặt hàng khác nhau, sử dụng hơn 4,000 lao động. Năm 2006, Công ty chỉ còn 2 Xí nghiệp chế biến lâm sản và thực phẩm, sử dụng hơn 1,000 lao động. Năm 2010, Khahomex đã đóng cửa 2 Xí nghiệp còn lại này. Năm 2013, Công ty đã hoàn thành chuyển nhượng nốt phần vốn tại Xí nghiệp chế biến lâm sản, đánh dấu việc chấm dứt toàn bộ các hoạt động trước đây của mình.

Năm 2002, Khahomex chính thức bước chân vào ngành bất động sản với việc khởi công xây dựng chung cư Khánh Hội 1. Kể từ đó, Công ty đã phát triển thêm một số dự án bất động sản khác như chung cư Khánh Hội 2 và 3. Ngoài ra, Khahomex còn phát triển thêm dịch vụ quản lý chung cư, đào tạo mầm non, chăm sóc sức khỏe nhằm nâng cao giá trị cho các sản phẩm bất động sản của mình.

Các hoạt động kinh doanh hiện tại của Khahomex sẽ được phân tích chi tiết dưới đây.

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp



Sau khi chấm dứt các hoạt động sản xuất gia công của mình năm 2010, Khahomex tạo ra doanh thu từ 3 nguồn là kinh doanh bất động sản đầu tư, kinh doanh thành phẩm, dịch vụ, và chuyển quyền sử dụng một số khu đất.

Doanh thu đến từ mảng kinh doanh thành phẩm, dịch vụ chiếm tỉ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu, trên 50%. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh bất động sản đầu tư đang phát triển nhanh hơn và hiện đóng góp lớn nhất cho lợi nhuận gộp. Hoạt động chuyển quyền sử dụng đất đóng góp nhỏ cho doanh thu và không tạo ra lợi nhuận gộp.

Hai hoạt động chính là kinh doanh bất động sản đầu tư và thành phẩm, dịch vụ sẽ được phân tích chi tiết dưới đây.

Kinh doanh bất động sản đầu tư

Hoạt động kinh doanh bất động sản đầu tư của Khahomex là việc cho thuê mặt bằng và văn phòng tại Chung cư Khánh Hội, trung tâm tiệc cưới Riverside Palace và bãi đỗ xe thuộc khu 360 Bến Vân Đồn. Hoạt động này đem lại khoảng 30 tỷ đồng doanh thu hàng năm cho Công ty.

Nhờ vị trí thuận lợi và sự phát triển cơ sở hạ tầng của Quận 4, cùng với giá cho thuê rẻ, việc kinh doanh văn phòng cho thuê của Khahomex đã đem lại nguồn doanh thu cao và ổn định. Hiện nay, hơn 4,100m² văn phòng của Công ty đã được khai thác 100% với mức giá 9 – 13 USD/m².

Khi dự án Sailing Building, Khahomex Parkview và Khahomex Plaza được hoàn thành, Công ty sẽ có thêm khoảng 32,000m² văn phòng cho thuê. **Phần diện tích mới này hứa hẹn sẽ tạo ra doanh thu kinh doanh bất động sản đầu tư lớn hơn nhiều lần so với hiện tại.**

Kinh doanh thành phẩm, dịch vụ

Hoạt động kinh doanh thành phẩm, dịch vụ của Khaomex bao gồm việc kinh doanh hàng hóa bất động sản, dịch vụ đào tạo mầm non, quản lý cao ốc, môi giới bất động sản và thương mại.

Dịch vụ đào tạo mầm non được Khahomex thực hiện qua Công ty TNHH MTV Mầm non Khánh Hội, đơn vị quản lý Trường Mầm non Khánh Hội. Ngôi trường này có diện tích 3,000m² với 12 phòng học với trang thiết bị hiện đại, có khả năng chăm nuôi 380 học sinh từ 9 tháng đến 5 tuổi. Nhờ sự phát triển của khu dân cư 360 Bến Vân Đồn, hoạt động của trường ổn định, hiện phục vụ hơn 300 học sinh và tạo ra lợi nhuận khoảng 3.7 tỷ đồng một năm.

Dịch vụ quản lý cao ốc được Khahomex thực hiện qua Công ty TNHH Quản lý Cao ốc Khánh Hội (KhaService). KhaService cung cấp nhiều loại dịch vụ khác nhau phục vụ các cao ốc như quản lý, bảo vệ, vệ sinh, chuyển đồ, bãi đỗ xe. Nhờ chất lượng dịch vụ của mình, KhaService không chỉ quản lý các chung cư do Khahomex xây dựng mà còn quản lý 4 chung cư khác là Orient Apartment, Peridot Building, Hưng Phát và C3-4. Hoạt động này tạo ra lợi nhuận khoảng 3.2 tỷ đồng một năm.

Do hoạt động kinh doanh hàng hóa bất động sản có vai trò lớn nhất với Khahomex nên chúng tôi tách riêng phần phân tích hoạt động này sang phần tiếp theo của báo cáo. Ngoài ra, hoạt động môi giới bất động sản và thương mại do không có hiệu quả nên đã được Công ty chấm dứt trong năm 2014.

Kinh doanh hàng hóa bất động sản

Hoạt động kinh doanh hàng hóa bất động sản của Khahomex là việc bán các căn hộ chung cư thuộc các dự án bất động sản do Công ty làm chủ đầu tư. Nhờ vị trí thuận lợi và sự phát triển cơ sở hạ tầng của Quận 4, Công ty đã đạt được nhiều thành công từ việc phát triển các dự án trên địa bàn này. Cụ thể, các dự án chung cư Khánh Hội 1, 2 và 3 tại 360 Bến Vân Đồn đều đã đạt được những kết quả tốt, tạo ra doanh thu và lợi nhuận lớn.

Sản phẩm chủ yếu của Khahomex nằm trong phân khúc trung cấp gồm các căn hộ có từ 1 đến 3 phòng ngủ, diện tích từ 56m² đến 96m², giá từ 22 triệu đồng/m². Ngoài ra, Công ty cũng có những sản phẩm cao cấp hơn là các căn hộ gác mái với 4 phòng ngủ và diện tích lên đến 180m².

Phát triển từ một đơn vị xuất nhập khẩu và gia công, Khahomex đã tận dụng quỹ đất sẵn có tại các xí nghiệp sản xuất của mình để phục vụ việc phát triển bất động sản. **Sau nhiều năm đầu tư khai thác, quỹ đất này đã giảm đi đáng kể. Thêm vào đó, sự khó khăn của cả thị trường bất động sản trong những năm qua đã làm Khahomex không thực hiện được thêm dự án lớn nào kể từ 2011 đến nay.**

Ngoài việc tự đầu tư, Khahomex còn góp vốn với CTCP Thương mại Hóc Môn (Hotraco) thực hiện các dự án bất động sản tại Huyện Hóc Môn. Thông tin chi tiết về quỹ đất và các dự án của Khahomex được trình bày chi tiết trong bảng dưới đây.

Dự án	Vị trí	Thông tin chi tiết	Tiến độ
Cao ốc văn phòng 56 Bến Vân Đồn	56 Bến Vân Đồn, Q.4	Dự án ban đầu được thiết kế làm cao ốc văn phòng nhưng đã được chuyển sang nửa làm văn phòng, nửa làm căn hộ kinh doanh. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo đánh giá phương án này vẫn có nhiều rủi ro. Do vậy, dự án đã được chuyển nhượng cho Novaland.	40% từ việc chuyển nhượng dự án đã được ghi nhận trong năm 2014. 60% còn lại sẽ được ghi nhận trong năm 2015.
Chung cư Tân Hiệp, Hóc Môn	Tân Hiệp, Hóc Môn	Dự án có quy mô 9,000m ² , được thực hiện bởi sự liên kết giữa Khahomex và Hotraco. Do dự án không hiệu quả nên đang được tiến hành sang nhượng.	Hiện đã tìm được đối tác mua lại dự án, đang hoàn thiện các thủ tục.
5ha Xuân Thới, Hóc Môn	Xuân Thới, Hóc Môn	Dự án có quy mô gần 5ha, được thực hiện bởi sự liên kết giữa Khahomex và Hotraco. Do phương án phát triển dự án có nhiều rủi ro, Ban lãnh đạo đang chủ trương tìm đối tác để chuyển nhượng dự án.	Đang trong quá trình tìm đối tác chuyển nhượng.
Sailing Building	70-74 Nguyễn Tất Thành, Q.4	Dự án nằm đối diện Cảng Nhà Rồng. Năm 2014, dự án được mở rộng nhờ mua thêm nhà số 70 Nguyễn Tất Thành. Tổng diện tích đất xây dựng hiện tại là hơn 200m ² . Khi hoàn thành vào năm 2016, dự án sẽ cung cấp 2,000m ² sàn làm văn phòng cho thuê.	Đang thay đổi thiết kế do mở rộng dự án, xin giấy phép để bắt đầu xây dựng.
Chung cư Trúc Giang	Chung cư Trúc Giang, Lê Văn Linh	Dự án xây dựng chung cư mới tại vị trí chung cư Trung Giang hiện tại. Tổng diện tích xây dựng đạt hơn 20,000m ² với 20 tầng. Khahomex sẽ dùng 6 tầng để đền bù cho các cư dân hiện tại. Các tầng còn lại được sử dụng để kinh doanh.	Đã có sự chấp nhận của 100% số hộ dân tại đây. Đang chờ sự chấp nhận phương án xây dựng và đền bù của thành phố.
Khahomex Parkview	360 Bến Vân Đồn, Q.4	Dự án nằm trong khu 360 Bến Vân Đồn, nhìn về cù lao Nguyễn Kiệu. Dự án có tổng diện tích sàn xây dựng hơn 33,000m ² với 20 tầng, cung cấp căn hộ hiện đại, đầy đủ tiện ích cho khách hàng.	Đã ký hợp đồng nguyên tắc với Cảng Sài Gòn, đơn vị chủ quản khu đất. Đang đợi ý kiến của quận để lên phương án cụ thể.
Khahomex Plaza	360 Bến Vân Đồn, Q.4	Dự án trọng tâm của Khahomex trong tương lai. Giai đoạn 1 của dự án là trung tâm tiệc cưới Riverside Palace đã được hoàn thành. Giai đoạn 2 gồm hơn 27,000m ² văn phòng và 12,000m ² thương mại.	Đang trong quá trình tích lũy nguồn lực, dự kiến khởi công trong năm 2017.

Ban lãnh đạo

Về mặt cơ cấu, Ban lãnh đạo hiện tại của Khahomex gồm cả những người đã gắn bó với Công ty lâu năm và những người mới gia nhập. Bà Nguyễn Ngọc Hạnh đã giữ chức Phó Tổng Giám đốc từ năm 2011 và nay đã là Tổng Giám đốc. Ông Lê Văn Nam hiện giữ chức Phó Tổng Giám đốc và đã gắn bó với Công ty hơn 20 năm. Chủ tịch HĐQT hiện tại là ông Phạm Phú Quốc. Ông Quốc hiện cũng là Chủ tịch của Tổng công ty Bến Thành, cổ đông lớn nhất của Khahomex. Mỗi quan hệ chiến lược này giúp cho Khahomex có nhiều cơ hội hợp tác với các công ty thuộc Tổng công ty Bến Thành như CTCP Thương mại Hóc Môn, đơn vị có nhiều hợp tác nhất với Khahomex.

Ban lãnh đạo của một công ty bất động sản là những người quyết định dự

án được thực hiện, cơ cấu nguồn vốn được sử dụng và đối tượng khách hàng được hướng đến. Những quyết định này ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận trong tương lai. Bởi vậy, chúng tôi cho rằng năng lực của Ban lãnh đạo có ý nghĩa sống còn đối với các công ty bất động sản.

Với Khahomex, chúng tôi đánh giá cao đội ngũ lãnh đạo của Công ty. Từ một công ty xuất nhập khẩu và gia công có lợi nhuận thấp, Khahomex đã được thay đổi thành công ty bất động sản có lợi nhuận cao hơn, phù hợp với tình hình kinh tế chung. Đây là minh chứng cho tầm nhìn của Ban lãnh đạo Công ty.

Dù chuyển sang hoạt động trong một lĩnh vực hoàn toàn mới nhưng nhờ khả năng và quyết tâm, Ban lãnh đạo đã giúp Công ty hoàn thành những dự án bất động sản thành công như chung cư Khánh Hội 1, 2 và 3. Không chỉ thế, Ban lãnh đạo còn xây dựng thành công những công ty con cung cấp dịch vụ giáo dục mầm non, quản lý chung cư, nhằm nâng cao giá trị cho các sản phẩm bất động sản của mình. Đây là minh chứng cho năng lực của Ban lãnh đạo Công ty.

Điểm chúng tôi đánh giá cao nhất về Ban lãnh đạo của Khahomex là sự thận trọng. Sự thận trọng này được thể hiện rất rõ qua việc không chạy theo lợi nhuận bằng mọi giá, không thực hiện các dự án nhiều rủi ro. Chẳng hạn như với dự án 56 Bến Văn Đồn, do không thay đổi được công năng của dự án như mong muốn, tạo ra nhiều rủi ro trong quá trình phát triển, nên dự án này đã được nhượng lại cho Novaland, vừa tạo ra lợi nhuận lớn, vừa tránh rủi ro cho Khahomex. Ngành bất động sản có tính chu kỳ cao, bởi vậy sự thận trọng này sẽ tiếp tục giúp cho Khahomex phát triển bền vững trong mọi hoàn cảnh.

Dù cũng có những quyết định không đúng như đầu tư cổ phiếu vào một số công ty hoạt động không hiệu quả nhưng tổng thể Ban lãnh đạo của Khahomex đã hoàn thành tốt công việc của mình trong nhiều năm qua. ***Trong thời gian tới, việc phát triển 2 dự án Khahomex Parkview và chung cư Trúc Giang sẽ là hai thử thách lớn đối với Ban lãnh đạo Công ty nhưng chúng tôi tin rằng với những phẩm chất đã được thể hiện trong nhiều năm qua, Ban lãnh đạo Khahomex sẽ tiếp tục đưa Công ty đến những thành công mới.***

PHÂN TÍCH NGÀNH

Sự hồi phục của nền kinh tế và mức lãi suất thấp là hai yếu tố giúp cho thị trường bất động sản ấm dần lên. Năm 2014, tăng trưởng GDP đạt mức 5.98%, vượt xa kế hoạch và các dự báo. Mức tăng trưởng này cũng cao hơn mức 5.42% và 5.25% của năm 2013 và 2012. Sự hồi phục này ngoài tăng cường sức mua còn củng cố niềm tin về nền kinh tế của người tiêu dùng.

Lãi vay ngân hàng được hạ về mức thấp cùng với tín dụng cho bất động sản ngày càng tăng là điều kiện thuận lợi đẩy mạnh nhu cầu mua bất động sản của người dân. Ngoài gói hỗ trợ tín dụng 30,000 tỷ đồng của Chính phủ, các ngân hàng cũng đang tích cực cho vay mua nhà đến 70% giá trị căn nhà với lãi suất hợp lý, khoảng 8% một năm.

Thị trường bất động sản tại Thành phố Hồ Chí Minh đang hồi phục nhanh hơn cả. Số căn hộ được chào bán ra thị trường năm 2014 đạt mức 8,393 căn, cao hơn gấp đôi so với năm 2013, tỷ lệ giao dịch thành công đạt từ 50 – 70%. Số lượng căn hộ hàng tồn kho được giải quyết trong năm 2014 cũng đạt mức 3,131 căn.

Có kết quả này ngoài tình hình thuận lợi chung, thị trường bất động sản Thành phố Hồ Chí Minh còn có lợi thế là cơ sở hạ tầng phát triển, các dự án được quy hoạch tốt, vị trí thuận lợi và giá cả hợp lý.

Về các phân khúc khác nhau của thị trường, phân khúc căn hộ có giá từ

trung bình đến thấp tiếp tục hồi phục mạnh mẽ nhờ nhu cầu vẫn còn rất lớn. Trong khi đó, phân khúc cao cấp vẫn tiếp tục không tạo được nhiều giao dịch trên thị trường.

Các điều kiện thuận lợi kể trên cùng với nhu cầu về nhà ở còn rất lớn của người dân sẽ giúp thị trường bất động sản phục hồi và phát triển nhanh trong những năm tới. Chúng tôi đánh giá thị trường Thành phố Hồ Chí Minh và phân khúc căn hộ có giá hợp lý sẽ phát triển nhanh nhất.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	178.49	129.37	103.23	79.00	65.23
+/- yoy	-21.99%	-27.52%	-20.21%	-23.47%	-17.43%
Lợi nhuận gộp	54.23	67.92	33.42	42.86	41.07
Lợi nhuận từ HĐKD	63.06	60.16	24.74	40.94	25.09
Lợi nhuận khác	(1.95)	1.47	7.17	0.18	18.55
Lợi nhuận sau thuế	47.54	45.33	24.73	31.38	32.55
+/- yoy	23.71%	-4.65%	-45.44%	26.89%	3.73%
EPS (VND)	3,636	3,210	1,816	2,434	2,549

Kết quả kinh doanh giai đoạn 2009 – 2013 của Khahomex thể hiện xu hướng giảm dần cả về doanh thu và lợi nhuận. Năm 2009, doanh thu đạt 178.49 tỷ đồng còn lợi nhuận sau thuế đạt 47.54 tỷ đồng. Nhưng năm 2013, doanh thu chỉ còn 65.23 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế giảm về mức 32.55 tỷ đồng.

Nguyên nhân là do việc phát triển bất động sản của Công ty gặp nhiều khó khăn, không có thêm dự án lớn từ 2011 đến nay. Điều này khiến doanh thu giảm mạnh. Những năm gần đây, Khahomex chủ yếu chỉ tạo ra doanh thu từ các hoạt động dịch vụ của mình.

Kết quả hoạt động kinh doanh 9 tháng đầu năm 2014

Đơn vị: Tỷ đồng	9T/2013	9T/2014	Thay đổi
Doanh thu thuần	45.96	133.21	189.84%
Lợi nhuận sau thuế	23.06	47.77	107.16%

Khahomex có kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2014 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm 2013. Doanh thu thuần của Công ty tăng đến gần 190%, còn lợi nhuận sau thuế cũng tăng hơn 107%.

Doanh thu và lợi nhuận của Khahomex tăng mạnh là do chuyển nhượng thành công dự án Cao ốc văn phòng 56 Bến Vân Đồn cho Novaland. Một phần doanh thu và lợi nhuận của việc chuyển nhượng đã được ghi nhận trong Quý 3. Theo kế hoạch, 40% doanh thu và lợi nhuận sẽ được ghi nhận trong năm 2014, 60% sẽ được ghi nhận trong năm 2015.

Hàng tồn kho

Đơn vị: Tỷ đồng	2013	Q3/2014
Xây dựng cơ bản dở dang	185.13	139.72
56 Bến Vân Đồn	168.03	122.59
9,000m ² Tân Hiệp, Hóc Môn	13.80	13.89
Chung cư Khánh Hội 3	2.98	2.92
Dự án khác	0.32	0.32
Hàng hóa	0.25	0.25
Thành phẩm	0.04	0.04
Hàng tồn kho	186.42	140.01

Hàng tồn kho là tài sản lớn nhất của Khahomex, chiếm hơn 33% tổng tài sản. Hàng tồn kho chủ yếu là chi phí xây dựng cơ bản dở dang tại các dự án của Công ty.

Dự án cao ốc văn phòng tại 56 Bến Vân Đồn là dự án lớn nhất của Khahomex. Cuối năm 2013, chi phí xây dựng cơ bản dở dang của dự án này lên đến 168.03 tỷ đồng. Năm 2014, dự án đã được chuyển giao cho Novaland nên giá trị của dự án đã giảm trong Quý 3. Năm 2015, khi việc chuyển nhượng dự án được hoàn tất, hàng tồn kho của Công ty sẽ giảm đi đáng kể.

Dự án 9,000m² tại Tân Hiệp, Hóc Môn hiện đang trong giai đoạn chuyển nhượng cho đối tác. Trong khi đó, chi phí xây dựng cơ bản dở dang tại chung cư Khánh Hội 3 ghi nhận 3 căn hộ mới nhận lại từ UBND Quận 4 để kinh doanh.

Đầu tư dài hạn

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/2014	Trích lập dự phòng
Công ty con	18.31	-
Mầm non Khánh Hội	16.00	-
Sàn giao dịch BĐS Khánh Hội	0.31	-
Quản lý Cao ốc Khánh Hội	2.00	-
Công ty liên kết	19.47	1.47
Hatha Fitness & Yoga	1.47	1.47
CTCP Thực phẩm Hóc Môn	18.00	-
Dự án	46.92	-
5ha Xuân Thới, Hóc Môn	46.92	-
Cổ phiếu	43.05	16.87
CTCP Thương mại Củ Chi	16.16	12.13
CTCP Căn nhà Mơ Ước Đông Nam	12.00	3.40
CTCP Xây dựng Phú Nhuận	1.16	0.04
CTCP Thương mại Phú Nhuận	4.60	0.70
CTCP Du lịch Bến Thành Long Hải	1.95	0.49
CTCP TMDV Lâu Đài Ven Sông	5.43	-
CTCP Sàn BĐS Bến Thành Đức Khải	0.62	0.11
CTCP TMDV Ôtô Bến Thành	1.13	-
Đầu tư dài hạn	127.75	18.34

Việc đầu tư dài hạn của Khahomex tập trung vào bốn nhóm gồm công ty con, công ty liên kết, dự án và cổ phiếu. Trong đó lớn nhất là đầu tư dự án và cổ phiếu.

Các công ty con hiện tại của Khahomex gồm có Công ty TNHH MTV Mầm non Khánh Hội và Công ty TNHH MTV Quản lý Cao ốc Khánh Hội. Cả 2 công ty này đều đang hoạt động hiệu quả, đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định hàng năm. Công ty TNHH MTV Sàn giao dịch BĐS Khánh Hội hiện đang trong quá trình giải thể.

Hiện Khahomex cũng đang đầu tư vào 2 công ty liên kết là Hatha Fitness & Yoga và CTCP Thực phẩm Hóc Môn. Do lượng khách hàng chưa ổn định, cộng thêm chi phí khấu hao lớn, Hatha Fitness & Yoga chưa tạo ra lợi nhuận và đang phải trích lập dự phòng toàn bộ số vốn đầu tư là 1.47 tỷ đồng. CTCP Thực phẩm Hóc Môn là một trong 4 nhà máy giết mổ được xây dựng theo quy hoạch của Thành phố Hồ Chí Minh. Nhà máy này đang trong quá trình xây dựng cơ sở hạ tầng và sẽ hoạt động một phần từ Quý I năm 2015, hứa hẹn đem lại doanh thu và lợi nhuận ổn định trong tương lai.

Khoản đầu tư 46.92 tỷ đồng vào dự án 5ha Xuân Thới, Hóc Môn. Thông tin chi tiết về dự án này đã được trình bày tại phần thông tin về các dự án của Khahomex. Do dự án khó đem lại hiệu quả và có nhiều rủi ro nên Ban lãnh đạo Khahomex đã chủ trương sẽ chuyển nhượng lại dự án này.

Các khoản đầu tư cổ phiếu của Khahomex phần lớn đang không đem lại hiệu quả cao, phải trích lập dự phòng lớn. Chẳng hạn, khoản đầu tư vào CTCP Thương mại Củ Chi có giá trị 16.16 tỷ đồng và trích lập dự phòng cho khoản đầu tư này lên đến 12.13 tỷ đồng. Một số khoản đầu tư khác như

CTCP TMDV Ôtô Bến Thành đang trong quá trình thoái vốn. Bên cạnh đó, khoản đầu tư vào CTCP TMDV Lâu Đài Ven Sông tiếp tục đem lại cổ tức ổn định ở mức 20%.

Việc Khahomex đẩy mạnh chấm dứt đầu tư vào các dự án, công ty không hiệu quả là một bước đi hợp lý của Ban lãnh đạo. Việc này vừa giúp bảo toàn phần vốn còn lại, tránh gây thêm tổn thất, vừa giúp tăng sức mạnh tài chính và nguồn vốn của Công ty trong thời gian tới.

Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2009	2010	2011	2012	2013
Khả năng thanh toán					
Chỉ số thanh toán hiện hành	2.87	2.68	2.80	2.44	2.69
Chỉ số thanh toán nhanh	1.68	1.29	1.14	1.13	0.94
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.90	0.29	0.35	0.61	0.79
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	-	-	-	-	-
Vốn vay/Tài sản	0.03	0.02	0.00	0.04	0.00
Công nợ/Tài sản	0.26	0.29	0.26	0.31	0.28
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền khách hàng	51	221	164	134	118
Thời gian TB xử lý hàng tồn kho	229	428	580	753	1,049
Thời gian TB trả cho nhà cung cấp	19	2	10	13	1
Chu kỳ tiền tệ	261	647	734	874	1,166
Tỉ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	30.38%	52.50%	32.37%	54.25%	62.96%
Lãi hoạt động/Doanh thu	35.33%	46.50%	23.97%	51.82%	38.46%
Lãi trước thuế/Doanh thu	34.24%	47.64%	30.91%	52.05%	65.34%
Lãi ròng/Doanh thu	26.63%	35.04%	23.96%	39.72%	49.90%
ROA	12.40%	10.51%	6.27%	7.42%	8.00%
ROE	16.92%	15.40%	8.88%	11.05%	11.13%

Khả năng thanh toán: Khahomex nhìn chung có khả năng thanh toán an toàn. Chỉ số thanh toán hiện hành của Công ty được duy trì ổn định ở mức khoảng 2.5 trong nhiều năm qua. Chỉ số thanh toán nhanh giảm dần là do hàng tồn kho tăng, phản ánh sự thay đổi chuyển dịch sang hoạt động bất động sản của Công ty.

Cấu trúc tài chính: Khahomex không sử dụng vốn vay dài hạn và sử dụng rất ít vốn vay ngắn hạn. Nợ của Công ty hiện tại chủ yếu là khoản 60 tỷ đồng do Novaland ứng trước tiền chuyển nhượng dự án 56 Bến Bình Đông. Do vậy, cơ cấu tài chính của Công ty rất an toàn, không có rủi ro.

Hiệu quả hoạt động: Khahomex có các chỉ số hiệu quả hoạt động tăng dần qua các năm. Lý do chủ yếu do hoạt động kinh doanh hàng hóa bất động sản của Công ty rất thấp trong những năm gần đây. Điều này dẫn đến doanh thu giảm đáng kể, còn chu kỳ tiền tệ thì lại tăng lên.

Tỉ suất sinh lời: Khahomex có các chỉ số tỉ suất sinh lời ngày càng được cải thiện. Chuyển dịch từ hoạt động xuất nhập khẩu sang bất động sản, Công ty đã không ngừng gia tăng biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng qua các năm. Hai chỉ số ROA và ROE giảm so với trước đây một phần do tổng tài sản và vốn chủ sở hữu tăng lên, một phần do hoạt động của Công ty bị ảnh hưởng bởi sự đóng băng của thị trường bất động sản. Tuy nhiên, hai chỉ số này đang dần được cải thiện.

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ số	KHA	HLD	PHH	HDG	API	VIC
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	344.75	334.00	110.41	1,759.15	385.44	68,435.85
EPS cơ bản (VND)	4,493	6,413	129	1,510	1,740	3,389
Book Value (VND)	25,797	19,246	12,460	13,151	10,399	18,856
P/E cơ bản	6.01	2.60	47.26	17.88	8.39	14.04
P/B	1.05	0.87	0.49	2.05	1.40	2.52

Tiền/Nợ ngắn hạn	0.57	0.23	0.08	0.3	0.20	0.52
TSLĐ/Nợ ngắn hạn	2.92	2.71	1.09	1.28	0.76	1.70
Vay dài hạn/Tài sản	-	0.03	-	-	-	0.34
Vốn vay/Tài sản	-	0.15	0.17	0.01	0.04	0.39
Công nợ/Tài sản	0.24	0.39	0.59	0.61	0.50	0.71
Lãi gộp/Doanh thu	62.27%	28.38%	8.09%	12.92%	0.00%	37.06%
Lãi ròng/Doanh thu	43.04%	18.59%	1.69%	7.21%	0.00%	18.21%
ROA	8.00%	10.23%	0.28%	4.44%	9.89%	6.20%
ROE	11.13%	16.55%	0.92%	13.49%	18.01%	27.55%

So với các doanh nghiệp cùng ngành, Khahomex có giá trị vốn hóa ở mức trung bình. Vốn hóa của Công ty ở mức 344.75 tỷ đồng. Trong khi đó, vốn hóa của HDG ở mức 1,759.15 tỷ đồng và của VIC lên đến 68,435.85 tỷ đồng.

Các chỉ tiêu tài chính của Khahomex thuộc hàng tốt nhất của cả ngành bất động sản. Điều này được thể hiện rõ qua chỉ số EPS cơ bản và các chỉ số về khả năng thanh toán. Ngoài ra, các chỉ số về biên lợi nhuận của Khahomex cũng rất cao, không công ty bất động sản nào so sánh được. Tuy nhiên, chỉ số ROA và ROE của Công ty còn thấp do doanh thu và lợi nhuận đều thấp so với quy mô tài sản và nguồn vốn hiện có.

Điểm đặc biệt là Khahomex hoàn toàn không sử dụng vốn vay như các công ty bất động sản khác. Cơ cấu tài chính này, cộng thêm việc lãi suất giảm, giúp cho Công ty có thể dễ dàng chủ động nguồn vốn cho các dự án của mình trong tương lai. Đây là lợi thế rất lớn của Khahomex so với nhiều doanh nghiệp bất động sản khác.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Dựa vào phân tích hoạt động sản xuất kinh doanh, năng lực Ban lãnh đạo của Khahomex và các điều kiện chung của ngành bất động sản, **chúng tôi đánh giá Khahomex sẽ tiếp tục phát triển tốt trong tương lai.**

Các hoạt động như giáo dục mầm non, quản lý cao ốc hay dịch vụ tiệc cưới sẽ tiếp tục đem lại nguồn doanh thu ổn định trong tương lai. Đặc biệt, hoạt động cho thuê văn phòng sẽ tăng trưởng mạnh khi các dự án như Sailing Building và Khaomex Plaza được hoàn thành. Hoạt động mới là nhà máy giết mổ lợn cũng hứa hẹn đem lại doanh thu lớn nhờ lợi thế độc quyền.

Hoạt động kinh doanh bất động sản đã qua thời kỳ khó khăn nhất và sẽ tăng trưởng mạnh trong các năm tới. **Các dự án chung cư Trúc Giang, chung cư Khahomex Parkview và Khahomex Plaza sẽ lần lượt đóng góp lớn vào doanh thu và lợi nhuận của Khahomex trong các năm tới.**

Dự phóng doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bất động sản đầu tư	30.00	34.00	43.00	58.00	75.00	85.00
Hàng hóa, dịch vụ	30.97	32.88	34.92	112.11	259.45	156.96
Chuyển nhượng dự án 56 Bến Vân Đồn	120.00	180.00	-	-	-	-
Chuyển nhượng dự án 9,000m ² Hóc Môn	-	22.00	-	-	-	-
Tổng doanh thu	180.97	268.88	77.92	170.11	334.45	241.96

ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Đối với cổ phiếu KHA, chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là phương pháp DFCF, P/E và P/B.

Phương pháp DFCF

Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019
------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Doanh thu	180.97	268.88	77.92	170.11	334.45	241.96
LNST	63.48	97.24	45.85	116.15	240.34	169.04
Khấu hao TSCĐ	2.77	2.83	2.88	2.94	3.00	3.06
Dòng tiền tự do (FCFF)	66.25	100.06	48.73	119.09	243.33	172.10
Giá trị hiện tại (NPV)	66.25	90.92	40.18	89.35	166.04	106.68
Giá trị doanh nghiệp						559.42
Số lượng cổ phiếu						12,768,439
Giá trị cổ phiếu (đồng)						43,813

Phương pháp P/E và P/B

	TB ngành	KHA	Giá
P/E	8.0	4,493	35,944
P/B	1.3	25,797	33,536

Khuyến nghị

Mức giá trung bình của 3 kết quả định giá với tỉ trọng ngang nhau là **37,760** đồng cho mỗi cổ phiếu. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu KHA, tầm nhìn đầu tư 1 năm và lợi nhuận kỳ vọng 40%.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Khánh

Hội Sở Chính: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của APECS:

VŨ THỊ THU TRANG

Trưởng phòng Phân tích

trangvtt@apec.com.vn

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

NGUYỄN KHÁNH

Chuyên viên Phân tích

khanhnnguyen@apec.com.vn

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649