

## MCK: KHA (HOSE)

## CÔNG TY CỔ PHẦN XUẤT NHẬP KHẨU KHÁNH HỘI

## CÔNG NGHIỆP – BẤT ĐỘNG SẢN &amp; VẬT LIỆU XÂY DỰNG

## MUA

ĐỊNH GIÁ 28.900

Chuyên viên: Đoàn Thị Thanh Trúc

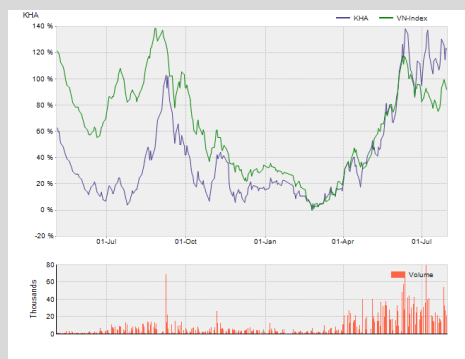
Email: truc.dtt@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 306

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (04/08/2009)	23.000
Giá cao nhất (52 tuần)	24.300
Giá thấp nhất (52 tuần)	10.200
Số CP đang lưu hành	12.745.940
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	293
P/E (EPS 2008)	8,06
P/BV (BV 30/06/09)	1,4

## Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: VDSC

## CTCP XNK KHÁNH HỘI

360C Bến Vân Đồn – Quận 4 – TpHCM

ĐT: +84 8 3945 1027

Fax: +84 8 3945 1028

Website: www.khahomex.com.vn

Email: khahomex@khahomex.com.vn

Chúng tôi ước tính giá trị KHA theo các phương pháp định giá vào khoảng 28.900 đồng/CP, cao hơn 25,7% so với giá tham chiếu ngày 05/08/09. Nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư vào cổ phiếu KHA tại thời điểm hiện nay.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý, trong mô hình định giá, các mức giá được xác định theo các phương pháp khác nhau có sự chênh lệch lớn, trong đó, mức giá hợp lý theo phương pháp P/E chỉ khoảng 24.000 đồng/CP, trong khi, phương pháp chiết khấu dòng tiền lại cho ra mức giá cao hơn 3x nhờ dòng tiền ước tính của các năm kể từ 2011 có sự tăng trưởng ổn định. Do đó, nhà đầu tư ngắn hạn cần cân nhắc tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng để chọn giá đầu tư hợp lý.

Ngành bất động sản nói chung là ngành mà tiềm năng của nó không thể phủ nhận tại Việt Nam. Cơ hội để ngành tiếp tục phát triển trong tương lai là rất lớn. Do đó, với quyết định chuyển hướng sang hoạt động trên lĩnh vực bất động sản, KHA đã thừa hưởng tiềm năng phát triển này của ngành.

Bên cạnh đó, KHA có lợi thế về quỹ đất có vị trí đẹp tại Quận 4 để thực hiện các dự án chung cư nhà ở, cao ốc văn phòng được giới chuyên môn đánh giá cao, đặc biệt là tiềm năng phát triển của Quận 4 sau khi Đại Lộ Đông Tây chính thức được thông xe, trở thành con đường huyết mạch.

Cuối cùng, rủi ro mà nhà đầu tư cần cân nhắc là khả năng tiến độ của các dự án không đạt được như kế hoạch, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh, và xa hơn là sau khi sử dụng hết quỹ đất sẵn có, KHA có tìm kiếm được những dự án tốt để duy trì mức sinh lợi như hiện tại hay không.

## Thông tin giao dịch

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
3/8/09	22.800	125.540	88.190	186.390	0	0
31/07/09	23.000	234.500	105.850	215.930	0	0
30/07/09	22.700	210.870	96.460	303.370	0	0
29/07/09	22.800	265.530	176.850	115.800	700	0
28/07/09	21.900	322.430	69.460	224.040	0	0

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: tỷ đồng	2008	2009 KH	6T/2009	2009 dự báo
Doanh thu	229	230	109	227
Lợi nhuận trước thuế	51	60	29	56
Lợi nhuận sau thuế	38	45	23	42
Vốn điều lệ	141	141	141	141
Tổng tài sản	347	-	277	310
Vốn chủ sở hữu	222	-	235	258
ROA	11%	-	-	13,6%
ROE	17%	-	-	16,4%
EPS (VNĐ)	3.230	2.853	-	2.997
Giá trị sổ sách (VNĐ)	15.736	-	16.649	18.252
Tỷ lệ cổ tức	20%	15% - 20%	-	20,0%

Nguồn: KHA, VDSC ước tính

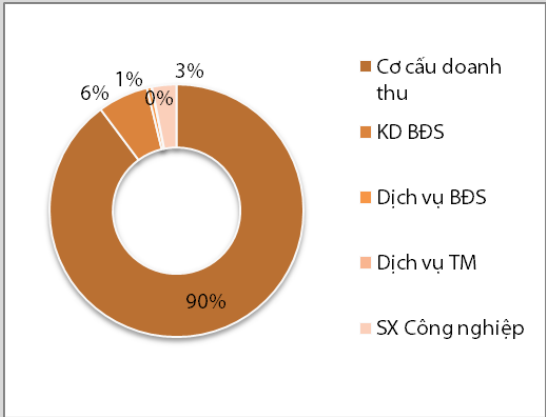
Thành lập	Năm 1982
Cổ phần hóa	Năm 2001
Nhân sự (31/12/2008)	739 người
<b>Quản trị - Điều hành</b>	
- Nguyễn Thị, CT.HĐQT	
- Lê Văn Trường, P CT.HĐQT	
- Ngô Văn Lộc, TV.HĐQT , TGD	
- Lê Văn Nam, TV. HĐQT, Phó TGD	
- Đinh Lê Chiến, TV. HĐQT	
- Võ Thị Vân Anh, TV. HĐQT	
- Nguyễn Ngọc Đức, TV. HĐQT	

Đơn vị trực thuộc

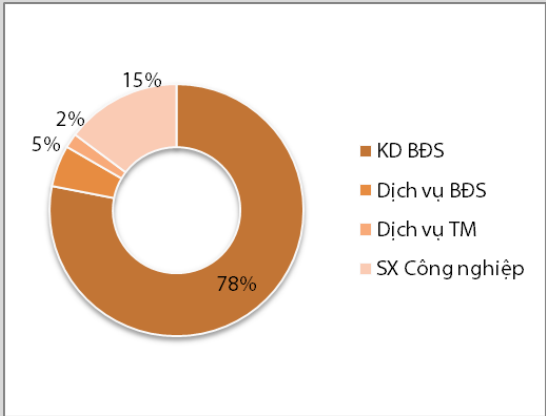
Tên	VĐL (tỷ)	%SH
Trường Mầm non Khánh Hội	16	100
Trung Tâm Giao Dịch BĐS Khánh Hội (KHAREAL)		
XNCB Thực Phẩm Khánh Hội		
XNCB Lâm Sản Khánh Hội		

Nguồn: KHA

Cơ cấu doanh thu 2008



Cơ cấu doanh thu 2009KH



CÔNG TY

Được xây dựng dưới hình thức doanh nghiệp nhà nước vào năm 1982, chính thức cổ phần hóa vào tháng 3/2001. Đến tháng 5/2004, phần vốn nhà nước (chiếm tỷ lệ 29,14%) tại KHA được chuyển giao cho Tổng công ty Bến Thành (Sunimex). KHA trở thành một trong 47 thành viên của Sunimex.

Khởi điểm là một công ty chuyên về xuất nhập khẩu thực phẩm, hàng kim khí, điện máy; chế biến lâm sản và gia công hàng may mặc, giày dép,... Tuy nhiên, kể từ năm 2003, dựa trên quỹ đất sẵn có và tiến hành thu hẹp một số xí nghiệp sản xuất, KHA bắt đầu tham gia vào lĩnh vực đầu tư xây dựng và kinh doanh dịch vụ bất động sản. Năm 2006 đến nay, công ty định hướng sẽ tập trung chủ yếu vào lĩnh vực này.

Tuy còn non trẻ trong lĩnh vực bất động sản so với các công ty khác nhưng do có quyền sở hữu nhiều diện tích đất có vị trí tốt, KHA đang được giới đầu tư quan tâm trong thời gian gần đây.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Sản phẩm – năng lực sản xuất

Do đặc thù xuất thân, KHA đang tiến hành kinh doanh song song hai mảng hoạt động chính: bất động sản và chế biến lâm sản, thực phẩm. Một số hoạt động kinh doanh nhỏ lẻ còn lại như gia công hàng dệt may, giày dép và thương mại hàng kim khí, điện máy.

**Chế biến gỗ:** sản phẩm chính là đồ gỗ ngoài trời và nội thất. Mảng kinh doanh này không được thuận lợi trong vài năm gần đây, tỷ trọng đóng góp ngày càng nhỏ trong doanh thu và lợi nhuận, thậm chí bị lỗ trong năm 2008.

6 tháng đầu năm, xí nghiệp chế biến lâm sản chỉ đạt 9 tỷ doanh thu (so với kế hoạch 30 tỷ cả năm) và lỗ hơn 1 tỷ đồng.

**Bất động sản:** mới bắt đầu tham gia vào lĩnh vực này kể từ năm 2003 bằng sản phẩm Chung Cư Khánh Hội 1. Đến 2006, Công ty xác định sẽ tập trung chủ yếu vào bất động sản.

Các dự án bất động sản công ty đã và đang thực hiện tiếp sau Khánh Hội 1, gồm:

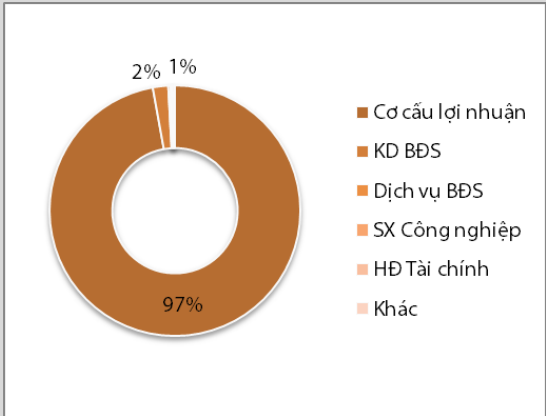
- **Chung cư Khánh Hội 2**, tại 360A đường Bến Vân Đồn, Quận 4 với khoảng 260 căn hộ và hơn 2.000m<sup>2</sup> văn phòng cho thuê. Công ty cho biết đã hạch toán 50% doanh thu từ dự án này trong năm 2008 và khoảng 33% trong 6 tháng đầu năm 2009. Như vậy, chỉ còn 17% doanh thu bán căn hộ từ dự án này đóng góp vào kết quả kinh doanh 6 tháng cuối năm. Khu vực văn phòng, theo chúng tôi, chưa thể khai thác tốt trong năm nay.
- **Dự án cao ốc văn phòng Khahomex Tower**, hợp tác với Savico (tỷ lệ 50:50), tại 56 Bến Vân Đồn, với tổng diện tích sàn 35.198 m<sup>2</sup>, gồm 1 tầng hầm và 25 tầng cao, tổng đầu tư dự kiến 412 tỷ đồng. Dự án này vừa được cấp giấy phép chuyển quyền sử dụng đất. Công ty đã đóng tiền thuê đất và tiến hành các phần cơ bản của công trình. Thời gian hoàn thành dự kiến đến tháng 10/2010.
- **Chung cư Khánh Hội 3**, hợp tác với công ty Dịch Vụ Công Ích Quận 4 (tỷ lệ 40:60), tại 360G Bến Vân Đồn, với diện tích sàn xây dựng 12.460m<sup>2</sup>, gồm 1 tầng hầm và 12 tầng cao, quy mô 100 căn hộ, tổng mức đầu tư khoảng 100 tỷ đồng. Hiện nay, dự án mới đang triển khai xin chuyển quyền sử dụng đất. Do đó, khả năng hoàn thành sớm trong năm 2010 có vẻ khó khăn.

Các dự án xa hơn gồm có:

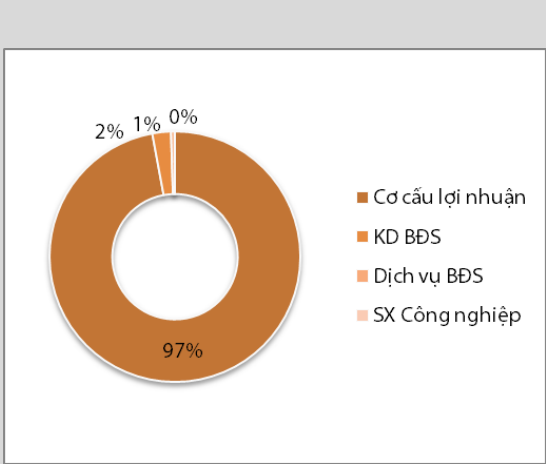
- Khahomex Plaza: Trung Tâm Thương Mại, kết hợp với văn phòng cho thuê

Ngày 04/08/2009

Cơ cấu lợi nhuận 2008



Cơ cấu lợi nhuận 2009KH



Nguồn: Báo cáo thường niên 2008

tại 360 Bến Vân Đồn, quy mô: 18 tầng, diện tích sàn xây dựng 41.000 m2, tổng đầu tư khoảng 372 tỷ đồng, dự kiến khởi công vào đầu năm 2010.

- Titco Plaza: khu đa năng tại 1014B Thoại Ngọc Hầu, Tân Phú, diện tích sàn xây dựng dự kiến 94.676m2, quy mô 22,5 tầng, tổng mức đầu tư dự kiến 677 tỷ đồng, dự kiến khởi công trong quý II/2010.
- Một số dự án khác hợp tác với CTCP Thương Mại Hóc Môn (Hotraco): Khu Trung Tâm Thương Mại Dịch vụ và căn hộ, Khu dân cư mở rộng, dự án chung cư Khánh Hội 4.

Vị thế công ty

Như đã giới thiệu ở phần trước, KHA là một doanh nghiệp thuộc ngành sản xuất, kinh doanh xuất nhập khẩu mới xác định chuyển hướng sang lĩnh vực bất động sản từ năm 2006, sau thành công của việc đầu tư xây dựng chung cư Khánh Hội 1. Với đặc điểm xuất phát như thế cộng với quy mô vốn nhỏ so với nhiều doanh nghiệp cùng ngành, KHA chưa thể tạo ngay được thế mạnh về thương hiệu.

Tuy nhiên, Công ty có lợi thế nhờ quỹ đất (khoảng 31.911m2, trong đó đã xây dựng chung cư 11.500m2, trường mẫu giáo 3.000m2) trên địa bàn Quận 4, tại các đường Bến Vân Đồn, Nguyễn Tất Thành,..., tạo điều kiện để Công ty tiếp tục thực hiện những dự án khả thi.

Tiềm năng tăng trưởng

Vị trí địa bàn hoạt động đã tác động không nhỏ đến tiềm năng phát triển của KHA. Quận 4 là quận liền kề với quận I, tuy nhiên, hạ tầng cơ sở cũng như hệ thống nhà ở, nhà cao tầng, chung cư vẫn còn hạn chế. Dự án Đại lộ Đông Tây đã nâng tầm vị thế của Quận 4, tạo điều kiện để Quận này chuyển mình trong thời gian tới.

Là một công ty nằm trên địa bàn, ngoài ưu thế về vị trí đất đai, KHA còn có những lợi thế khác để tham gia vào quá trình “chuyển mình” của Quận. Đây là cơ hội tốt để Công ty từng bước thể hiện sự trưởng thành.

Tuy nhiên, có thể nói đó là một cơ hội “dài hơi” và không dễ để đạt được sự “đột phá” trong vòng 2 năm tới.

Rủi ro kinh doanh

Trong năm tới, nguồn thu của KHA chủ yếu sẽ đến từ dự án cao ốc văn phòng và một phần dự án chung cư Khánh Hội 3. Chúng tôi đánh giá cao các dự án chung cư, nhà ở tại khu vực Quận 4 của KHA, tuy nhiên, các sản phẩm văn phòng (bán hoặc cho thuê) có rủi ro khó tiêu thụ và không đem lại mức lợi nhuận như mong đợi do thị trường văn phòng cho thuê vẫn chưa thật sự có dấu hiệu sôi động trở lại, tình hình có thể còn kéo dài.

Do đó, trong kịch bản xấu nhất, Công ty có thể thiếu hụt vốn cho các dự án theo dự kiến, ảnh hưởng đến nguồn thu và lợi nhuận Công ty.

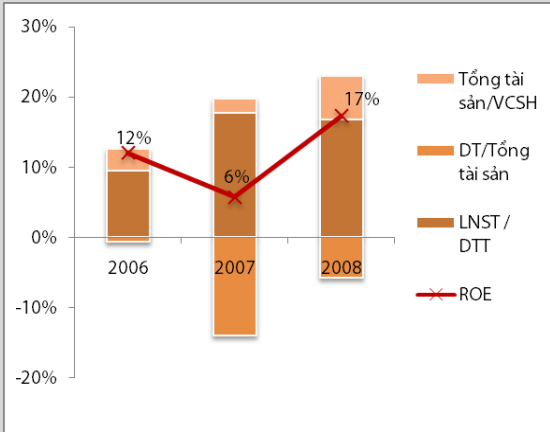
Đầu tư tài chính

Tỷ đồng	Giá trị đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Vốn điều lệ	LNTT 2008
PN Techcons	0,65	1,67%	30	24,14
Cidico	16,68	4,63%	60	41,68
DN Dream House Co	12,00	2,00%	300	24,18
PNCo	3,50	4,17%	24	6,60
<b>Tổng</b>	<b>32,83</b>			
Dự phòng đã trích	12,59			
<b>Giá trị đầu tư ròng</b>	<b>20,24</b>			

Danh mục đầu tư cơ bản có giá trị khoảng 32,83 tỷ đồng, trong đó đã trích lập

Ngày 04/08/2009

Phân tích ROE



Khả năng sinh lợi

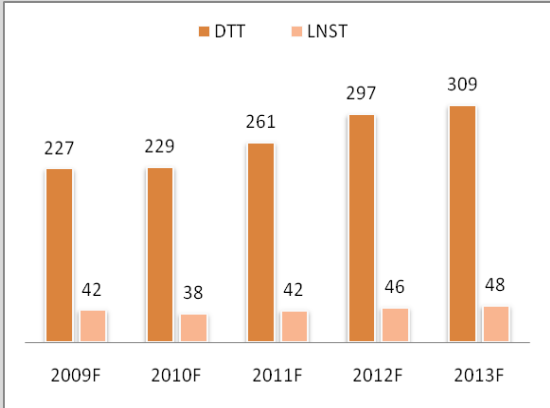
	2006	2007	2008
LN Gộp/DT	18,1%	17,9%	24,1%
LN HKKD/DT	11,3%	5,1%	18,8%
LNST/DT	9,4%	17,7%	16,8%
ROA	11,1%	4,0%	12,0%
ROE	11,7%	5,6%	17,2%

Cấu trúc tài chính

	2006	2007	2008
<b>Cấu trúc tài sản</b>			
Hàng tồn kho/TTS	55,2%	35,8%	52,1%
TSCĐ/TTS	18,3%	4,9%	3,8%
ĐTTC dài hạn/TTS	0,0%	5,5%	6,6%
<b>Cấu trúc vốn</b>			
Tổng nợ/TTS	30,9%	37,4%	38,2%
Nợ vay/TTS	22,4%	9,6%	2,3%

Nguồn: KHA, VDSC

Dự phóng Doanh thu – Lợi nhuận



dự phòng 12,6 tỷ. Tìm hiểu sơ lược các doanh nghiệp trên, chúng tôi cho rằng các giá trị đầu tư đã được trích lập dự phòng hợp lý và đây là danh mục khá ổn.

Tình hình tài chính

Khả năng sinh lợi

Do đặc thù doanh nghiệp mới chuyển hướng kinh doanh, doanh thu trong 3 năm vừa qua không thể hiện sự ổn định. Tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận biên đều khá trong 3 năm qua, tuy nhiên, tỷ suất sinh lợi trên tài sản và vốn chủ sở hữu cũng chưa có sự ổn định, theo chúng tôi, có thể do doanh nghiệp chưa có đủ nhiều dự án để cân đối, điều hòa các nguồn thu.

Cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động

Tỷ trọng hàng tồn kho cao, chủ yếu do chi phí sản xuất kinh doanh dở dang của các sản phẩm bất động sản. Trong quý 2, giá trị hàng tồn kho giảm cả về giá trị lẫn tỷ trọng trong tổng tài sản.

Bên cạnh đó, tổng tài sản cuối quý 2/2009 cũng giảm 20,1% so với 31/12/08, đồng thời chúng tôi cũng thấy một sự sụt giảm khá lớn, khoảng 70 tỷ đồng trong mục “người mua trả tiền trước”, có thể hiểu là việc bàn giao căn hộ đã làm giảm mạnh mẽ khoản này trong khi đó, các sản phẩm mới chưa thu hút được dòng tiền đóng theo tiến độ.

Về mặt cấu trúc vốn, cơ cấu tổng nợ/tổng tài sản ở mức bình quân, tuy nhiên, trong đó, KHA sử dụng nợ vay rất thấp, chỉ 2,3% năm 2008 và 1,23% thời điểm 30/06/09.

DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ

Dựa vào kế hoạch thực hiện các dự án mà công ty đã công bố và những dự báo về tiến độ mang tính chủ quan trên nguyên tắc thận trọng, chúng tôi thấy rằng, KHA có thể đạt xấp xỉ kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trong năm nay. Năm 2010, Công ty có thể đối mặt với việc thiếu hụt nguồn thu nếu tình hình thị trường vẫn phòng cho thuê vẫn chưa thật sáng sủa. Tuy nhiên, bước sang 2011, KHA có thể bắt đầu đà tăng trưởng ổn định với các dự án mang tính khả thi như đã giới thiệu ở trên.

Về nguồn vốn đầu tư các dự án, chúng tôi giả sử Công ty ưu tiên phát hành trái phiếu chuyển đổi hơn là phát hành thêm cổ phiếu nâng vốn điều lệ, trong điều kiện nguồn thu chưa thể đáp ứng ngay quyền lợi cho cổ đông.

Các tham số trong mô hình định giá

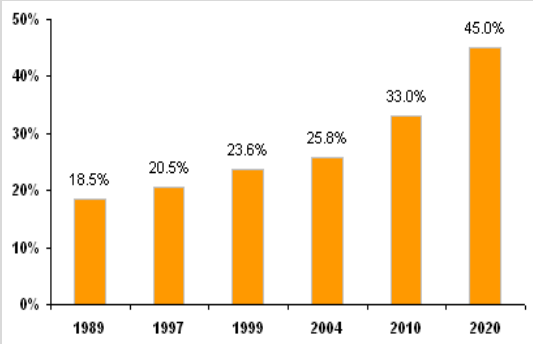
Tăng trưởng dài hạn: chúng tôi đưa ra mức tăng trưởng thận trọng 4%/năm trong 5 năm tiếp theo kể từ 2013 và 2% cho các năm tiếp sau, do chưa thể khẳng định gì về khả năng tìm kiếm các dự án mới, đáp ứng yêu cầu tăng trưởng của KHA, sau khi hoàn thành các dự án với quỹ đất sẵn có.

Chi phí sử dụng vốn tương ứng của hai giai đoạn lần lượt là: Giai đoạn 1 (Re = 16%, WACC = 14,84%) và giai đoạn 2 (Re = 14%, WACC = 13,01%)

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	32.824	25%	8.206
FCFE	32.036	25%	8.009
P/E	23.972	30%	7.192
P/BV	27.378	20%	5.476
Giá bình quân		100%	28.883

Tỷ lệ đô thị hóa ở Việt Nam



SƠ LƯỢC NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Theo chiến lược phát triển đô thị của Việt Nam, diện tích đất đô thị sẽ tăng từ 105.000 ha hiện nay lên đến 460.000 ha vào năm 2020, tỷ lệ đô thị hóa 28% hiện nay dự kiến sẽ đạt khoảng 45% vào năm 2025. Nếu chỉ tính riêng nhu cầu nhà ở đô thị, trung bình mỗi năm Việt Nam đã cần phải phát triển thêm 35 triệu m2 nhà để phần đầu đạt 20m2 nhà ở/ người tại đô thị vào năm 2020. Đây sẽ là cần cù rất quan trọng cho các doanh nghiệp hoạt động trong ngành tiếp tục mạnh dạn đầu tư vào các dự án địa ốc có tiềm năng vừa được sự khuyến khích của Chính phủ vừa đảm bảo nguồn thu lợi nhuận cho công ty.

Nhìn tổng thể thị trường bất động sản Việt Nam, về dài hạn, nhu cầu vẫn tăng mạnh và cung vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu trên mọi lĩnh vực, từ văn phòng cho thuê, căn hộ cao cấp đến trung tâm thương mại, khách sạn... và được ví như thời nam châm thu hút vốn đầu tư nước ngoài lẫn trong nước với sự góp mặt của các tập đoàn bất động sản có tên tuổi và hàng loạt dự án đua nhau công bố nhằm đa dạng hóa nguồn cung cho nhà đầu tư.

Căn cứ trên các dự án mà KHA đang thực hiện, thì KHA đang đi vào phân khúc cao ốc văn phòng và căn hộ bậc trung. Nhu cầu nhà ở giá rẻ và trung bình hiện đang rất lớn. Do đó, phân khúc này dường như không có nhiều lo lắng về đầu ra. Tuy nhiên, ở phân khúc cao ốc văn phòng trên địa bàn Quận 4, hiện tại, chưa có cơ sở để đưa ra đánh giá một cách toàn diện. Về lâu dài, theo như đánh giá của Công ty thì Quận 4 sẽ trở thành quận trung tâm của Thành Phố, phát triển cảng du lịch, thu hút nhà đầu tư trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, dịch vụ. Do đó, nhu cầu về văn phòng làm việc, căn hộ chung cư sẽ ngày càng tăng tại khu vực này, đặc biệt là trên tuyến đường Bến Vân Đồn, dọc theo kênh Bến Nghé đối diện Quận 1.

Quận 4 cũng đã triển khai kế hoạch thực hiện để án xây dựng quận 4 trở thành quận dịch vụ nổi liền trung tâm Quận 1. Có 5 nhóm dự án lớn gồm 38 dự án đầu tư trong giai đoạn 2006 – 2015 : xây dựng chung cư, cao ốc văn phòng, khu nhà ở, phố tài chính, trung tâm thương mại,...và KHA đang cân nhắc để tham gia vào một trong số các dự án này.

Tuy vẫn còn khó khăn sau giai đoạn khủng hoảng, trầm lắng các doanh nghiệp có thực lực và khả năng trụ vững sẽ tiếp tục phát triển vì chắc chắn thị trường bất động sản Việt Nam vẫn còn rất nhiều tiềm năng và cơ hội để doanh nghiệp khai thác.

Bảng thống kê tóm tắt số liệu kinh doanh các DN tiêu biểu:

	2008					6T/2009	
		Lợi nhuận	ROA				Lợi nhuận
NBB	178,7				14%		30,9
SJS				10,4%	20%		
TDH	599,5				30%	224,7	
SC5				18,9%	20%	636,8	
	696,0	7,9				927,0	2,8
		33,9			19%	123,8	
	228,8	38,4			20%		23,3





KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Chúng tôi không chịu trách nhiệm về độ chính xác của thông tin được cung cấp trong báo cáo này. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng thông tin này là chính xác và đầy đủ. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng thông tin này. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng thông tin này. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng thông tin này.

Chúng tôi không chịu trách nhiệm về độ chính xác của thông tin được cung cấp trong báo cáo này. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng thông tin này là chính xác và đầy đủ. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng thông tin này. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng thông tin này. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng thông tin này.

Chúng tôi không chịu trách nhiệm về độ chính xác của thông tin được cung cấp trong báo cáo này. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng thông tin này là chính xác và đầy đủ. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng thông tin này. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng thông tin này. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng thông tin này.