

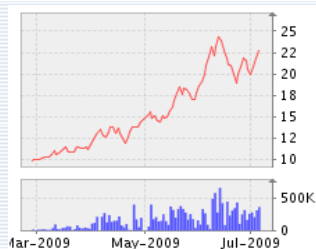
KHA: CTCP Xuất Nhập Khẩu Khánh Hội

Giới thiệu chung

Tiền thân là Công ty Cung ứng Hàng Xuất Khẩu Quận 4, chính thức cổ phần hóa vào 3/2001, niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 8/2002. Hiện tại vốn điều lệ của KHA đạt hơn 141 tỷ đồng.

Công ty đang tái cấu trúc ngành nghề kinh doanh theo hướng thu hẹp hoạt động truyền thống là chế biến lâm sản và thực phẩm, sang kinh doanh bất động sản và dịch vụ bất động sản.

Thông tin cổ phiếu (06/07/09)



Giá cổ phiếu (VND)	22.800
Số CP đang lưu hành	14.120.300
Vốn hóa (tỷ đ)	322
% sở hữu nhà nước	21,94%
% sở hữu nhà ĐTNN	2,77%
% sở hữu HDQT, CBNV	4,56%
KL trung bình 6 tháng	264.262

Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: 360C Bến Vân Đồn, phường 1, Q.4, TP.HCM
Điện thoại: 083 9451027
Fax: 0839451028
Website: www.khahomex.com.vn

Chuyên viên phân tích:

Đinh Thị Mai
mai.dinh@vndirect.com.vn

Trưởng bộ phận:

Vũ Đình Độ
do.vu@vndirect.com.vn

Năm	2007	2008	2009E	Quý	Q1/08	Q4/08	Q1/09
Doanh thu (tr đ)	74.817	228.809	240.460	Doanh thu (tr đ)	22.549	167.551	43.028
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,9%	24,1%	32%	Tỷ suất lợi nhuận gộp	19,9%	25,4%	22,9%
Lợi nhuận ròng (tr đ)	13.271	38.428	55.172	Lợi nhuận ròng (tr đ)	2.738	33.829	7.904
EPS (đ)	1.015	2.721	3.907	Tỷ suất lợi nhuận ròng	17,1%	20,2%	18,4%
Tăng trưởng EPS	n/a	168%	44%	Tổng tài sản (tr đ)	375.885	348.688	321.175
P/E (lần)	n/a	8,38	5,84	Tài sản ngắn hạn (tr đ)	293.396	266.855	242.504
P/B (lần)	n/a	1,45	1,35	Nợ ngắn hạn (tr đ)	150.283	112.767	94.447
Cổ tức/giá	n/a	9,17%	9,17%	Vốn chủ sở hữu (tr đ)	217.815	222.203	219.753
ROE	5,6%	17,2%	22,0%	Hệ số thanh toán hiện hành	195%	237%	257%
ROA	3,7%	11,1%	15,0%	Hệ số vay/Vốn chủ sở hữu	0%	2%	1%

Quan điểm đầu tư:

Ngành bất động sản đã bắt đầu có những dấu hiệu ấm dần lên sau một thời gian dài trầm lắng, đặc biệt là phân khúc nhà giá thấp và trung bình đang giành được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư. Với định hướng trở thành một trong những công ty bất động sản có uy tín trên địa bàn TP.HCM, KHA ra mắt thị trường với hai dự án chung cư trung cấp Khánh Hội và Khánh Hội 2 đã hoàn thành, đánh dấu bước ngoặt của công ty trong quá trình tái cấu trúc ngành nghề kinh doanh từ hoạt động chế biến lâm sản và thực phẩm sang kinh doanh bất động sản.

Doanh thu và lợi nhuận 2009 của KHA chủ yếu đến từ việc ghi nhận 50% doanh thu còn lại (khoảng gần 200 tỷ) từ Chung cư Khánh Hội 2. Đây là dự án có vị trí đẹp nằm trên đường Bến Vân Đồn- trung tâm quận 4, hiện nay giá bán đang có xu hướng gia tăng.

Dài hạn hơn, chúng tôi nhận thấy công ty có quỹ đất sạch khá lớn và vị trí đẹp có được do chuyển đổi mục đích sử dụng nhà xưởng, đặc biệt các mảnh đất trên đường Bến Vân Đồn và Nguyễn Tất Thành – trung tâm quận 4, gần sát khu phố tài chính- ngân hàng của quận 1 sẽ là động lực tăng trưởng cho KHA trong một vài năm sắp tới.

Cổ phiếu KHA đang giao dịch ở P/E và P/B 2008 là 8,38 lần và 1,45 lần – là mức định giá khá thấp so với ngành bất động sản và so với thị trường chung. Trên kết quả kinh doanh chúng tôi ước tính, P/E và P/B 2009 tương ứng là 5,84 và 1,35 lần - là mức định giá hợp lý xét tới tiềm năng của doanh nghiệp trong tương lai.

Trong tuần qua, chúng tôi đã có cuộc trao đổi với ban lãnh đạo của doanh nghiệp về tình hình kinh doanh 2009 và kế hoạch kinh doanh trong những năm tới.

Hoạt động

Trước đây, KHA hoạt động trong lĩnh vực chế biến lâm sản và thực phẩm. Đây là hoạt động có hiệu quả kinh doanh kém, chi phí nhân công cao. Do vậy, 3 năm trở lại đây, KHA đã chuyển dần sang hoạt động kinh doanh và dịch vụ bất động sản với tỷ suất lợi nhuận biên cao hơn.

Hiện nay, hơn 95% lợi nhuận của công ty đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản và dịch vụ bất động sản. Công ty phát triển các dự án chung cư phân khúc giá trung bình, văn phòng cho thuê, trường mẫu giáo... dựa trên quỹ đất sẵn có từ việc chuyển đổi mục đích sử dụng nhà xưởng của công ty. KHA sở hữu quỹ đất sạch hầu hết tập trung tại Bến Vân Đồn và Nguyễn Tất Thành, Quận 4, TP. HCM. Ngoài ra, Công ty tham gia quản lý sân giao dịch bất động sản Khánh Hội, mang lại gần 13 tỷ doanh thu năm 2008 - đây là mảng có lợi nhuận biên rất cao trên 50%.

Hoạt động chế biến lâm sản và thực phẩm chỉ còn chiếm khoảng 1%-2% cơ cấu lợi nhuận. Sản phẩm chủ yếu là các mặt hàng gỗ nội, ngoại thất và nước mắm có tỷ suất lợi nhuận biên rất thấp, chi phí nhân công lớn.

Kết quả 2008 và Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2009

Doanh thu và lợi nhuận trước thuế 2008 đạt 228 tỷ đồng và 50,6 tỷ đồng, tăng trưởng 205% so với năm 2007. Đây là một kết quả rất ấn tượng trong bối cảnh nền kinh tế khó khăn như năm qua. Kết quả trên đến từ việc công ty đã chuyển hướng thành công sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản và thu hẹp hoạt động truyền thống kém hiệu quả. Hoạt động bất động sản đóng góp 63% doanh thu và 92,1% lợi nhuận trước thuế, chủ yếu từ việc ghi nhận 50% doanh thu của Dự án Chung cư Khánh Hội 2 và doanh thu từ sản giao dịch bất động sản Khánh Hội.

Hoạt động chế biến lâm sản và thực phẩm đã ghi nhận lỗ 4 tỷ đồng trong năm qua. Nguyên nhân (1) Đối với mảng chế biến thực phẩm, tốc độ tăng giá nguyên liệu đầu vào đã cao hơn tốc độ tăng giá bán (2) Lợi nhuận biên của xí nghiệp lâm sản giảm do phải sản xuất hàng gỗ ngoài trời thay vì hàng gỗ nội thất như năm 2007, cùng với việc phải dự phòng giảm giá hàng tồn kho gỗ lâu năm.

Năm 2008, công ty đã trích lập trên 12 tỷ đồng dự phòng giảm giá đầu tư, bao gồm các khoản đầu tư vào công ty đầu tư phát triển thương mại Cù Chi, công ty cổ phần căn nhà Mơ ước Đông Nam, công ty kỹ thuật xây dựng Phú Nhuận, công ty cổ phần thương mại Phú Nhuận.

Q1/2009 KHA đạt doanh thu 43 tỷ đồng, bằng 18,6% kế hoạch năm, và tăng 91% so với cùng kỳ năm 2008. Tuy nhiên lợi nhuận trước thuế đạt 9,9 tỷ đồng, bằng 16,5% kế hoạch, tăng 175% so với cùng kỳ. Qua trao đổi với chúng tôi, doanh nghiệp cho biết 6 tháng đầu năm, công ty đã hoàn thành tương ứng khoảng 50% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của cả năm.

Dự báo 2009

KHA đưa ra kế hoạch doanh thu 230 tỷ và lợi nhuận trước thuế 60 tỷ, trong đó lĩnh vực kinh doanh và dịch vụ bất động sản sẽ chiếm 83% doanh thu và 97,3% lợi nhuận trước thuế, còn chế biến lâm sản và thực phẩm chỉ đóng góp 14,8% doanh thu và 1% lợi nhuận. Chúng tôi cho rằng đây là một kế hoạch thận trọng và công ty hoàn toàn có khả năng vượt kế hoạch trên. Chúng tôi dự báo công ty có thể đạt 240 tỷ doanh thu và 55 tỷ lợi nhuận sau thuế. Chi tiết như sau:

- Phần lớn doanh thu 2009 đến từ việc ghi nhận 50% doanh thu còn lại từ Dự án chung cư Khánh Hội 2. Dự án này đã hoàn thành 100% hạng mục và bán hết toàn bộ số căn hộ. Do vậy, 50% doanh thu còn lại sẽ được ghi nhận trong năm nay. Ngoài ra, chúng tôi được biết giá bán căn hộ hiện nay đã cao hơn giá dự kiến, do đó doanh thu và lợi nhuận từ Dự án này sẽ cao hơn kế hoạch, với doanh thu ước đạt gần 200 tỷ đồng.
- Với hoạt động đã đi vào ổn định, sản giao dịch bất động sản Khánh Hội tiếp tục mang lại ít nhất 12 tỷ đồng doanh thu – tương đương với năm 2008.
- Hoạt động chế biến lâm sản và thực phẩm sẽ diễn ra bình thường, không thua lỗ và công ty sẽ không phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho như năm trước.
- Khả năng hoàn nhập một phần dự phòng đầu tư tài chính với xu hướng phục hồi của thị trường chứng khoán như hiện nay.

Ngoài ra, nhìn dài hạn hơn, chúng tôi nhận thấy công ty có quỹ đất sạch khá lớn và có vị trí đẹp.

Một số dự án lớn sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận cho công ty trong các năm tới:

Tên dự án	Quy mô	Vị trí	Tổng mức đầu tư	Sở hữu	Tiến độ
Chung cư Khánh Hội 3	tổng diện tích sàn xây dựng 12.460m2, gồm 1 tầng hầm, và 12 tầng cao, quy mô 100 hộ	360G Bến Vân Đồn - Q.4 - TP.HCM	100 tỷ đồng	40%	đang san lấp mặt bằng Tháng 10/2010 hoàn thành
Cao ốc Văn phòng Khahomex-Savico	diện tích sàn 35.198 m2, gồm 1 tầng hầm và 25 tầng cao	56 Bến Vân Đồn- Q.4- TP.HCM	412 tỷ đồng	50%	đang làm tường vây, làm móng Tháng 10/2010 hoàn thành
Cao ốc văn phòng Lê Minh Xuân	diện tích sàn xây dựng 7.930,8m2, cao 12 tầng	9-15 Lê Minh Xuân Q.Tân Bình	72 tỷ đồng	30%	Đất sạch, chưa triển khai
Khahomex Plaza	quy mô 18 tầng + 1 trệt + lửng + 1 hoặc 2 hầm, diện tích sàn 41.000m2	360 Bến Vân Đồn	372 tỷ đồng	100%	Đất sạch, chưa triển khai

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng đặc biệt quan tâm đến sự phát triển của quận 4- địa bàn mà công ty hoạt động lâu năm. Quận 4 đã được quy hoạch trở thành quận Dịch vụ, là cánh tay nối dài của quận 1- nơi thu hút nhà đầu tư trong lĩnh vực tài chính- ngân hàng và dịch vụ. Sau khi Đại lộ Đông tây, Cầu Nguyễn Văn Cừ, Cầu Calmet hoàn thành xong (dự kiến cuối năm 2010), nối liền các quận 1, 2, 5, 8 và quận 4, cùng với việc cảng Sài gòn trở thành Cảng Du lịch thì các vị trí quỹ đất của KHA tại Bến Vân Đồn và Nguyễn Tất Thành- trung tâm quận 4 sẽ trở nên sáng giá hơn. Chúng tôi tin tưởng vào tiềm năng lợi nhuận mà các quỹ đất này mang lại cho công ty trong tương lai.

Rủi ro đầu tư

Ngoài rủi ro đặc thù của lĩnh vực kinh doanh bất động sản gắn liền với biến động của nền kinh tế, một số điểm đáng lưu tâm đối với KHA như sau:

- (1) Thiếu kinh nghiệm trong lĩnh vực Bất động sản: Việc KHA từ bỏ dần lĩnh vực truyền thống và chuyển hướng vào phát triển bất động sản là một thử thách rất lớn cho công ty khi gia nhập ngành với rất nhiều đối thủ cạnh tranh đã có nhiều năm kinh nghiệm như BCI, TDH... Tuy nhiên KHA cũng có lợi thế riêng chính là việc sở hữu quỹ đất sạch và có vị trí đẹp tại quận 4. Công ty cũng đã biết kết hợp phát triển dự án với một số các doanh nghiệp khác.
- (2) Khả năng tiếp cận và phát triển các quỹ đất mới: Hiện nay chúng tôi có một chút quan ngại về khả năng tiếp cận các quỹ đất mới của công ty trong tương lai sau khi đã sử dụng hết số quỹ đất sẵn có (khai thác cho đến năm 2015).

Định giá

Cổ phiếu KHA đang giao dịch ở P/E và P/B 2008 là 8,38 và 1,45 lần – là mức định giá khá rẻ so với ngành và so với thị trường chung (P/E trailing= 19.33, P/B trailing=2.34) dựa trên thống kê của VNDirect. Trên kết quả kinh doanh chúng tôi ước tính, P/E và P/B 2009 tương ứng là 5,84 và 1,35 lần - là mức định giá hợp lý xét tới tiềm năng doanh nghiệp trong tương lai.

Khuyến cáo :

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

Địa chỉ liên hệ:

Hà Nội

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng
Hà Nội – Việt Nam
Tel: +84-34-941 0510
Fax: +84-34-972 4600

TP. Hồ Chí Minh

51 Bến Chương Dương, Q1
TP.HCM – Việt Nam
Tel: +84-38-9.146.925
Fax: +84-38-9.146.922