

# Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc - CTCP

Mã giao dịch: KBC

Reuters: KBC.HM

Bloomberg: KBC VN

## Chất lượng lợi nhuận tốt hơn trong hai năm tới. Kế hoạch chia cổ tức tiền mặt.

**Hoạt động khai thác KCN được thúc đẩy bởi nguồn vốn FDI và các dự án công nghiệp chế biến và khoa học công nghệ cao.**

Trong những năm gần đây, Việt Nam là điểm đến hấp dẫn của các nhà đầu tư nước ngoài. Năm 2017, cả nước ghi nhận vốn FDI đăng ký đạt kỷ lục 35,9 tỷ USD (tăng 44,4% yoy) và FDI thực hiện là 17,5 tỷ USD (tăng 10,8% yoy).

Về cơ cấu FDI cả nước phân chia theo ngành, tỷ lệ FDI thuộc lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo và lĩnh vực chuyên môn, khoa học công nghệ đã tăng lên đạt 61% trong 4 tháng đầu năm 2018, so với 47% của năm 2017. Đây là điểm tích cực cho KBC do công ty luôn định hướng thu hút các doanh nghiệp công nghệ cao.

### Dự án KĐT Phúc Ninh mang lại nguồn thu lớn trong 2-3 năm tới.

Khu đô thị mới Phúc Ninh là một dự án được KBC theo đuổi từ lâu và đầu tư từ năm 2013. Tuy nhiên, quá trình triển khai dự án bị kéo dài và công tác bán hàng trong quá khứ không đạt kỳ vọng về giá bán và sản phẩm tiêu thụ. Từ năm 2017, thị trường bất động sản Bắc Ninh ghi nhận chuyển biến khả quan nên Công ty triển khai trở lại với dự án KĐT Phúc Ninh. Điểm lợi thế dự án là vị trí ngay trung tâm Thành phố Bắc Ninh, quy hoạch bài bản và đặc biệt là chi phí đất của dự án ở mức thấp (khoảng hơn 3 triệu đồng/m<sup>2</sup>) do quỹ đất được đền bù trước đây.

### Kết quả kinh doanh 2018 – 2019 tăng trưởng mạnh từ hoạt động kinh doanh chính.

Chúng tôi nhận thấy thu nhập của KBC trong hai năm tới sẽ có chất lượng tốt hơn thay vì hoạt động ghi nhận một lần (bán tài sản) như năm 2017. Hoạt động cho thuê KCN là động lực tăng trưởng chính nhờ nhu cầu tốt ở các KCN hiện hữu và đầu tư mới ở các KCN như Nam Sơn Hạp Lĩnh, Trảng Duệ giai đoạn 3. Ngoài ra, hoạt động kinh doanh khu đô thị, cụ thể là dự án Phúc Ninh dự kiến cũng đóng góp đáng kể doanh thu và lợi nhuận trong ba năm tới.

KBC dự báo sẽ ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong năm 2018. Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của KBC tăng trưởng gấp đôi, đạt 2.560 tỷ đồng nhờ đóng góp từ KCN Quang Châu, KCN Quế Võ và dự án Phúc Ninh. Doanh thu của các hoạt động còn lại giảm 17% yoy do KBC ưu tiên cho thuê nhà xưởng hơn là bán nhà xưởng. LNST dự báo đạt 786 tỷ đồng, tăng 27% yoy và EPS 2018 đạt 1.616 đồng/cp.

### Tình hình tài chính an toàn, kế hoạch chia cổ tức tiền mặt 2018

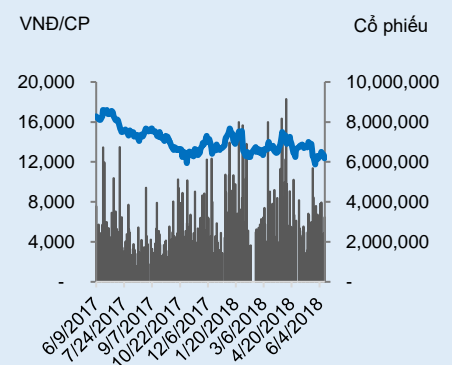
So với các KCN khác, KBC sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn trong khi các KCN khác rất ít sử dụng nợ vay. Tại 31/12/2017, tổng nợ vay ngân hàng ngắn và dài hạn là hơn 2.700 tỷ đồng. Nguyên nhân là do tiến độ triển khai dự án Trảng Cát

Khuyến nghị	<b>OUTPERFORM</b>
Giá kỳ vọng (VND)	<b>18.638</b>
Giá thị trường (12/6/2018)	12.350
Lợi nhuận kỳ vọng	50,9%

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	11.750-17.200
Vốn hóa	5.802 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	469.760.189
KLGD bình quân 10 ngày	2.614.828
% sở hữu nước ngoài	17,41%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,1

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
KBC	-9,5%	-9,2%	-8,5%	-7,5%
VN-Index	2,5%	-3,2%	-11,3%	10,1%

Chuyên viên phân tích

**Thái Anh Hào**

(84 8) 3914.6888 ext 254

thaianhhao@baoviet.com.vn

không như kế hoạch nên KBC đang bị ngâm vốn hơn 3.400 tỷ đồng ở dự án này. Bù lại, dự án này có giá vốn thấp nhờ đã đền bù đất từ năm 2011. Do vậy, câu chuyện của Trảng Cát là câu chuyện dài hạn và trước mắt thì KBC cần sử dụng nguồn vốn vay để tài trợ cho các dự án khác của mình. Tuy thế, chúng tôi đánh giá nợ vay ngân hàng của KBC cũng ở tỷ lệ vừa phải, chiếm khoảng 33% so với vốn chủ sở hữu.

KBC có thể lần đầu chia cổ tức tiền mặt cho cổ đông kể từ khi niêm yết. Điều này ít nhiều cho thấy tín hiệu tốt về bức tranh kinh doanh nói chung, tình hình tài chính của Tập đoàn nói riêng. Tỷ lệ chia cổ tức 2017 là 30%, trong đó công ty cân đối nguồn tiền để chi trả tiền mặt tỷ lệ tối thiểu 10%, tương đương khoảng 470 tỷ đồng. Đánh giá của BVSC với dòng tiền từ dự án Phúc Ninh (2018: 840 tỷ đồng và 2019: 1.000 tỷ đồng), cùng với các KCN thì công ty sẽ có thể chi trả mức cổ tức kế hoạch trên.

Ngoài ra, tình hình tài chính sẽ cải thiện đáng kể nếu chuyển nhượng được dự án Khu dân cư Trảng Duệ - Hải Phòng. Với dự án này, KBC có kế hoạch chuyển nhượng cả dự án cho đơn vị phát triển khác vì ưu tiên thu được tiền về ngay thay vì phải tiếp tục đầu tư phát triển. Giá trị chuyển nhượng của dự án có thể đạt hơn 1.200 tỷ đồng.

#### Định giá cổ phần hấp dẫn.

Chúng tôi sử dụng phương pháp NAV và so sánh P/E để định giá cổ phiếu KBC. Kết hợp hai phương pháp này chỉ ra giá trị hợp lý của cổ phiếu là 18.638 đồng/cp, cao hơn 50,9% so với giá thị trường.

**Khuyến nghị.** BVSC cho rằng thu nhập của KBC trong 2018 và 2019 sẽ có chất lượng tốt hơn thay vì hoạt động ghi nhận một lần (bán tài sản) như năm 2017. Hoạt động cho thuê KCN và hoạt động kinh doanh khu đô thị là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới. Cùng với đó, kế hoạch chia cổ tức bằng tiền mặt cho thấy bức tranh tích cực hơn đối với triển vọng kinh doanh và khả năng cân đối dòng tiền của doanh nghiệp.

Với kết quả định giá theo phương pháp NAV và P/E, giá trị hợp lý của cổ phiếu KBC là 18.638 đồng/cp, cao hơn 50,9% so với giá thị trường. Chúng tôi kỳ vọng, với dòng vốn FDI tiếp tục gia tăng vào những ngành mũi nhọn của Kinh Bắc, nhu cầu thuê đất KCN tăng trưởng tốt và lợi nhuận từ dự án Phúc Ninh yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu KBC. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu KBC cho mục tiêu trung và dài hạn với thời gian nắm giữ 6 – 12 tháng.

#### Một số chỉ tiêu tài chính

Chỉ số tài chính	2016	2017	2018F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.972	1.260	2.560
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	557	585	759
EPS (đồng/cổ phần)	1.186	1.244	1.616
P/E (x)	10,70	10,21	7,86
P/B (x)	1,52	0,78	0,73

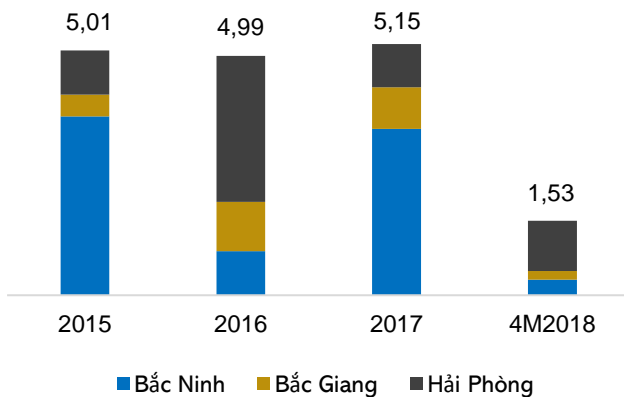
## Hoạt động khai thác KCN được thúc đẩy bởi nguồn vốn FDI và các dự án công nghiệp chế biến và khoa học công nghệ cao

**Vốn FDI vẫn tích cực vào 3 tỉnh Bắc Ninh, Hải Phòng, Bắc Giang, đặc biệt tập trung vào lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo, công nghệ cao.**

Trong những năm gần đây, Việt Nam là điểm đến hấp dẫn của các nhà đầu tư nước ngoài. Năm 2017, cả nước ghi nhận vốn FDI đăng ký đạt kỷ lục 35,9 tỷ USD (tăng 44,4% yoy) và FDI thực hiện là 17,5 tỷ USD (tăng 10,8% yoy). Còn trong 4 tháng đầu năm 2018, lượng vốn FDI đăng ký giảm 23,9% so với năm trước, còn 8,1 tỷ USD. Nguyên nhân là do đầu năm 2017 ghi nhận một dự án có giá trị lớn, là Samsung Display Việt Nam điều chỉnh tăng vốn đầu tư thêm 2,5 tỷ USD. Riêng FDI thực hiện 4M2018 vẫn tăng trưởng 6,3% so với năm trước, đạt 5,1 tỷ USD.

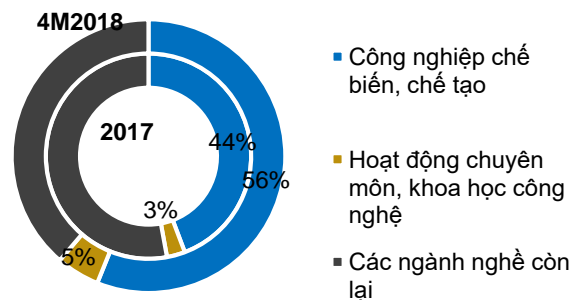
Chúng tôi nhận thấy, lượng FDI đăng ký ở ba tỉnh Bắc Ninh, Hải Phòng, Bắc Giang (là các tỉnh mà KBC tập trung phát triển KCN), khi xét riêng từng tỉnh thì khá là trời sạt, nhưng tổng chung lại thì vẫn có sự ổn định. Về cơ cấu FDI cả nước phân chia theo ngành, tỷ lệ FDI thuộc lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo và lĩnh vực chuyên môn, khoa học công nghệ đã tăng lên đạt 61% trong 4 tháng đầu năm 2018, so với 47% của năm 2017. Đây là điểm tích cực cho KBC do công ty luôn định hướng thu hút các doanh nghiệp công nghệ cao.

**FDI đăng ký (tỷ USD)**



Nguồn: BVSC

**Cơ cấu FDI đăng ký theo ngành**



Nguồn: FIA

### KCN Quế Võ và KCN Trảng Duệ – thủ phủ của Samsung, LG và công ty vệ tinh tại Việt Nam.

Bắc Ninh và Hải Phòng, lần lượt, là điểm đến đầu tư của hai tập đoàn điện tử, công nghệ cao là Samsung và LG, với tổng mức đầu tư đăng ký đến nay đạt 13,05 tỷ USD. Sự xuất hiện của Samsung và LG đã kéo theo làn sóng đầu tư của các doanh nghiệp công nghiệp hỗ trợ để tham gia vào chuỗi cung ứng linh kiện phụ trợ (hay còn gọi là “công ty vệ tinh”) cho hai tập đoàn này. Hiện nay, số lượng công ty vệ tinh cho Samsung rất lớn, khoảng 300 công ty. Theo chia sẻ của KBC, khoảng một nửa trong số đó đang đầu tư vào KCN Quế Võ. Nhờ vậy nên tỷ lệ lấp đầy ở KCN Quế Võ rất cao. Còn tập đoàn LG tuy chỉ mới đầu tư từ năm 2015 nhưng đã có ba nhà

máy ở KCN Trảng Duệ, với tổng mức đầu tư khoảng 4,05 tỷ USD. Và tập đoàn này còn có ý định tiếp tục đầu tư vào Việt Nam đến năm 2028. Do đó, trong tương lai KCN Trảng Duệ sẽ hưởng lợi rất lớn từ việc đầu tư của LG và các công ty vệ tinh cho LG. Hiện nay, KBC đang xin giấy phép đầu tư mở rộng KCN Trảng Duệ giai đoạn 3 có tổng diện tích 687 ha. Dự án đã được chính quyền Hải Phòng thông qua và còn chờ Thủ tướng phê duyệt.

### Các dự án lớn của Samsung và LG tại Bắc Ninh và Hải Phòng

Dự án	Thời gian	Địa điểm	Vốn đầu tư (tỷ USD)	Sản phẩm chính
Samsung Electronics Việt Nam (SEV)	2009 - 2014	Bắc Ninh	2,5	Điện thoại di động, linh kiện điện tử
Samsung Display Việt Nam (SDV)	2015 - 2017	Bắc Ninh	6,5	Màn hình công nghệ cao cho các thiết bị di động
LG Electronics	2015	Hải Phòng	1,5	Thiết bị điện tử gia dụng
LG Display	2016	Hải Phòng	1,5	Màn hình OLED công nghệ cao cho các thiết bị di động
LG Innotek	2016 - 2018	Hải Phòng	1,05	Mô đun camera

*Nguồn: BVSC tổng hợp*

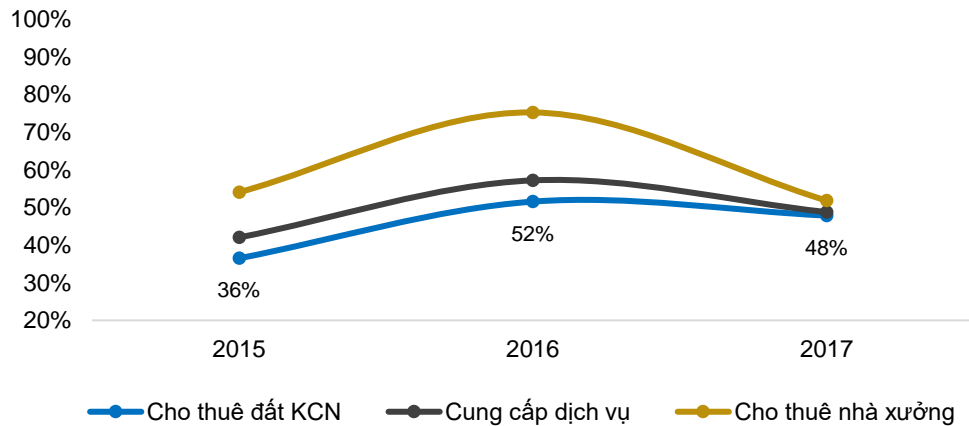
### KCN Quang Châu và KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh, tiềm năng kế tiếp cho KBC.

Về KCN Quang Châu (Bắc Giang), khu công nghiệp có vị trí khá thuận lợi khi nằm sát tỉnh Bắc Ninh và gần với các nhà máy của Samsung (ở KCN Yên Phong). Trong Q1/2018, Samkwang, một doanh nghiệp vệ tinh cấp 1 quan trọng của Samsung, đã thuê 10 ha ở KCN Quang Châu. Dự án của Samkwang có vốn đầu tư 150 triệu USD trong giai đoạn đầu và dự kiến tăng lên 250 triệu USD trong các giai đoạn tiếp theo. Nhờ đó, KCN Quang Châu có thể thu hút được thêm các vệ tinh cấp 2 đầu tư vào đây. Ngoài ra, dự án của nhà đầu tư JA Solar Việt Nam đã được triển khai trở lại từ đầu năm 2018, sau khi báo cáo đánh giá tác động môi trường (ĐTM) của dự án này được phê duyệt. Đây là dự án sản xuất pin năng lượng mặt trời, mức đầu tư là 280 triệu USD. Trước đó, dự án đã tạm ngừng thi công xây dựng vào đầu năm 2017 do thiếu báo cáo ĐTM. KBC đã bàn giao 18 ha cho JA Solar trong năm 2016, trong khi tổng diện tích dự án này dự kiến lên đến 88 ha. Tương tự JA Solar, còn có ZYF Quốc Tế đã ký hợp đồng nguyên tắc thuê 108 ha và đã bàn giao 20 ha. Do đó, trong tương lai chúng tôi cho rằng KCN Quang Châu sẽ hưởng lợi từ những khách hàng tiềm năng trên.

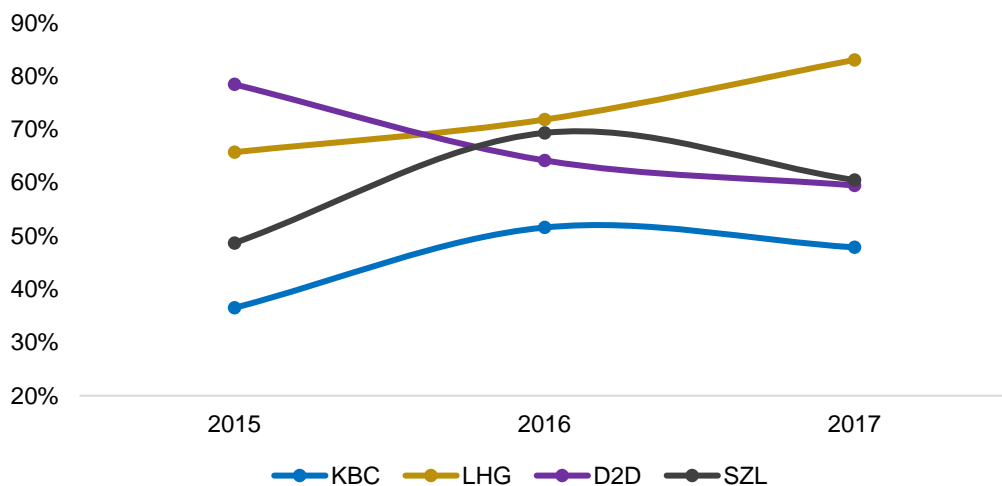
KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh (Bắc Ninh) có tổng diện tích 281 ha. Đến nay thì KBC đã đền bù khoảng 100 ha, trong đó khoảng 65% là đất thương phẩm. Vì là khu công nghiệp mới nên Nam Sơn Hạ Lĩnh cần thu hút được ít nhất một nhà đầu tư đủ lớn để làm bàn đạp cho việc thu hút các khách hàng khác. KBC hiện đang làm việc với một doanh nghiệp thuộc lĩnh vực Logistics, dự kiến thuê 20 ha trong năm nay. Chúng tôi cho rằng, do khối lượng công việc của KBC năm nay khá lớn nên việc thương thảo và chốt hợp đồng giữa KBC và doanh nghiệp trên có thể kéo dài sang năm 2019. Giá cho thuê dự kiến khoảng 70 USD/m<sup>2</sup>.

**Biên lợi nhuận gộp ở mức hợp lý, tương đương so với thị trường.**

KBC có tỷ lệ lợi nhuận gộp trong ba năm vừa qua rất tốt, trung bình khoảng 50%. Trong đó, hoạt động cho thuê nhà xưởng có biên gộp khá cao, trung bình đạt khoảng 60%; hoạt động cho thuê đất KCN có biên gộp vào khoảng 50%.

**Biên gộp các mảng hoạt động KBC**


So với các KCN khác như Long Hậu, Sonadezi hay D2D, biên lợi nhuận gộp hoạt động cho thuê KCN của Kinh Bắc ghi nhận thấp hơn. Tuy nhiên, kết quả này đến từ một số nguyên nhân: i) Long Hậu thu hồi đất của một số khách hàng đã thuê nhưng không triển khai dự án và bán lại cho khách hàng khác, dẫn đến biên gộp của LHG tăng đột biến trong năm 2016 và 2017, và ii) Các KCN của Sonadezi và D2D đã triển khai từ lâu và ghi nhận theo phương pháp 50 năm nên biên gộp còn cao; iii) Sự khác biệt trong đối tượng khách hàng khi KBC tập trung doanh nghiệp với diện tích cho thuê lớn nên công ty chấp nhận mức sinh lợi hợp lý để quay vòng vốn, đền bù quỹ đất mới. Do đó, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của KBC là phù hợp với chiến lược của công ty nhưng vẫn ở mức hấp dẫn so với những ngành kinh doanh khác.

**So sánh biên gộp mảng cho thuê KCN**


## Dự án KĐT Phúc Ninh mang lại nguồn thu lớn trong 2-3 năm tới

Khu đô thị mới Phúc Ninh là một dự án được KBC theo đuổi từ lâu và đầu tư từ năm 2013. Tuy nhiên, quá trình triển khai dự án bị kéo dài và công tác bán hàng trong quá khứ không đạt kỳ vọng về giá bán và sản phẩm tiêu thụ. Từ năm 2017, thị trường bất động sản Bắc Ninh ghi nhận chuyển biến khả quan nên Công ty triển khai trở lại với dự án KĐT Phúc Ninh. Điểm lợi thế dự án là vị trí ngay trung tâm Thành phố Bắc Ninh, quy hoạch bài bản và đặc biệt là chi phí đất của dự án ở mức thấp (khoảng hơn 3 triệu đồng/m<sup>2</sup>) do quỹ đất được đền bù trước đây.

### Tiến độ triển khai KĐT Phúc Ninh

Đơn vị: ha	Diện tích	Diện tích thương phẩm	Diện tích đã bán (đến 31/12/2017)	Diện tích thương phẩm còn lại
- Giai đoạn 1	6,2	3,5	1,59	1,9
- Giai đoạn 2	22,0	10,4	-	10,4

*Nguồn: KBC*

Đến thời điểm hiện tại, 3,5 ha đất thương phẩm, trong tiểu khu 6,2 ha giai đoạn 1, đã được bán hết. Như vậy, diện tích còn phải ghi nhận trong thời gian tới là 1,2 ha (cuối năm 2017 và Q1/2018 đã ghi nhận 2,3 ha) do công ty đang xây dựng nhà thô để bàn giao cho khách hàng. Về giai đoạn 2 có tổng diện tích 22 ha với 10,4 ha đất thương phẩm, KBC dự kiến sẽ ghi nhận thêm khoảng 3 ha nữa trong năm nay. Công ty chia sẻ tổng giá trị hợp đồng đặt cọc của dự án (kể từ khi chào bán) đã đạt khoảng 1.616 tỷ đồng và sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2018 và 2019. Giá bán trung bình đạt trên 20 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Theo ghi nhận của chúng tôi, đất nền của dự án Phúc Ninh hiện có giá chào bán thứ cấp khoảng 24-27 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Do vậy, chúng tôi tin tưởng mức giá sơ cấp trên là hợp lý. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp của dự án năm nay có thể cao hơn năm 2017 do hình thức phân phối năm nay là bán lẻ thay vì bán sỉ như năm trước.

Dự án Phúc Ninh dự kiến đóng góp doanh thu lớn trong 2-3 năm tới cho KBC từ 12,3 ha đất thương phẩm còn lại (GD 1: 1,9 ha và GD 2: 10,4 ha). Chúng tôi đưa ra dự báo như bảng dưới đây. Sau đó, quỹ đất thương phẩm của Phúc Ninh vẫn còn để ghi nhận trong dài hạn vì tổng diện tích thương phẩm theo kế hoạch của dự án lên đến 45 ha. Tuy nhiên, biên lợi nhuận trong dài hạn có thể thấp hơn hiện nay vì i) giá đất đền bù tăng (đền bù 80/136ha toàn dự án) và ii) quỹ đất được quy hoạch phát triển khu căn hộ sẽ có giá bán thấp hơn.

### Dự báo doanh thu dự án Phúc Ninh

Chỉ tiêu	Đơn vị	2017	2018F	2019F	2020F
Diện tích kinh doanh	ha	1,6	4,2	5,0	3,1
<b>Doanh thu</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>233</b>	<b>840</b>	<b>1.000</b>	<b>622</b>

*Nguồn: BVSC dự báo*

## Kết quả kinh doanh 2018 – 2019 tăng trưởng mạnh từ hoạt động kinh doanh chính

Chúng tôi nhận thấy thu nhập của KBC trong hai năm tới sẽ có chất lượng tốt hơn thay vì hoạt động ghi nhận một lần (bán tài sản) như năm 2017. Hoạt động cho thuê KCN là động lực tăng trưởng chính nhờ nhu cầu tốt ở các KCN hiện hữu và đầu tư mới ở các KCN như Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tràng Duệ giai đoạn 3. Ngoài ra, hoạt động kinh doanh khu đô thị, cụ thể là dự án Phúc Ninh dự kiến cũng đóng góp đáng kể doanh thu và lợi nhuận trong ba năm tới.

### Kết quả kinh doanh Q1 khả quan, lợi nhuận sau thuế tăng 28% yoy

KBC công bố kết quả kinh doanh Q1/2018 tăng trưởng tốt, báo hiệu một năm kinh doanh với triển vọng tích cực. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Q1/2018 đạt 651 tỷ đồng (tăng 49,6% yoy) và 230 tỷ đồng (tăng 27,4% yoy). Với kết quả như trên, công ty đã hoàn thành 25% kế hoạch doanh thu và 29% kế hoạch lợi nhuận.

Nhu cầu thuê đất KCN trong kỳ diễn ra khá thuận lợi, với khoảng 33 ha được cho thuê (kế hoạch cả năm 2018 là 105 ha), trong khi diện tích cho thuê cả năm 2017 chỉ đạt 41,7 ha. Cụ thể, trong Q1/2018 công ty đã cho thuê ở KCN Quang Châu là 11 ha, Quế Võ là 11,7 ha, Tràng Duệ là 6,2 ha và Tân Phú Trung là 3,8 ha. Bên cạnh đó, công ty cũng đã bán 0,7 ha đất khu đô thị của dự án Phúc Ninh.

Đơn vị: tỷ đồng	Q1/2018	% thay đổi cùng kỳ	2018 KH	% hoàn thành kế hoạch
Doanh thu thuần	651	+49,6%	2.600	25%
LNST	230	+27,4%	800	29%

Nguồn: KBC

### Doanh thu năm 2018 có thể tăng gấp hai lần, lợi nhuận sau thuế tăng 27% yoy.

BVSC cho rằng với tình hình cho thuê KCN đang diễn ra khả quan và tiến độ bán hàng tốt ở dự án Phúc Ninh, thì KBC nhiều khả năng sẽ ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong năm 2018. Và kết quả này đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi thay vì khoản lợi nhuận tài chính từ việc chuyển nhượng tài sản (dự án Hoa Sen). Chúng tôi dự báo doanh thu 2018 của KBC tăng trưởng gấp đôi, đạt 2.560 tỷ đồng nhờ đóng góp từ KCN Quang Châu, KCN Quế Võ và dự án Phúc Ninh. Doanh thu của các hoạt động còn lại giảm 17% yoy do KBC ưu tiên cho thuê nhà xưởng hơn là bán nhà xưởng. LNST dự báo đạt 786 tỷ đồng, tăng 27% yoy và EPS 2018 đạt 1.616 đồng/cp.

**Dự báo kết quả kinh doanh 2018**

Đơn vị: tỷ đồng	2017	2018F	% thay đổi	% kế hoạch 2018
<b>Diện tích kinh doanh (ha)</b>				
KCN Quang Châu	5,9	30,0	408%	
KCN Quế Võ	4,7	20,0	326%	
KCN Trảng Duệ	16,6	20,0	20%	
KCN Tân Phú Trung	14,5	15,0	3%	
KĐT Phúc Ninh	1,6	4,2	164%	
<b>Doanh thu</b>	<b>1.260</b>	<b>2.560</b>	<b>103%</b>	<b>98,4%</b>
KCN Quang Châu	86	444	416%	
KCN Quế Võ	97	373	285%	
KCN Trảng Duệ	309	387	25%	
KCN Tân Phú Trung	225	256	14%	
KĐT Phúc Ninh	233	840	261%	
Khác	311	259	-17%	
<b>LNST</b>	<b>619</b>	<b>786</b>	<b>27%</b>	<b>98,2%</b>
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>1.244</b>	<b>1.616</b>	<b>30%</b>	

Nguồn: BVSC dự báo

**Lợi nhuận sau thuế 2019 kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng tương đương 2018.**

Cho năm 2019, trên cơ sở nhu cầu thuê KCN ổn định và đóng góp doanh thu từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (320 tỷ đồng) và KĐT Phúc Ninh (1.000 tỷ đồng), BVSC kỳ vọng lợi nhuận sau thuế 2019 có thể duy trì tốc độ tăng trưởng tương đương năm 2018. Cụ thể, chúng tôi dự báo doanh thu 2019 tăng 27% yoy, đạt 3.250 tỷ đồng và LNST đạt 1.008 tỷ đồng, tăng 28% yoy.

**Tình hình tài chính an toàn, kế hoạch chia cổ tức tiền mặt 2018**
**Tỷ lệ đòn bẩy ở mức vừa phải, cổ tức 2018 dự kiến 10-15% tiền mặt.**

So với các KCN khác, KBC sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn trong khi các KCN khác rất ít sử dụng nợ vay. Tại 31/12/2017, tổng nợ vay ngân hàng ngắn và dài hạn là hơn 2.700 tỷ đồng. Nguyên nhân là do tiến độ triển khai dự án Trảng Cát không như kế hoạch nên KBC đang bị ngâm vốn hơn 3.400 tỷ đồng ở dự án này. Đây chủ yếu là chi phí đền bù giải phóng mặt bằng. Bù lại, dự án này có giá vốn thấp nhờ đã đền bù đất từ năm 2011. Do vậy, câu chuyện của Trảng Cát là câu chuyện dài hạn và trước mắt thì KBC cần sử dụng nguồn vốn vay để tài trợ cho các dự án khác của mình. Tuy thế, chúng tôi đánh giá nợ vay ngân hàng của KBC cũng ở tỷ lệ vừa phải, chiếm khoảng 33% so với vốn chủ sở hữu.

KBC có thể lần đầu chia cổ tức tiền mặt cho cổ đông kể từ khi niêm yết. Điều này ít nhiều cho thấy tín hiệu tốt về bức tranh kinh doanh nói chung, tình hình tài chính của Tập đoàn nói riêng.



Tỷ lệ chia cổ tức 2017 là 30%, trong đó công ty cân đối nguồn tiền để chi trả tiền mặt tỷ lệ tối thiểu 10%, tương đương khoảng 470 tỷ đồng. Đánh giá của BVSC với dòng tiền từ dự án Phúc Ninh (2018: 840 tỷ đồng và 2019: 1.000 tỷ đồng), cùng với các KCN thích hợp công ty sẽ có thể chi trả mức cổ tức kế hoạch trên

**Tình hình tài chính sẽ cải thiện đáng kể nếu chuyển nhượng được dự án Khu dân cư Tràng Duệ - Hải Phòng.**

Dự án khu dân cư Tràng Duệ có quy mô 42 ha, trong đó diện tích thương phẩm khoảng 21 ha. Vị trí dự án nằm tại xã Lê Lợi và xã Quốc Tuấn, huyện An Dương, cách TP. Hải Phòng khoảng 15 km và gần KCN Tràng Duệ. Với dự án này, KBC có kế hoạch chuyển nhượng cả dự án cho đơn vị phát triển khác vì ưu tiên thu được tiền về ngay thay vì phải tiếp tục đầu tư phát triển. Và đây là dự án chủ yếu phục vụ công nhân nên sẽ phù hợp hơn đối với các đơn vị phát triển đô thị chuyên nghiệp, nếu KBC thực hiện thì biên lợi nhuận sẽ không cao.

KBC cho biết giá đất tại khu vực trên có giá khoảng 6 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Từ đó, giá trị chuyển nhượng của dự án có thể đạt hơn 1.200 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp khoảng 50%. KBC có kế hoạch chuyển nhượng dự án trong năm 2019. Đây cũng là nguồn tiền tài trợ cho mức cổ tức 10% tiền mặt cho năm tới 2019. Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa doanh thu của dự án trên vào mô hình dự báo.

**Định giá cổ phần hấp dẫn**

Chúng tôi sử dụng phương pháp NAV và so sánh P/E để định giá cổ phiếu KBC. Kết hợp hai phương pháp này chỉ ra giá trị hợp lý của cổ phiếu là 18.636 đồng/cp, cao hơn 50,9% so với giá thị trường.

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ**

Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- NAV	22.736	50%	11.368
- PE 2018 @ 9(x)	14.540	50%	7.270
<b>Giá bình quân</b>			<b>18.638</b>

**Phương pháp NAV.**

- ❖ Chúng tôi định giá: i) Các KCN và KĐT dựa trên diện tích kinh doanh còn lại và đã đền bù để tìm ra phần lợi nhuận tiềm năng của từng dự án; và ii) Hoạt động cung cấp dịch vụ KCN và hoạt động cho thuê, bán nhà xưởng dựa trên phương pháp hệ số PE theo ngành.
- ❖ Một số giả định sau: (1) Chi phí bán hàng và quản lý trung bình 10% doanh thu, (2) Tỷ lệ chiết khấu khoản phải thu 15%; (3) Tỷ lệ chiết khấu tài sản dài hạn 20% - phản ánh các khoản đầu tư không hiệu quả như Sài Gòn Tel, CTCP Khoáng sản Sài Gòn – Quy Nhơn.
- ❖ P/E trung vị ngành là 9,0 lần.
- ❖ Dự án Tràng Duệ 3 chưa đưa vào mô hình do còn chờ phê duyệt.

**Định giá NAV**

STT	Khoản mục (đơn vị: tỷ đồng)	Tỷ lệ lợi ích của KBC	Giá trị sổ sách @ 31/12/2017	Giá trị đánh giá lại
<b>I</b>	<b>KCN &amp; KĐT</b>			<b>9.086</b>
1	TÀI SẢN		15.780	16.577
1.1	Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn		506	506
1.2	Khoản phải thu ngắn hạn		4.744	4.033
1.3	Hàng tồn kho		8.323	11.074
1.3.1	Khu công nghiệp			5.477
	- Quang Châu	78%	580	1.118
	- Quế Võ 1	100%	49	79
	- Quế Võ 2	100%	287	653
	- Nam Sơn Hạp Lĩnh	100%	290	562
	- Trảng Duệ 1	87%	4	9
	- Trảng Duệ 2	87%	214	383
	- Trảng Duệ 3	87%	-	-
	- Tân Phú Trung	72%	2.459	2.673
1.3.2	Khu đô thị			5.597
	- Phúc Ninh	100%	811	1.968
	- Trảng Duệ	87%	140	140
	- Trảng Cát	100%	3.475	3.475
	- Dự án khác	100%	14	14
1.4	Tài sản ngắn hạn khác		158	158
1.5	Tài sản dài hạn		2.050	1.640
2	NỢ PHẢI TRẢ		6.742	6.742
3	LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ		750	750
<b>II</b>	<b>MẢNG DỊCH VỤ, BÁN &amp; CHO THUÊ NHÀ XƯỞNG</b>			<b>763</b>
<b>III</b>	<b>GIÁ TRỊ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>		<b>8.288</b>	<b>10.681</b>
	<b>Giá trị mỗi cổ phần (đồng/cp)</b>			<b>22.736</b>

**Phương pháp so sánh P/E.**

Chúng tôi kết hợp phương pháp P/E để xác định giá trị hợp lý của KBC. Chúng tôi sử dụng P/E trailing 4 quý gần nhất của các doanh nghiệp trong ngành khu công nghiệp. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi sử dụng mức P/E trung vị, là mức thấp hơn so với P/E trung bình. Kết quả định giá P/E như sau:

**So sánh chỉ số P/E**

STT	Doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn chủ sở hữu	ROE (%)	TTM P/E
1	LHG	1.049	1.068	26,4%	4,8
2	VGC	9.909	6.868	13,0%	17,6
3	D2D	785	447	16,1%	11,4
4	IDV	473	215	40,2%	6,1
5	SZL	649	556	17,8%	6,7
6	TIX	1.113	652	11,1%	15,8
	<b>Trung bình</b>				<b>10,4</b>
	<b>Trung vị</b>				<b>9,0</b>
	<b>EPS 2018 (đồng/cp)</b>				<b>1.616</b>
	<b>Giá trị mỗi cổ phần (đồng/cp)</b>				<b>14.540</b>

**Khuyến nghị đầu tư**

BVSC cho rằng thu nhập của KBC trong 2018 và 2019 sẽ có chất lượng tốt hơn thay vì hoạt động ghi nhận một lần (bán tài sản) như năm 2017. Hoạt động cho thuê KCN và hoạt động kinh doanh khu đô thị là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới. Cùng với đó, kế hoạch chia cổ tức bằng tiền mặt cho thấy bức tranh tích cực hơn đối với triển vọng kinh doanh và khả năng cân đối dòng tiền của doanh nghiệp.

Với kết quả định giá theo phương pháp NAV và P/E, giá trị hợp lý của cổ phiếu KBC là 18.638 đồng/cp, cao hơn 50,9% so với giá thị trường. Chúng tôi kỳ vọng, với dòng vốn FDI tiếp tục gia tăng vào những ngành mũi nhọn của Kinh Bắc, nhu cầu thuê đất KCN tăng trưởng tốt và lợi nhuận từ dự án Phúc Ninh yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu KBC. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu KBC cho mục tiêu trung và dài hạn với thời gian nắm giữ 6 – 12 tháng.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Doanh thu thuần	1.069	1.435	1.972	1.260
Giá vốn	481	861	865	611
Lợi nhuận gộp	588	573	1.107	650
Doanh thu tài chính	144	317	39	431
Chi phí tài chính	292	41	99	109
Lợi nhuận sau thuế	326	612	557	585

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	149	228	295	505
Các khoản phải thu ngắn hạn	663	494	1.096	1.216
Hàng tồn kho	7.616	8.364	8.244	8.323
Tài sản cố định hữu hình	139	141	124	118
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.518	893	893	912
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.066</b>	<b>13.654</b>	<b>14.658</b>	<b>15.780</b>
Nợ ngắn hạn	2.593	2.945	3.373	3.326
Nợ dài hạn	4.217	2.673	2.664	3.416
Vốn chủ sở hữu	6.256	8.036	8.621	9.038
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13.066</b>	<b>13.654</b>	<b>14.658</b>	<b>15.780</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-0,4%	34,2%	37,5%	-36,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	349,1%	87,9%	-8,9%	4,9%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	55,0%	40,0%	56,1%	51,6%
Lợi nhuận thuần biên (%)	30,5%	42,6%	28,3%	46,4%
ROA (%)	2,5%	4,6%	3,9%	3,8%
ROE (%)	6,3%	8,6%	6,7%	6,6%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,52	0,41	0,41	0,43
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,09	0,70	0,70	0,75
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	823	1.286	1.172	1.229
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.811	16.893	18.123	18.999

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Thái Anh Hào**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

[luuvanluong@baoviet.com.vn](mailto:luuvanluong@baoviet.com.vn)**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

[nguyenthuha@baoviet.com.vn](mailto:nguyenthuha@baoviet.com.vn)**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

[chethimaitrang@baoviet.com.vn](mailto:chethimaitrang@baoviet.com.vn)**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

[nguyentientung@baoviet.com.vn](mailto:nguyentientung@baoviet.com.vn)**Nguyễn Bình Nguyên**

Cao su tự nhiên

[nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn](mailto:nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn)**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

[ledangphuong@baoviet.com.vn](mailto:ledangphuong@baoviet.com.vn)**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

[nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn](mailto:nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn)**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

[lethanhhoa@baoviet.com.vn](mailto:lethanhhoa@baoviet.com.vn)**Trương Sỹ Phú**

Ô tô &amp; Phụ tùng, Dệt may

[truongsyphu@baoviet.com.vn](mailto:truongsyphu@baoviet.com.vn)**Hà Thị Thu Hằng**

Dược, Vận tải

[hathithuhang@baoviet.com.vn](mailto:hathithuhang@baoviet.com.vn)**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

[thaianhhao@baoviet.com.vn](mailto:thaianhhao@baoviet.com.vn)

#### Bộ phận Ví mô & Thị trường

**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trưởng

[bachngocthang@baoviet.com.vn](mailto:bachngocthang@baoviet.com.vn)**Trần Hải Yến**

Chuyên viên ví mô

[tranhaiyen@baoviet.com.vn](mailto:tranhaiyen@baoviet.com.vn)**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

[tranducanh@baoviet.com.vn](mailto:tranducanh@baoviet.com.vn)**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

[tranxuanbach@baoviet.com.vn](mailto:tranxuanbach@baoviet.com.vn)



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888