



TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC - CTCP (KBC: HSX)

KB Securities

HƯỞNG LỢI TỪ DÒNG VỐN FDI

BÁO CÁO LẦN ĐẦU
20/03/2019

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích
ngaphb@kbsec.com.vn

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

KBC đã tích lũy và sở hữu quỹ đất KCN với giá thấp từ trước có lợi thế so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Nhu cầu về BĐS công nghiệp ngày càng gia tăng.

Doanh thu năm 2019 có thể sụt giảm nhẹ, nhưng được kì vọng sẽ phục hồi trong những năm tới khi KCN Tràng Duệ 3 đi vào hoạt động.

Rủi ro luôn hiện hữu.

KBC là doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực BĐS công nghiệp với quỹ đất lên tới 5,174ha, chiếm gần 5.5% diện tích đất Khu công nghiệp (KCN) của cả nước và 1100ha đất Khu đô thị (KĐT) từ Bắc vào Nam, đủ để phát triển trong vòng 10 năm tới.

Theo đánh giá của chúng tôi, mảng hoạt động cho thuê đất KCN của KBC đã và đang được hưởng lợi từ (1) Dòng vốn đầu tư FDI vào Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ở mức khả quan (2) Quỹ đất lớn hiện có (3) Cơ sở hạ tầng phía Bắc ngày càng được cải thiện (4) Sự dịch chuyển nhà máy sản xuất từ Trung Quốc (5) Số lượng vệ tinh của Samsung và LG tăng.

Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi doanh thu cho thuê đất KCN có thể giảm nhẹ trong năm 2019 do các KCN nổi bật trong việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài như Quế Võ và Tràng Duệ gần như đã được lấp đầy và đã được ghi nhận doanh thu trong các năm trước. Trong khi đó, doanh thu từ bán đất KĐT Phúc Ninh dự kiến tăng cao. Cho năm 2019, KBSV dự báo doanh thu năm 2019 của KBC đạt 2403 tỷ VND, giảm 4% yoy và LNST đạt 672.7 tỷ VND, giảm 10% yoy.

Doanh thu cho thuê đất KCN kì vọng tăng trưởng tích cực trong trung hạn và dài hạn khi dự án Tràng Duệ 3 được cấp phép và đi vào khai thác trong năm 2019.

KBC phải đối mặt với những rủi ro như (1) Kết quả kinh doanh khó dự báo do cách ghi nhận doanh thu 1 lần (2) Những rủi ro liên quan đến pháp lý dự án hoặc vấn đề giải phóng mặt bằng.

Năm giũ

Giá mục tiêu	17,300VND
Tăng/Giảm	11.5%
Giá hiện tại (19/03/2019)	15,500VND
Giá mục tiêu	17,300VND
Vốn hóa thị trường	7281.3 tỷ VND (313.2 triệu USD)
Tỷ giá: 1USD= 23,250 VND	

Dự phóng doanh thu và định giá	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu (tỷ VND)	1260.2	2505.87	2403	2726
Tốc độ tăng trưởng (%)	36.1%	98.8%	-4.1%	13.4%
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	649.67	1467.01	1297	1418
Biên lợi nhuận gộp (%)	51.6%	58.5%	54%	52%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	584.52	747.44	672.7	744.4
Tốc độ tăng trưởng (%)	5%	27.9%	-10%	10.7%
EPS(VND)	1244	1591	1432	1585
Tăng trưởng EPS	5%	27.9%	-10%	10.7%
P/E	11.8	9.2	10.8	9.8

Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	469,760,189
KLGD TB 3M	3,104,371
% sở hữu nước ngoài	20%

% thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
KBC	5%	11%	24%	15%
VN-INDEX	-8%	4.6%	-8%	6%



Nguồn: Fiinpro, KBSV

TCT PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC - CTCP

I. THÔNG TIN TỔNG QUAN

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN

Bảng 1: Lịch sử hình thành và phát triển của KBC

2002	<ul style="list-style-type: none"> Tiền thân là CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc được thành lập Được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt thành lập và giao cho KBC làm CĐT dự án KCN Quế Võ
2007	<ul style="list-style-type: none"> Niêm yết tại Sở GDCK Hà Nội mã chứng khoán: KBC
2009	<ul style="list-style-type: none"> Đổi tên thành TCT Phát triển Đô thị Kinh Bắc - CTCP Chuyển sàn niêm yết sang HSX
2013	<ul style="list-style-type: none"> LG Electronics ký hợp đồng đầu tiên để thuê 40ha tại KCN Tràng Duệ
2014	<ul style="list-style-type: none"> Tập đoàn LG thuê thêm 40ha tại KCN Tràng Duệ
2015	<ul style="list-style-type: none"> Tăng vốn điều lệ lên 4,775 tỷ VND
2016	<ul style="list-style-type: none"> Ký biên bản ghi nhớ với chính quyền Hải Phòng để phát triển thêm 600ha đất cho giai đoạn 3 của KCN Tràng Duệ
2017	<ul style="list-style-type: none"> LG Innotek tiếp tục thuê thêm 7.2ha tại KCN Tràng Duệ Hanwha Techwin chính thức đầu tư dự án tại KCN Quế Võ
2018	<ul style="list-style-type: none"> Ký biên bản ghi nhớ với Samkwang Co., LTD (Hàn Quốc) cho thuê đất tại KCN Quang Châu

Nguồn: KBC

CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP VÀ CƠ CẤU SỞ HỮU

Tính đến ngày 31/12/2018, Tổng công ty Phát triển đô thị Kinh Bắc – CTCP có 06 công ty con (Bảng 2).

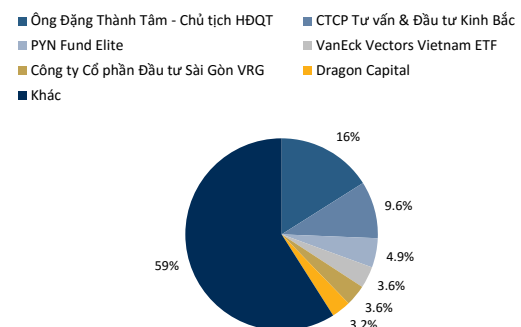
KBC có vốn điều lệ tính tới thời điểm hiện tại là 4,757 tỷ VND trong đó ông Đặng Thành Tâm nắm giữ 16%, CTCP Tư vấn & Đầu tư Kinh Bắc nắm giữ 9.6%, các quỹ PYN Fund Elite, VNMETF và Dragon Capital nắm lần lượt 4.9%, 3.6% và 3.2% (Biểu đồ 3).

Bảng 2: Công ty con

Công ty con	Tỷ lệ sở hữu (%)
CTCP KCN Sài Gòn - Bắc Giang	80.80%
CTCP KCN Sài Gòn - Hải Phòng	86.54%
CTCP Phát triển Đô thị Sài Gòn - Tây Bắc	74.30%
CT TNHH MTV Phát triển Đô thị Tràng Cát	100%
CT TNHH MTV Đầu tư NGD	100%
CT TNHH MTV Kinh doanh Văn phòng	100%
Nhà xưởng Kinh Bắc	100%

Nguồn: KBC

Biểu đồ 3: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: KBC

NGÀNH NGHỀ KINH DOANH VÀ VỊ THẾ DOANH NGHIỆP

Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của KBC là đầu tư và phát triển hạ tầng Khu công nghiệp gắn liền với phát triển Khu đô thị và dịch vụ đi kèm. Hoạt động kinh doanh chính của KBC tập trung chủ yếu ở Bắc Ninh, Hải Phòng, Củ Chi, Thành phố HCM và Bắc Giang.

KBC là doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực xây dựng và phát triển KCN.

Các KCN chính của KBC bao gồm: Quế Võ 1, Quế Võ 2, Quang Châu, Tràng Duệ 1, Tràng Duệ 2, Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tân Phú Trung. Ngoài ra, KBC còn liên kết với các đơn vị khác đầu tư tại một số KCN khác như Sài Gòn – Chân Mây, Đại Đồng – Hoàn Sơn, Hòa Khánh mở rộng và Liên Chiểu với quỹ đất lên tới 5,174ha, chiếm gần 5.5% diện tích đất KCN của cả nước. Các KCN của KBC đều có quy mô từ 200ha đến 600ha. Các KCN của KBC nằm trong top đầu về thu hút mạnh mẽ nguồn vốn đầu tư nước ngoài FDI, nhất là thu hút đầu tư công nghệ cao (CNC) từ các Tập đoàn lớn nổi tiếng thế giới như: Canon, Foxconn, JA Solar, Luxshare ICT, MITAC, Panasonic, Sanyo, LG,... Bên cạnh đó, KBC đang sở hữu 1100ha đất KĐT từ Bắc vào Nam. Như vậy, quỹ đất hiện tại của KBC đủ cho công ty phát triển trong một vài năm tới.

Hoạt động cho thuê đất KCN chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của KBC.

CƠ CẤU DOANH THU

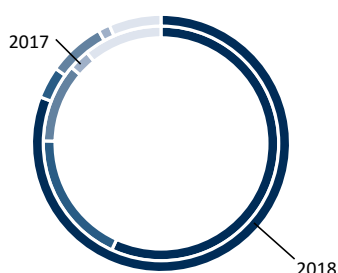
Các hoạt động kinh doanh chính của KBC bao gồm: cho thuê đất KCN, bán và cho thuê nhà xưởng, phát triển KĐT và cung cấp dịch vụ tiện ích như điện nước và xử lý rác thải tại các KCN. Hoạt động cho thuê đất KCN là hoạt động đem lại nguồn doanh thu lớn nhất trong tổng doanh thu của KBC, chiếm lần lượt 57% và 80% trong tổng doanh thu năm 2017, 2018 (Biểu đồ 4).

II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Trong những năm gần đây, hoạt động kinh doanh của KBC chủ yếu tập trung tại các tỉnh Bắc Ninh, Bắc Giang, Hải Phòng, Củ Chi – Thành phố Hồ Chí Minh. Năm 2018, doanh thu trên địa bàn tỉnh Bắc Ninh tăng đột biến nhờ hoạt động cho thuê đất tại KCN Quế Võ đạt kết quả tốt, đóng góp nhiều nhất vào kết quả kinh doanh của KBC (Biểu đồ 5).

Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu theo các mảng kinh doanh

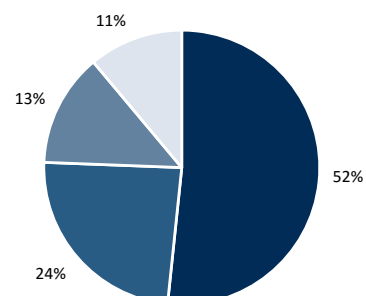
■ Cho thuê KCN ■ Chuyển nhượng BĐS ■ Bán nhà xưởng
■ Cho thuê nhà kho ■ Dịch vụ khác



Nguồn: KBC, KBSV

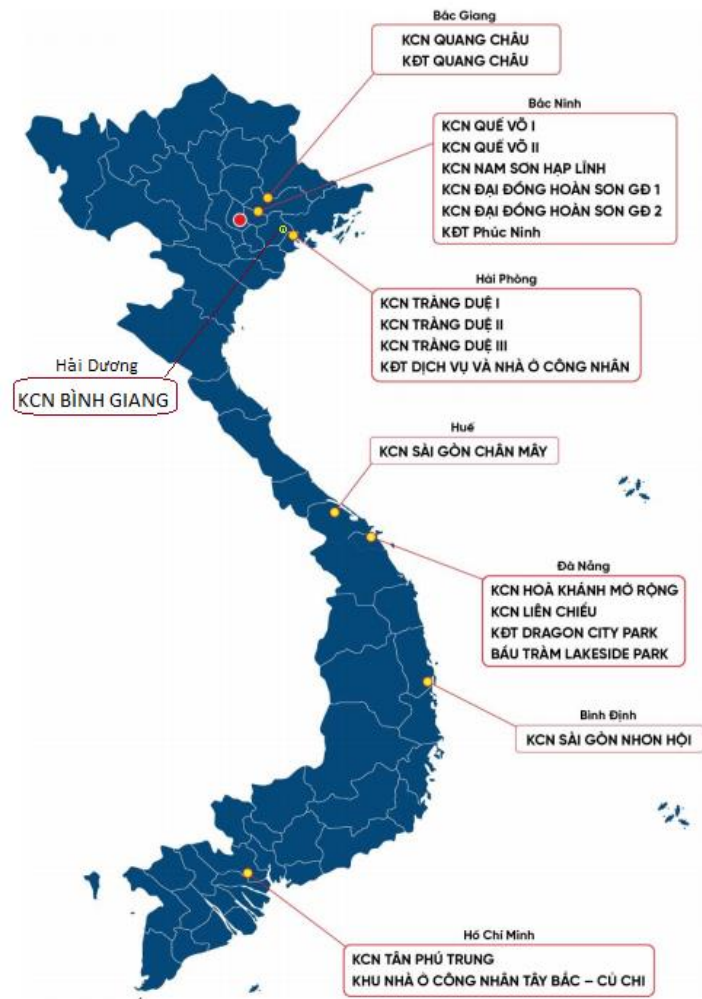
Biểu đồ 5: Cơ cấu doanh thu theo tỉnh thành năm 2018

■ Bắc Ninh ■ Hải Phòng ■ TP HCM ■ Bắc Giang



Nguồn: KBC, KBSV

Hình 6: Vị trí các KCN và KĐT của KBC



Nguồn: KBC

Hoạt động cho thuê đất KCN đóng góp chính vào doanh thu của KBC.

KBC hiện chỉ tập trung phát triển các KCN phía Bắc.

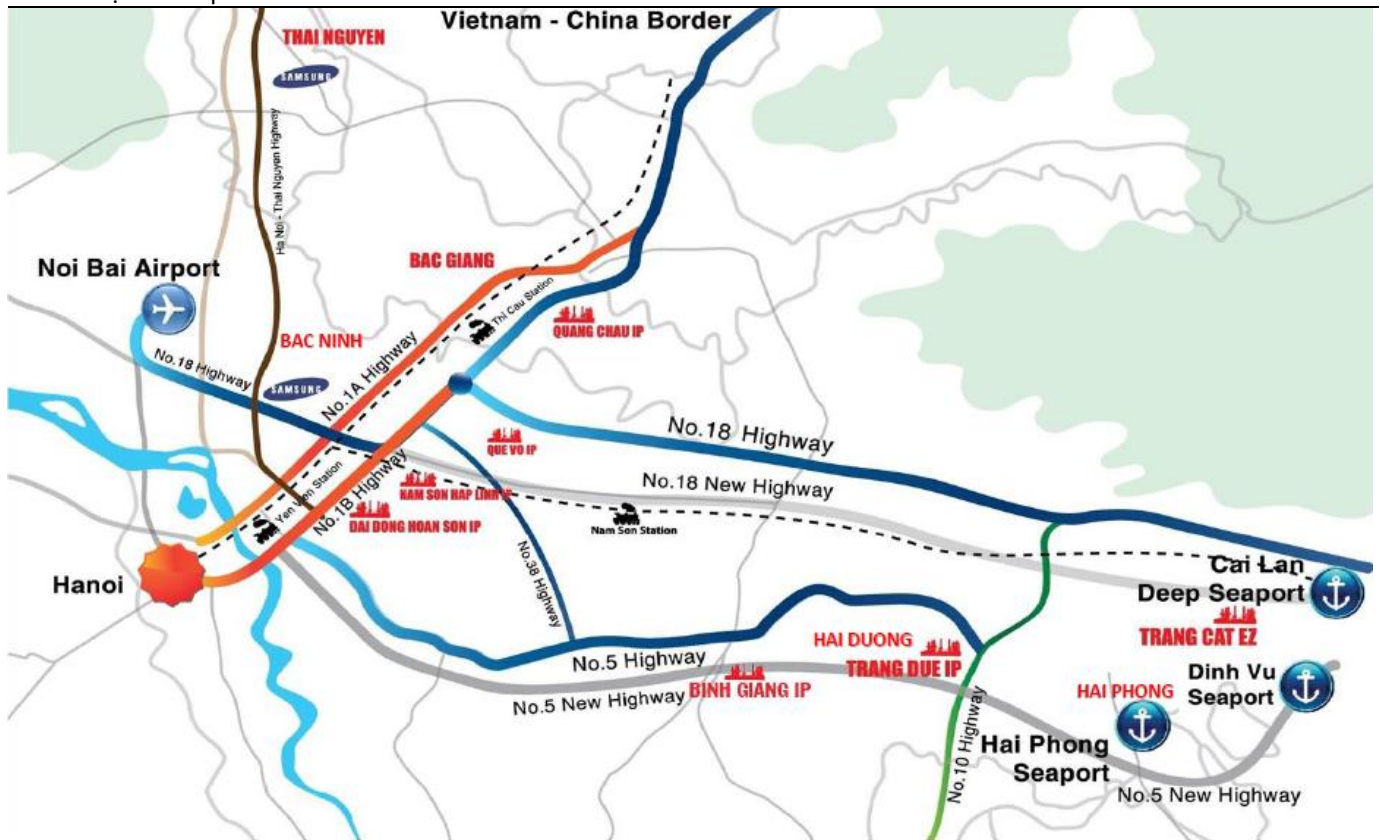
1. Hoạt động cho thuê đất KCN

Đây là mảng kinh doanh cốt lõi của KBC, luôn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp. KBC và các công ty con hiện đang sở hữu hơn 3000ha diện tích KCN, trong đó, các khu công nghiệp chính bao gồm: Quế Võ, Quang Châu, Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tràng Duệ, Tân Phú Trung. Ngoài ra, KBC còn đầu tư liên kết để phát triển KCN với các đơn vị khác tại các KCN khác như Sài Gòn Chân Mây, Hòa Khánh, Nhơn Hội, Liên Chiểu.

Tính tới thời điểm cuối năm 2018, KBC đã cho thuê 1243.7ha, chỉ chiếm hơn 36% diện tích đất thương phẩm. Như vậy, diện tích có thể cho thuê còn lại vẫn còn rất lớn, đạt hơn 2200ha. Tuy nhiên, hiện tại, KBC mới chỉ tập trung phát triển và khai thác các KCN tại phía Bắc (Hình 6). Đây là các KCN nằm trong các cụm KCN trọng điểm tại phía Bắc, thu hút nhu cầu thuê lớn từ các doanh nghiệp FDI.

Sau khi được nhà nước giao đất, KBC tiến hành công tác đền bù và giải tỏa, và bàn giao đất cho khách hàng với thời hạn cho thuê là 50 năm. KBC sẽ chuyển toàn bộ quyền sở hữu cũng như trách nhiệm sang cho khách thuê, bao gồm cả chi phí sử dụng đất phải nộp cho nhà nước. Giá thuê trung bình tại các KCN của KBC là 75USD/m² cho 50 năm. Tuy nhiên, giá cho thuê tại KCN Tràng Duệ cao hơn, vào khoảng 85-90USD/m² trong khi giá cho thuê KCN Quang Châu thấp hơn, dao động trong khoảng 65-70USD/m². Sau khi ký hợp đồng cho thuê đất, KBC sẽ nhận được tiền cọc từ 30-40%, phần còn lại sẽ thanh toán theo tiến độ trong vòng 1 năm.

Hình 6: Vị trí KCN phía Bắc của KBC



Nguồn: KBC

KCN Quế Võ là KCN đầu tiên của KBC.

KCN Quế Võ được hưởng lợi từ dòng vốn FDI dồi dào.

KCN Quế Võ có lợi thế về vị trí và cơ sở hạ tầng.

Nằm trên quốc lộ 18, là trục đường giao thông quan trọng nối liền các trung tâm kinh tế lớn như Hà Nội, Hải Phòng, Quảng Ninh. Cách thủ đô Hà Nội 33km, Sân bay quốc tế Nội Bài 30km, Cảng biển quốc tế Hải Phòng 110km, cảng Cái Lân 110km. Đây là vị trí thuận lợi đối với các dự án đầu tư công nghệ cao, vì các linh kiện điện tử thường được vận chuyển bằng đường hàng không.

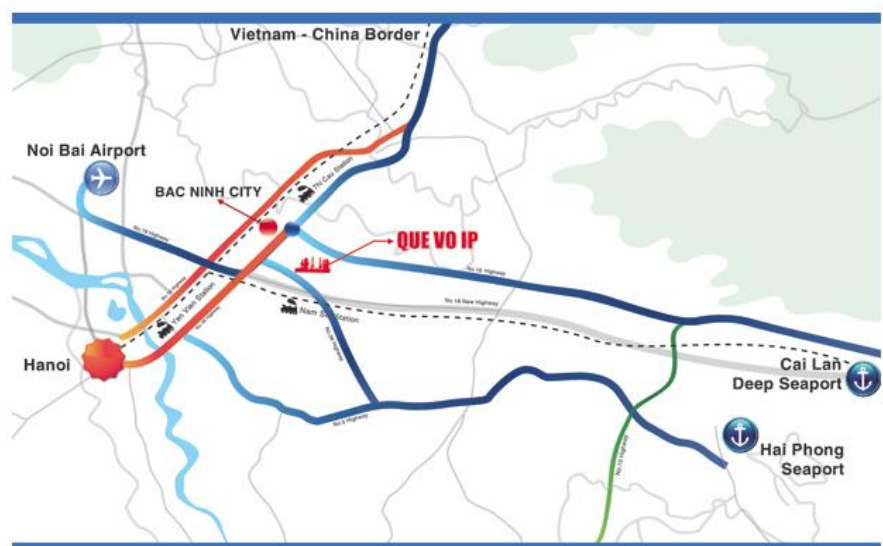
Khu công nghiệp Quế Võ

KCN Quế Võ là KCN lớn nhất và quan trọng của tỉnh Bắc Ninh (Biểu đồ 7). Trong những năm gần đây, vốn đầu tư FDI vào Bắc Ninh ngày càng cao (Biểu đồ 9). Bắc Ninh là một trong những địa phương dẫn đầu cả nước về thu hút nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI. Trong năm 2018, Bắc Ninh thu hút được 173 dự án với tổng vốn đầu tư là 1.1 tỷ USD. Dự án có tổng diện tích lên tới 611ha chia làm 2 giai đoạn: giai đoạn 1 đi vào hoạt động từ năm 2003 với diện tích 311ha và giai đoạn 2 đi vào hoạt động từ năm 2006 với diện tích 300ha. Trong năm 2018, Tập đoàn Goertek Hồng Kông – vệ tinh cấp I quan trọng của Samsung đã mở rộng đầu tư và ký hợp đồng thuê đất tại KCN Quế Võ 2. Đây là dự án công nghệ cao với tổng vốn đầu tư 260 triệu USD. Như vậy, tính tới cuối năm 2018, cả hai KCN này đã gần như được lấp đầy với tỷ lệ lên đến 98% (Biểu đồ 8).

Trong số các KCN tại Bắc Ninh, Quế Võ là KCN có lợi thế nhờ vị trí thuận lợi và giá thuê hợp lý. KCN Yên Phong có giá thuê thấp hơn so với KCN Quế Võ (khoảng 55USD/m²), đã được lấp đầy bởi Samsung; trong khi KCN VSIP lại có giá thuê cao hơn (khoảng 100USD/năm).

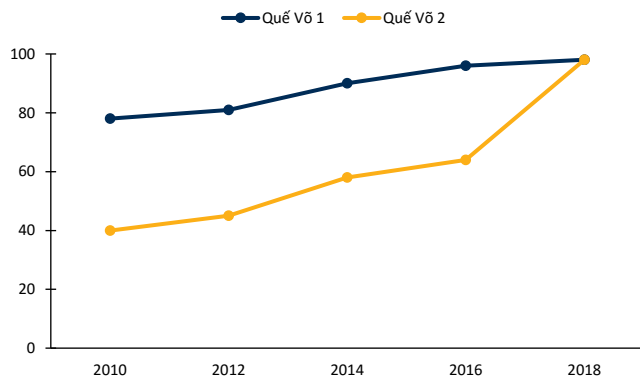
Sau hơn 10 năm đi vào hoạt động, KCN Quế Võ đã thu hút được tổng cộng 2.5 tỷ USD từ 125 dự án đầu tư nước ngoài, trong đó có các khách hàng lớn như: Canon (Nhật Bản), Foxconn (Đài Loan), Hanwha Techwin (Hàn Quốc), UIL (Hàn Quốc). Tại đây, KBC còn xây dựng gần 70 nhà xưởng để phục vụ các công ty vệ tinh, toàn bộ nhà xưởng đã được bán hết.

Biểu đồ 7: Vị trí KCN Quế Võ



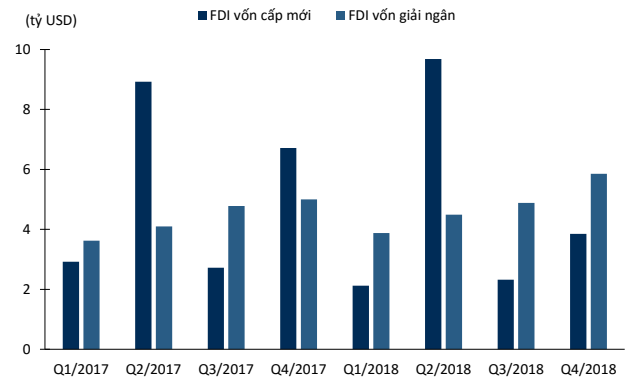
Nguồn: KBC

Biểu đồ 8: Tỷ lệ lấp đầy KCN Quế Võ



Nguồn: KBC, KBSV

Biểu đồ 9: FDI Bắc Ninh



Nguồn: FIA, KBSV

KCN Tràng Duệ có vị trí thuận lợi cho việc lưu chuyển hàng hóa.

KCN Tràng Duệ nằm trong Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, có ưu đãi về thuế tối đa.

Khu công nghiệp Tràng Duệ

KCN Tràng Duệ nằm trên quốc lộ 10, cách Hà Nội 100km, sân bay quốc tế Nội Bài 115km, cảng biển quốc tế Hải Phòng 7km, sân bay Cát Bi 15km.

KCN Tràng Duệ có tổng diện tích 401ha được chia làm 2 giai đoạn, giai đoạn 1 có diện tích 187ha và giai đoạn 2 có diện tích 214ha. Đây là KCN có tốc độ lấp đầy nhanh nhất trong các KCN của KBC, cũng là KCN có giá cho thuê cao nhất khoảng 85-90USD/m². KCN Tràng Duệ thuộc khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải (Hình 10), Hải Phòng có ưu đãi về thuế cao nhất cả nước. Các doanh nghiệp trong khu vực sẽ được hưởng những chính sách về thuế như: miễn thuế thu nhập trong 4 năm, giảm 50% số thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo, thuế suất thuế thu nhập là 10% trong 15 năm năm đầu, miễn thuế nhập khẩu đối với hàng hóa nhập khẩu theo quy định, miễn 50% thuế thu nhập đối với người lao động làm việc trong KCN. Trong vòng hơn 1 năm kể từ ngày có Quyết định của Thủ tướng Chính phủ cho phép KCN Tràng Duệ trở thành một bộ phận của Khu kinh tế Đình Vũ - Cát Hải (năm 2013), KCN Tràng Duệ 1 đã được lấp đầy 100%. Tính đến cuối năm 2018, KCN Tràng Duệ 2 của dự án cũng đã gần như lấp đầy với tỷ lệ 96.2% (Biểu đồ 11).

Chỉ tính riêng trong năm 2018, vốn FDI đầu tư cấp mới vào Hải Phòng đạt 3.09 tỷ USD, chiếm 9% tổng vốn FDI cấp mới toàn quốc (Biểu đồ 12).

Các dự án mới đảm bảo cho doanh thu của KBC trong trung và dài hạn.

KCN Tràng Duệ đã thu hút được 70 NĐT, với tổng vốn đầu tư FDI lên tới 5.1 tỷ USD, bao gồm LG Electronics, LG Display, LG Innotek, Haeng sung.

KBC hiện đã được giao lập dự án mở rộng và làm chủ đầu tư dự án KCN Tràng Duệ giai đoạn 3 với diện tích 687ha, với 456ha đất thương phẩm. Đến thời điểm hiện tại, KBC vẫn đang trong quá trình xin cấp phép để KCN Tràng Duệ 3 trở thành một bộ phận của Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2019.

Theo đánh giá của chúng tôi, nếu được cấp phép, KCN Tràng Duệ 3 có lợi thế rất lớn trong việc thu hút NĐT nhờ vị trí chiến lược, giá cho thuê hợp lý cùng những ưu đãi về thuế hấp dẫn.

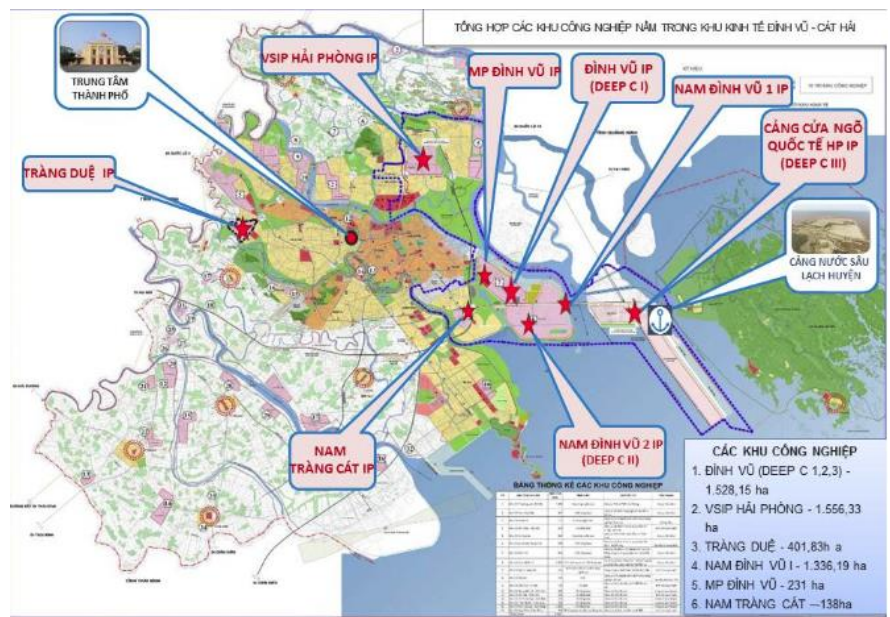
KCN Tràng Duệ 3 tiếp giáp với KCN Tràng Duệ hiện hữu. Các doanh nghiệp lớn trong các KCN hiện hữu như LG khi mở rộng đầu tư hoặc gia tăng số lượng nhà cung cấp sẽ ưu tiên đầu tư vào KCN Tràng Duệ 3 để thuận tiện trong việc quản lý và kết nối các nhà máy.

KCN Tràng Duệ 3 nằm xa biển vào sâu trong đất liền nên có nền địa chất cứng hơn các KCN cũng nằm trong Khu kinh tế Đình Vũ Cát Hải nhưng sát biển như

Nam Đình Vũ hay Deep C, như vậy, việc đầu tư vào KCN Tràng Duệ 3 sẽ giúp các nhà đầu tư có thể tiết kiệm chi phí khi xây dựng. Nằm gần KCN Tràng Duệ 3 và cũng nằm trong Khu kinh tế là KCN VSIP Hải Phòng. Tuy nhiên, KCN này có giá cho thuê cùng với phí dịch vụ quản lý khá cao, vào khoảng 100-120USD/năm và 0.07USD/m²/tháng, trong khu của KCN Tràng Duệ là 85-90USD và 10.000 VND/m²/năm.

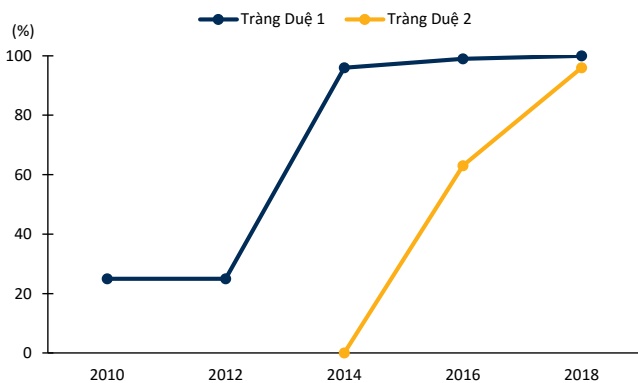
KCN Tràng Duệ 3 nằm sát cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, đường quốc lộ 10 giáp với Hải Dương và huyện Thái Thụy – Thái Bình, thuận lợi cho việc thu hút lao động phổ thông đến làm việc tại các KCN.

Hình 10: Các Khu Công nghiệp nằm trong Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải



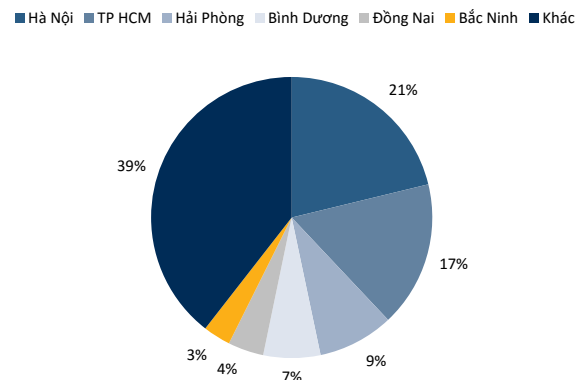
Nguồn: Heza

Biểu đồ 11: Tỷ lệ lấp đầy KCN Tràng Duệ



Nguồn: KBC, KBSV

Biểu đồ 12: Thị phần vốn FDI toàn quốc



Nguồn: KBC, KBSV

Hoạt động kinh doanh khởi sắc trở lại nhờ các công ty vệ tinh của Apple.

KCN Quang Châu được kì vọng sẽ đóng góp tích cực vào đà tăng trưởng của KBC trong ngắn hạn.

KCN Tân Phú Trung là KCN duy nhất của KBC tại phía Nam.

KCN Tân Phú Trung là một trong những KCN được triển khai sớm nhất của KBC, tuy nhiên tới thời điểm hiện tại, tỷ lệ lấp đầy của KCN này mới chỉ đạt 36%, chưa thực sự thu hút các nhà đầu tư.

Tỷ lệ lấp đầy của KCN Tân Phú Trung được kỳ vọng tăng dần khi các KCN khác tại TP HCM gần như đã được lấp đầy.

Khu công nghiệp Quang Châu

KCN Quang Châu nằm tại tỉnh Bắc Giang có tổng diện tích 426ha. Dự án có vị trí thuận lợi nằm liền kề với tỉnh Bắc Ninh, dọc theo quốc lộ 1A, cách KCN Quế Võ khoảng 2km, cách sân bay quốc tế Nội Bài 35km và cảng biển Cái Lân 115km. Quang Châu đã thu hút được 14 tập đoàn nước ngoài, trong đó có JA Solar, Samkwang, Luxshare ICT,... Sau nhiều năm không thu hút được khách hàng, đến năm 2016, hoạt động kinh doanh của KCN đã khởi sắc trở lại khi JA Solar đã ký kết hợp đồng thuê 88ha đất tại KCN Quang Châu để xây dựng nhà máy sản xuất tấm pin năng lượng mặt trời với tổng vốn đầu tư 1 tỷ USD và Luxshare – một trong những vệ tinh lớn của Apple thuê 14ha. Trong năm 2017, KCN Quang Châu chỉ ghi nhận doanh thu từ bán 7 căn nhà xưởng với quy mô 2.7ha mà không phát sinh doanh thu từ cho thuê đất KCN. Trong quý 1/2018, KBC đã ký hợp đồng cho thuê 10ha đất tại KCN Quang Châu với Samkwang – vệ tinh cấp 1 của Samsung với tổng vốn đầu tư 150 triệu USD và dự kiến sẽ tăng lên 250 triệu USD trong những năm tiếp theo.

Như vậy, sau khi KCN Quế Võ được lấp đầy, KCN Quang Châu được kì vọng sẽ đóng góp tích cực vào đà tăng trưởng của KBC trong ngắn hạn nhờ (1) vị trí thuận lợi gần KCN Quế Võ, Bắc Ninh và cảng hàng không Nội Bài (2) ưu đãi về thuế hấp dẫn (3) tạo ra lợi thế trong việc thu hút các nhà đầu tư Công nghệ cao.

Khu công nghiệp Tân Phú Trung

KCN Tân Phú Trung nằm phía Tây Bắc TP.HCM, mặt tiền Quốc lộ 22, xã Tân Phú Trung, huyện Củ Chi; cách trung tâm TP.HCM 25 km, sân bay Tân Sơn Nhất 15 km, cảng Sài Gòn 27 km.

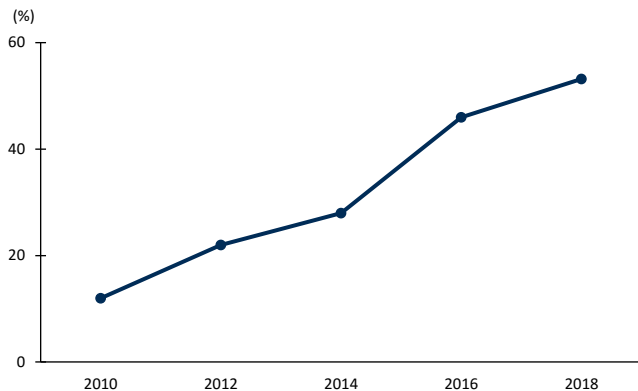
Theo quan điểm của chúng tôi, nguyên nhân có thể đến từ:

- (1) Quá trình đền bù giải phóng mặt bằng kéo dài.
- (2) KCN Tân Phú Trung nằm trong KĐT Tây Bắc với nhiều dự án lớn nhưng chưa được triển khai, cơ sở hạ tầng chưa phát triển đồng bộ.
- (3) Thủ tục hành chính tại TP HCM kéo dài hơn so với các tỉnh thành khác như Bình Dương, Long An.
- (4) Chi phí thuê đất tại KCN Tân Phú Trung cao hơn so với các KCN khác tại các tỉnh thành lân cận TP HCM.
- (5) KBC chưa tập trung đẩy mạnh phát triển các KCN phía Nam.

Các nhà đầu tư tại KCN Tân Phú Trung được hưởng các chính sách ưu đãi về thuế như ưu đãi miễn 2 năm thuế thu nhập doanh nghiệp và giảm 50% cho 4 năm tiếp theo cho các dự án đầu tư mới.

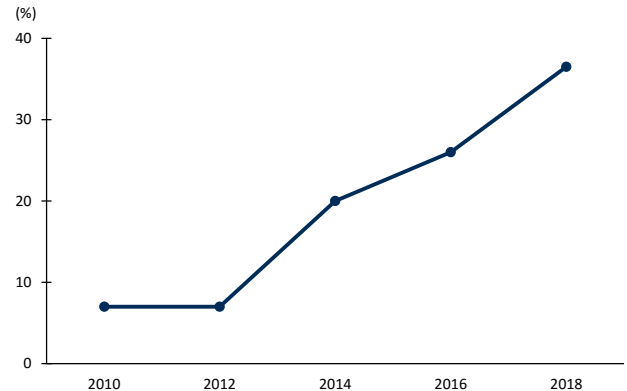
KCN Tân Phú Trung có diện tích 542ha hiện nay mới lấp đầy được 36.5%, diện tích đất có thể cho thuê còn lại là gần 200ha. Chúng tôi kỳ vọng trong thời gian tới tỷ lệ lấp đầy của KCN này sẽ tăng dần nhờ (1) vị trí khá thuận lợi (2) quỹ đất lớn sẵn có (3) Các KCN khác tại TP HCM gần như đã được lấp đầy.

Biểu đồ 12: Tỷ lệ lấp đầy KCN Quang Châu



Nguồn: KBC, KBSV

Biểu đồ 13: Tỷ lệ lấp đầy KCN Tân Phú Trung



Nguồn: KBC, KBSV

Bảng 14: Các Khu Công nghiệp của KBC tính đến hết 31/12/2018

KCN	Vị trí	Năm đi vào hoạt động	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích đất có thể cho thuê (ha)	Tổng diện tích đang cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Diện tích cho thuê còn lại (ha)
I. Các dự án do công ty mẹ quản lý trực tiếp								
Quế Võ 1	Bắc Ninh	2003	100%	311	192	188.2	98%	5.3
Quế Võ 2	Bắc Ninh	2006	100%	300	171	167.6	98%	3.4
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	2010	100%	433	283	0	0%	283
II. Các dự án do công ty con quản lý								
Quang Châu	Bắc Giang	2006	77.93%	426	275.6	147	53.2%	128.6
Tràng Duệ 1	Hải Phòng	2007	86.54%	187	129	129	100%	0.0
Tràng Duệ 2	Hải Phòng	2015	86.54%	214	133	127.9	96.2%	5.1
Tràng Duệ 3	Hải Phòng		86.54%	687	456	0	0%	456
Tân Phú Trung	Củ Chi	2004	72.44%	542	314	114.6	36.5%	199.4
III. Các dự án của công ty liên kết								
Sài Gòn Chân Mây	Huế	2008	28.14%	658	586	0	0%	513
Liên Chiểu	Đà Nẵng	1998	20%	289	205.2	138.5	67.5%	66.7
Hòa Khánh mở rộng	Đà Nẵng	2005	20%	133	118	106.9	90.6%	29.5
Đại Đồng Hoàn Sơn	Bắc Ninh	2007	21.48%	268	81	80	99%	0
Đại Đồng Hoàn Sơn	Bắc Ninh		21.48%	96	62	0	0%	0
Sài Gòn - Nhơn Hội	Bình Định	2005	10%	630	445	44	10%	401
Tổng				5174	3450.8	1243.7		

Nguồn: KBC

Các nhà xưởng được xây dựng sẵn để bán và cho thuê nhằm phục vụ các doanh nghiệp vệ tinh của các Tập đoàn lớn.

2. Hoạt động bán và cho thuê nhà kho, xưởng

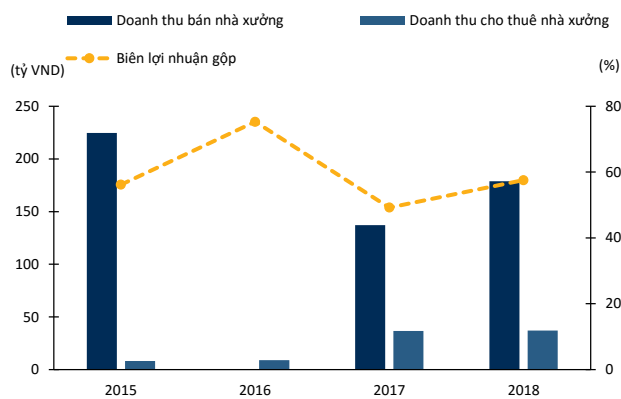
Mục tiêu của KBC là cung cấp nhà máy và nhà kho có sẵn cho các công ty vừa và nhỏ là các vệ tinh của các Tập đoàn lớn như LG hoặc Samsung. Mỗi căn nhà xưởng với diện tích tiêu chuẩn trên 5000m², đi kèm văn phòng và các công trình phụ trợ để các nhà đầu tư sau khi mua/thuê có thể đi vào hoạt động luôn và giảm thiểu rủi ro khi đầu tư. Khách hàng có thể lựa chọn hình thức mua nhà xưởng với giá khoảng 230USD/m²/năm trong vòng 3-5 năm hoặc thuê nhà xưởng với giá khoảng 3.5USD/m²/tháng. Sản phẩm này hiện đang có nhu cầu rất lớn, tỷ suất lợi nhuận cao, trung bình khoảng 50%. Tính đến cuối năm 2018, KBC có khoảng 100 nhà xưởng đều đã được bán và cho thuê hết. Các nhà xưởng này tập trung chủ yếu ở KCN Quế Võ và KCN Tràng Duệ. Biên lợi nhuận gộp của hoạt động này đạt 67.8% trong năm 2017 và 49.5% trong năm 2018 (Biểu đồ 15).

3. Hoạt động cung cấp dịch vụ phụ trợ

Các hoạt động cung cấp dịch vụ đem lại doanh thu ổn định hàng năm cho KBC.

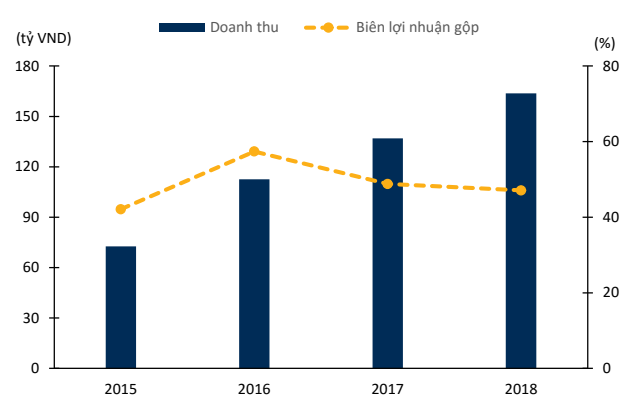
Bên cạnh các hoạt động kinh doanh chính, KBC còn cung cấp các sản phẩm dịch vụ phụ trợ trong KCN như cung cấp điện nước, xử lý nước thải, an ninh, quản lý và duy tu cơ sở hạ tầng. Các dịch vụ này cũng đem lại doanh thu ổn định hàng năm, bù đắp lại các chi phí quản lý cho KBC. Biên lợi nhuận gộp của hoạt động này đạt 48.8% trong năm 2017 và 47.1% trong năm 2018 (Biểu đồ 16).

Biểu đồ 15: Doanh thu hoạt động bán và cho thuê nhà xưởng



Nguồn: KBC, KBSV

Biểu đồ 16: Doanh thu hoạt động dịch vụ phụ trợ



Nguồn: KBC, KBSV

4. Hoạt động phát triển khu đô thị

4.1. Dự án KĐT Phúc Ninh

Dự án KĐT Phúc Ninh được kì vọng sẽ đóng góp vào tăng trưởng doanh thu của KBC trong năm 2019-2020.

Dự án được UBND tỉnh Bắc Ninh phê duyệt đề án quy hoạch chi tiết và giao cho KBC làm chủ đầu tư dự án xây dựng, kinh doanh hạ tầng vào năm 2003. Quá trình triển khai dự án gặp nhiều vấn đề cùng với việc nhu cầu về BĐS tại khu vực này không cao nên dự án không tiêu thụ được như kì vọng khiến tiến độ dự án bị kéo dài gần 10 năm. Tuy nhiên, với sự ảm lạnh của thị trường BĐS Bắc Ninh trong 3 năm gần đây, KBC đã triển khai trở lại và mở bán dự án KĐT Phúc Ninh.

Dự án KĐT Phúc Ninh có lợi thế nhờ vị trí thuận tiện tại trung tâm thành phố Bắc Ninh và chi phí đất rẻ.

Dự án nằm tại thành phố Bắc Ninh, ngay cạnh quốc lộ 1A có quy mô lên tới 136.4ha, được chia thành 3 giai đoạn (Hình 18). 3.5ha đất thương phẩm trong giai đoạn 1 của dự án đã được bán hết. Doanh thu từ 2ha đã được ghi nhận trong 2 năm 2017 và 2018, diện tích còn phải ghi nhận trong thời gian tới là 1.5ha. Giai đoạn 2 có tổng diện tích 22ha và diện tích đất thương phẩm là 10.4ha đã được bán hết, KBC dự kiến sẽ ghi nhận thêm khoảng 3ha từ giai đoạn 2 trong năm nay (Bảng 17).

4.2. Các KĐT khác

KBC không có kế hoạch phát triển các đô thị khác mà có kế hoạch chuyển nhượng cho đối tác.

Ngoài ra, KBC còn sở hữu dự án KĐT Tràng Cát - Hải Phòng với quy mô lên tới 581ha và dự án Khu Ngoại giao đoàn – đường Phạm Văn Đồng, Hà Nội với diện tích 2ha. Đối với cả 2 dự án này, KBC không có kế hoạch tự phát triển mà có thể tìm kiếm đối tác để chuyển nhượng toàn bộ dự án. Chúng tôi đánh giá đây là hướng đi hợp lý cho KBC, do KBC không phải là đơn vị có thế mạnh trong hoạt động phát triển BĐS nhà ở, việc tự phát triển dự án có thể không đem lại hiệu quả. Bên cạnh đó, chuyển nhượng dự án sẽ thu được tiền ngay để công

ty có thể giảm nợ vay và tập trung phát triển hoạt động kinh doanh chính của công ty là cho thuê đất KCN, cung cấp nhà xưởng để bán và cho thuê.

Số liệu tài chính của hoạt động chuyển nhượng BĐS được tính gộp vào mảng cho thuê đất KCN trong báo cáo tài chính. Theo ước tính của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp của mảng này đạt lần lượt 66.4% và 57.3% trong năm 2017 và 2018.

Bảng 17 : Thông tin dự án KĐT Phúc Ninh

Vị trí	xã Đại Phúc, Thành phố Bắc Ninh		
Tổng diện tích dự án	136.47ha		
Mật độ xây dựng	55%		
Sản phẩm	Biệt thự (đơn lập và song lập) và đất nền		
Giá bán	700-1000USD/m ²		
	Diện tích (ha)	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Tình trạng
Giai đoạn 1	6.3	3.5	Đã bán hết
Giai đoạn 2	22	10	Đã bán hết
Giai đoạn 3			Đang triển khai

Nguồn: KBC, KBSV

Hình 18: Vị trí dự án KĐT Phúc Ninh



Nguồn: KBSV

III. KẾT QUẢ KINH DOANH & TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Tăng trưởng doanh thu ổn định trong giai đoạn 2014-2016 nhờ doanh thu cho thuê đất KCN, tuy nhiên doanh thu sụt giảm mạnh trong năm 2017.

Doanh thu của KBC trong giai đoạn 2014-2016 đều đạt mức tăng trưởng tích cực với CAGR đạt 35.8%. Tuy nhiên, đến năm 2017, doanh thu của KBC có sự sụt giảm mạnh khi chỉ đạt 1260 tỷ VND (-36.1% yoy), do doanh thu của mảng hoạt động cho thuê KCN giảm. Diện tích KCN cho thuê trong năm 2017 chỉ đạt khoảng 47.6ha (-40% yoy), giảm mạnh so với mức 79.3ha đất KCN bàn giao trong năm 2016.

Mặc dù doanh thu năm 2017 giảm so với năm 2016, song lợi nhuận sau thuế vẫn tăng trưởng 4.9% nhờ hạch toán doanh thu tài chính 354 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng dự án khách sạn Hoa Sen.

Doanh thu năm 2018 hồi phục mạnh mẽ nhờ mảng cho thuê đất KCN với tổng diện tích đất KCN cho thuê trong năm lên tới 110ha.

Doanh thu thuần của KBC trong năm 2018 đạt 2505.9 tỷ VND (+98.8% yoy) (Biểu đồ 19). Trong đó:

- Mảng cho thuê đất KCN tăng trưởng mạnh gần 182.7% yoy, đạt 2026 tỷ VND nhờ diện tích cho thuê tăng cao. Đây là mảng kinh doanh đóng góp chính vào tổng doanh thu của KBC với tỷ trọng đạt 80.9%.

Trong năm 2018, diện tích KCN mà công ty cho thuê đạt 110.5ha, tăng trưởng mạnh 131% so với năm 2017. Trong đó, 2 KCN chính là Quế Võ 2 và Tràng Duệ 2 đã gần như lấp đầy vào cuối năm 2018. Cụ thể:

KCN Quế Võ 2 cho thuê 53ha (+1033% yoy), nâng tỷ lệ lấp đầy lên 98%.

KCN Tràng Duệ 2 cho thuê 25.5ha (+53% yoy), nâng tỷ lệ lấp đầy lên 96.2%.

Diện tích cho thuê của hai khu công nghiệp này đóng góp 70% vào tổng diện tích cho thuê của KBC trong năm 2018. Hai KCN còn lại là Tân Phú Trung và Quang Châu lần lượt cho thuê 17ha (tăng 17% yoy) và 15ha (tăng 144% yoy).

- Mảng bán nhà xưởng đạt 178.8 tỷ VND (+30% yoy) nhờ doanh thu bán nhà xưởng tại KCN Quế Võ 2, trong khi mảng chuyển nhượng bất động sản lại có sự sụt

giảm so với năm 2017 khi chỉ đạt gần 100 tỷ (-57% yoy) nhờ bán 0.5ha dự án Phúc Ninh.

- Mảng cho thuê nhà xưởng và các dịch vụ khác lần lượt đạt 37 tỷ VND (+1%yoy) và 163.7 tỷ VND (+19.5% yoy).

LNST năm 2018 tăng trưởng tốt so với năm 2017.

LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 747.4 tỷ VND (+28.3% yoy). Nếu không tính khoản lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng dự án khách sạn Hoa Sen trong năm 2017, mức tăng LNST năm 2018 đạt khoảng 143% yoy.

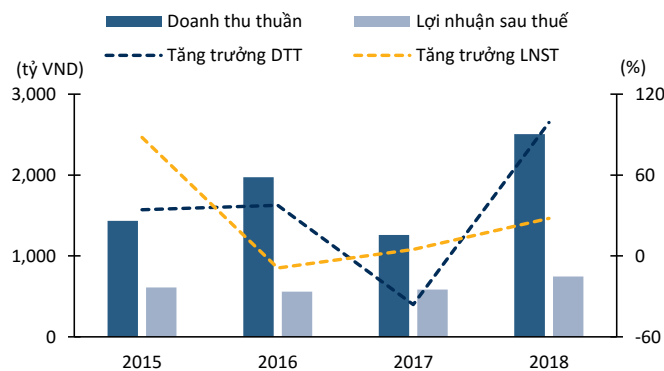
Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ cho thuê đất KCN Quế Võ 2 đem lại doanh thu cao trong khi chi phí GPMB của KCN này thấp.

Biên lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 58.5%, tăng so với mức 51.6% trong năm 2017. Biên lợi nhuận gộp cải thiện do KCN Quế Võ 2 đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu có chi phí GPMB thấp

Chi phí bán hàng tăng nhưng tỷ lệ SG&A/doanh thu giảm.

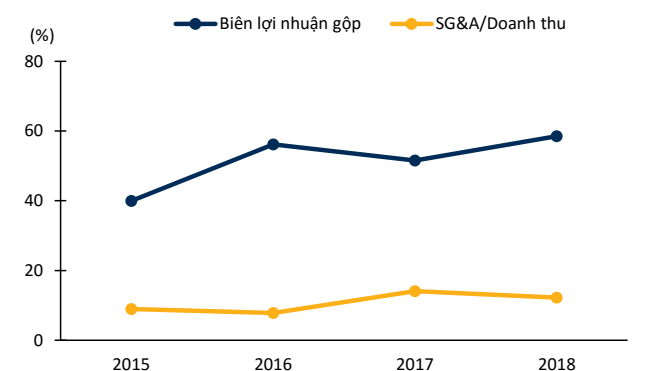
- ❖ Chi phí bán hàng trong năm 2018 tăng cao đạt 142 tỷ VND (+545% yoy) chủ yếu từ chi phí môi giới và xúc tiến bán hàng với tại KCN Quế Võ 2 cho hợp đồng có giá trị lớn (Biểu đồ 20).

Biểu đồ 19: Doanh thu và LNST năm 2015-2018



Nguồn: KBC

Biểu đồ 20: Biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ SG&A/doanh thu



Nguồn: KBC

Bảng 21: Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2018

	Doanh thu 2018 (tỷ VND)	Tăng trưởng (yoy)	Tỷ trọng doanh thu	Biên lợi nhuận gộp 2018	Biên lợi nhuận gộp 2017
Cho thuê đất KCN	2026.4	182.7%	80.9%	59.6%	47.8%
Chuyển nhượng BĐS	100.0	-57%	4.0%	57.3%	66.4%
Bán nhà xưởng	178.8	30%	7.1%	56.6%	48.5%
Cho thuê nhà xưởng	37.0	1%	1.5%	62.2%	51.9%
Dịch vụ khác	163.7	19.5%	6.5%	47.1%	48.8%
Doanh thu thuần	2505.9	98.8%	100.0%	58.5%	51.6%

Nguồn: KBC

Hàng tồn kho và các khoản phải thu là hai khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản của KBC.

Tài sản ngắn hạn luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng tài sản của KBC (hơn 85%), trong đó hàng tồn kho và khoản phải thu là hai khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất (Biểu đồ 22).

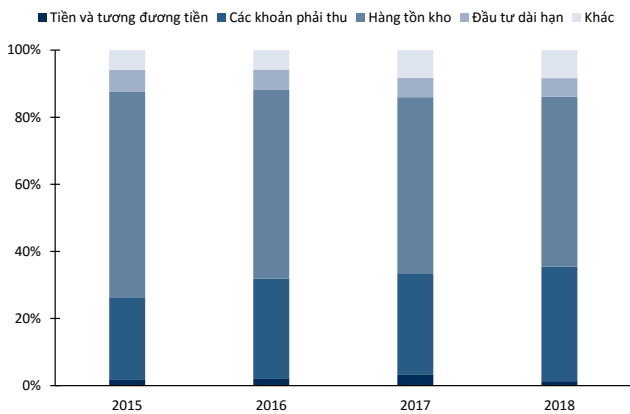
Năm 2018, hàng tồn kho của KBC vẫn duy trì ở mức cao 8592.6 tỷ VND, chiếm hơn 50% trong cơ cấu tài sản. Hàng tồn kho chủ yếu nằm ở dự án KĐT Tràng Cát và KCN Tân Phú Trung. KCN Tân Phú Trung nằm ở khu vực phía Nam, vẫn chưa được KBC chú trọng đẩy mạnh hoạt động nên hiện chưa thu hút được đầu tư. KĐT Tràng Cát – Hải Phòng hiện vẫn chưa được triển khai.

Khoản phải thu của KBC duy trì ở mức cao, tiếp tục tăng trong năm 2018 đạt 5799 tỷ VND (+22% yoy) và chiếm hơn 34% trong cơ cấu tài sản. Có 2 khoản phải thu đáng lưu ý là khoản phải thu từ chuyển nhượng 48.3 triệu cổ phần của CTCP Năng lượng Sài Gòn Bình Định cho CTCP Dịch vụ Kinh Bắc - công ty liên quan và khoản phải thu từ chuyển nhượng cổ phần CTCP Đầu tư Sài Gòn 583 tỷ VND. Đây là hai khoản mục cần được theo dõi thêm để có thể đánh giá được chất lượng tài sản cũng như cơ cấu tài chính của KBC.

Tỷ lệ ROE thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành.

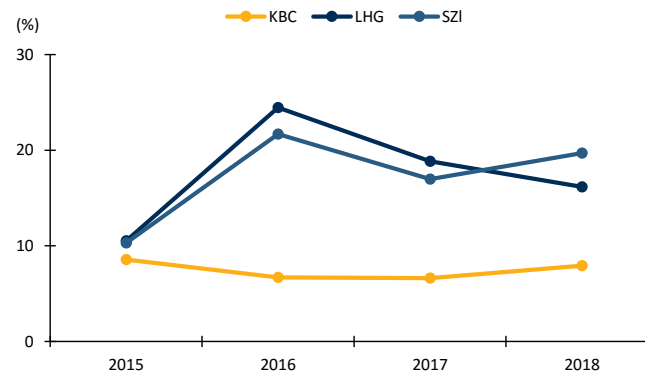
ROE năm 2018 đạt 7.92%, tăng nhẹ so với năm 2017 nhưng chưa có sự cải thiện rõ rệt trong những năm gần đây (Biểu đồ 23). ROE của KBC thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành như LHG hay SZL do KBC duy trì tỷ lệ đòn bẩy thấp (khoảng 1.7 lần kể từ năm 2016) và vòng quay tổng tài sản cũng thấp hơn LHG và SZL. Kỳ vọng ROE sẽ được cải thiện qua từng năm khi KBC dự định tăng nguồn vốn vay để đầu tư cho các dự án (Bảng 24).

Biểu đồ 22: Cơ cấu tài sản của KBC



Nguồn: KBC

Biểu đồ 23: ROE (%)



Nguồn: KBC

Bảng 24: So sánh ROE

KBC	2015	2016	2017	2018	LHG	2015	2016	2017	2018	SZL	2015	2016	2017	2018
ROE	8.6%	6.7%	6.6%	7.9%	ROE	10.5%	24.4%	18.8%	16.2%	ROE	10.3%	21.7%	17.0%	19.7%
Biên lợi nhuận ròng	43%	28%	46%	30%	Biên Lợi nhuận ròng	30%	34%	34%	42%	Biên lợi nhuận ròng	24%	37%	28%	30%
Vòng quay TTS	0.11	0.14	0.08	0.15	Vòng quay TTS	0.16	0.33	0.28	0.21	Vòng quay TTS	0.15	0.20	0.21	0.23
Tỷ lệ đòn bẩy	1.87	1.70	1.72	1.74	Tỷ lệ đòn bẩy	2.16	2.15	2.00	1.83	Tỷ lệ đòn bẩy	2.83	2.94	2.88	2.81

Nguồn: KBSV

KBC hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng của dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam.

IV. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Trong 2 tháng đầu năm 2019, tổng vốn đăng ký cấp mới, tăng thêm và góp vốn mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt 8.47 tỷ USD, tăng hơn 2.5 lần so với cùng kỳ năm 2018. Tính đến ngày 20/2/2019, ước tính các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài đã giải ngân được 2.58 tỷ USD, +9.8% YoY. Công nghiệp chế biến chế tạo, bất động sản là 2 lĩnh vực được đầu tư nhiều nhất trong 2 tháng đầu năm. Lĩnh vực chế biến chế tạo có dấu hiệu hồi phục (+11.5% YoY) và là lĩnh vực được đầu tư nhiều nhất trong 2 tháng đầu năm (Biểu đồ 25). Các hiệp định thương mại tự do điển hình là CT-TPP và EVFTA

Quỹ đất hiện có và các dự án mới đang trong quá trình cấp phép đem lại cơ hội lớn cho KBC.

Cơ sở hạ tầng phía Bắc ngày càng được cải thiện.

Sự dịch chuyển các nhà máy sản xuất từ Trung Quốc là cơ hội cho các KCN tại Việt Nam.

Số lượng vệ tinh của Samsung và LG kì vọng sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới.

sẽ giúp Việt Nam thu hút một lượng lớn các dòng vốn đầu tư ngoại

KBC hiện đang sở hữu hơn 5000ha đất cho KCN chủ yếu ở Bắc Ninh và Hải Phòng và 1100 ha đất phát triển KĐT. Ngoài ra, KBC còn đang trong quá trình xin cấp phép dự án KCN Bình Giang tại Hải Dương với quy mô 860ha. Theo đánh giá của chúng tôi, trong bối cảnh Chính phủ vẫn đang thắt chặt vấn đề về cấp phép cho các dự án phát triển KCN, quỹ đất mà KBC đang sở hữu đem đến lợi thế cạnh tranh lớn cho doanh nghiệp và đủ để duy trì đà tăng trưởng cho doanh nghiệp trong vòng 5 năm tới. Chúng tôi kì vọng đây sẽ là động lực tăng trưởng chính của KBC trong trung và dài hạn.

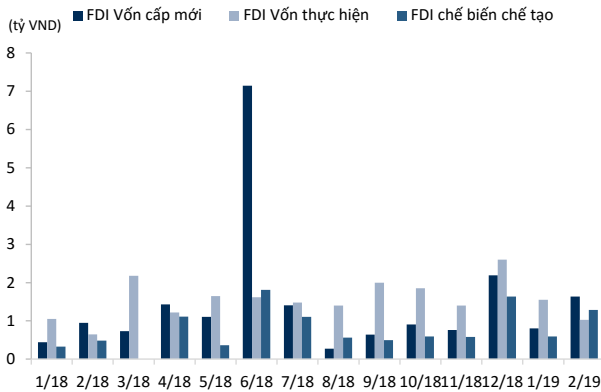
Trong những năm gần đây, khu tam giác vàng kinh tế Bắc Bộ Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh được đầu tư mạnh mẽ về cơ sở hạ tầng với những trục kết nối chính như: đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, đường cao tốc Hạ Long – Hải Phòng giúp rút ngắn thời gian di chuyển giữa Hà Nội – Hải Phòng còn 1h, Hà Nội – Hạ Long 1h30'. Tuyến cao tốc Hà Nội – Hải Phòng – Hạ Long – Móng Cái, cầu Bạch Đằng nối Hải Phòng với Hạ Long... đi vào hoạt động, kết nối với cao tốc Lào Cai – Hà Nội thành liên tuyến đường cao tốc dài nhất Việt Nam, đây sẽ là tuyến đường quan trọng kết nối với Trung Quốc. Đường ô tô Tân Vũ - Lạch Huyện được đầu tư xây dựng nối liền cảng cửa ngõ Lạch Huyện với hệ thống đường cao tốc Hà Nội - Hải Phòng và Quốc lộ 5. Dự kiến điểm đầu của dự án nằm tại nút giao Tân Vũ, thuộc dự án đường cao tốc Hà Nội - Hải Phòng, điểm cuối là điểm tiếp giáp với hàng rào cảng cửa ngõ Lạch Huyện. Trong năm 2017, sân bay Vân Đồn đã được đưa vào hoạt động, năm 2018, sân bay Cát Bi được nâng cấp và xây dựng thêm nhà ga số 2.

Theo đánh giá của chúng tôi, KBC được hưởng lợi rất lớn từ cơ sở hạ tầng do (1) Các KCN phía bắc của KBC tập trung các ngành công nghệ cao, các sản phẩm lắp ráp như linh kiện điện tử thường được vận chuyển bằng đường hàng không. Việc di chuyển giữa các KCN tới các sân bay cũng trở nên thuận tiện và rút ngắn thời gian hơn sẽ ảnh hưởng tích cực tới hoạt động cho thuê đất KCN, đặc biệt là KCN Trảng Duệ (2) Thuận lợi trong việc kết nối với Trung Quốc

Được kì vọng là lựa chọn thuận lợi cho các nhà sản xuất muốn dịch chuyển khỏi Trung Quốc. Chiến tranh thương mại Mỹ -Trung khiến nhiều công ty đa quốc gia có ý định muốn dịch chuyển sang Việt Nam. Bên cạnh đó, giá đất công nghiệp tại Trung Quốc cũng tăng cao hơn nhiều so với Việt Nam. Theo JLL, giá đất công nghiệp tại Trung Quốc tăng lên 180USD/m², trong khi giá đất tại Việt Nam dao động trong khoảng 100-140USD/m².

Cùng với Samsung, LG cũng là doanh nghiệp liên tiếp rót vốn đầu tư vào các dự án sản xuất lớn tại Hải Phòng, Bắc Ninh, Thái Nguyên. Tỷ lệ nội địa hóa của hai Tập đoàn này vẫn khá thấp, do các doanh nghiệp trong nước chưa đủ tiêu chuẩn để trở thành nhà cung ứng. Hiện nay, hơn 50% vệ tinh của Samsung nằm tại các KCN của KBC và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới.

Biểu đồ 25: FDI ngành chế biến chế tạo



Nguồn: TCTK, KBSV

Kết quả kinh doanh khó dự báo.

VI. RỦI RO

KBC chọn cách ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN một lần ngay khi khách hàng thanh toán tiền thuê thay vì phân bổ theo thời hạn thuê 50 năm, nên doanh thu từng năm của KBC phụ thuộc vào diện tích đất KCN cho thuê năm đó. Tuy nhiên, hoạt động cho thuê thường không ổn định, do đó có thể phát sinh sự chênh lệch lớn giữa doanh thu các năm. Bên cạnh đó, KBC còn gặp rủi ro khi phải chịu áp lực tài chính rất lớn do phải đóng tiền thuê đất 1 lần thay vì phân bổ hàng năm.

Rủi ro liên quan đến luật pháp.

Các chủ đầu tư KCN hiện đang phải đối mặt với những khó khăn liên quan đến pháp lý của dự án cũng như chi phí GPMB. Đây là rủi ro ảnh hưởng lớn nhất tới các doanh nghiệp đầu tư kinh doanh và phát triển KCN.

+ Về pháp lý của dự án: Chính phủ vẫn đang hạn chế cấp phép cho các dự án phát triển KCN theo Nghị định 164/2013/NĐ-CP nên các dự án gặp khó khăn trong vấn đề xin giấy phép. Cụ thể, một số dự án mở rộng diện tích của KBC đang trong quá trình phê duyệt chủ trương đầu tư như Trảng Duệ 3, Bình Giang cũng có phần chậm lại do cơ chế chính sách thay đổi.

+ Về vấn đề GPMB: Giai đoạn GPMB là giai đoạn khó khăn nhất đối với doanh nghiệp phát triển KCN, do chi phí đền bù GPMB cao, những thay đổi trong chính sách GPMB gây khó khăn cho chủ đầu tư trong khi dự án chưa đem lại dòng tiền để bù đắp chi phí này. Những nguyên nhân kể trên đem lại những khó khăn trong quá trình đền bù dẫn đến tiến độ dự án bị kéo dài.

VII. ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KQKD 2019-2020

❖ Doanh thu của KBC trong năm 2019 đến từ:

- Doanh thu hoạt động cho thuê đất KCN đạt 1190 tỷ đồng, giảm 70% yoy do phần lớn các khu công nghiệp đã được lấp đầy. Doanh thu chủ yếu đến từ các KCN Quang Châu, Nam Sơn Hạ Lĩnh và Tân Phú Trung. Tổng diện tích đất KCN cho thuê năm 2019 đạt khoảng 68.7ha (-46% yoy), giá cho thuê trung bình đạt khoảng 77.5USD/m²

- Doanh thu mảng chuyển nhượng BĐS đạt 760 tỷ đồng, (+660% yoy) nhờ

KBSV dự báo doanh thu năm 2019 của KBC đạt 2403 tỷ VND, giảm 4% yoy và LNST đạt 672.7 tỷ VND, giảm 10% yoy.

KBSV dự báo doanh thu năm 2020 của KBC đạt 2726 tỷ VND, tăng 13% yoy và LNST đạt 744.4 tỷ VND (tăng 10.6% yoy).

ghi nhận doanh thu bán 3.8ha tại KĐT Phúc Ninh

- Các mảng hoạt động khác đều tăng trưởng tích cực, đạt 453 tỷ VND (+19.4% yoy).

- Theo đó, Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 54% từ 58.5% trong năm 2018, do KCN Quế Võ 2 bàn giao trong năm 2018 có biên lợi nhuận tốt hơn.

- ❖ Doanh thu của KBC trong năm 2020 đến từ:

- Doanh thu hoạt động cho thuê đất KCN đạt 1231 tỷ đồng (+3.4% yoy) chủ yếu đến từ các KCN Quang Châu, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Tân Phú Trung. Tổng diện tích đất KCN cho thuê năm 2020 đạt khoảng 71.1ha (+3% yoy), giá cho thuê trung bình khoảng 77.5USD/m²

- Doanh thu mảng chuyển nhượng BĐS đạt 1000 tỷ đồng, (+13.2% yoy) nhờ ghi nhận doanh thu bán 5ha tại KĐT Phúc Ninh

- Các mảng hoạt động khác đạt 498 tỷ VND (+9 yoy).

- Theo đó, Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 52% từ 54% trong năm 2019.

Dự phóng KQKD năm 2019 và 2020 của chúng tôi chỉ tính từ các mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi từ những KCN hiện hữu của doanh nghiệp mà không tính đến đóng góp của KCN Tràng Duệ 3 và các khoản lợi nhuận bất thường. từ chuyển nhượng dự án KĐT Tràng Duệ và Dự án Khu ngoại giao đoàn theo như kế hoạch của KBC. Trong trường hợp KCN Tràng Duệ 3 được cấp phép và hai dự án KĐT được chuyển nhượng, doanh thu và lợi nhuận của KBC sẽ tăng trưởng tích cực

Bảng 26: Dự phóng Doanh thu – Lợi nhuận 2019-2020

Dự phóng doanh thu 2019 - 2020			
(tỷ đồng VND)	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ	2,505.8	2,403	2,726
Cho thuê đất KCN	2,026.4	1,190	1,231
Quế Võ 1		59	36
Quế Võ 2		61	
Tràng Duệ 2		42	65
Quang Châu		326	358
Nam Sơn Hạp Lĩnh		349	384
Tân Phú Trung		353.4	389
Chuyển nhượng BĐS	100.0	760	1,000
Bán nhà xưởng	178.8	197	217
Cho thuê nhà xưởng	36.9	77	84
Dịch vụ khác	163.7	179	194
Giá vốn hàng bán	1,038.9	1,105.18	1,308.28
Cho thuê đất KCN	818.4		
Quế Võ 1			
Quế Võ 2			
Tràng Duệ 2			
Quang Châu			
Nam Sơn Hạp Lĩnh			
Tân Phú Trung			
Chuyển nhượng BĐS	42.4		
Bán nhà xưởng	77.6		
Cho thuê nhà xưởng	13.9		
Dịch vụ khác	86.6		
Lợi nhuận gộp	1,466.9	1,297	1,418
Doanh thu hoạt động tài chính	95.3	120	136
Chi phí tài chính	193.9	219	207
Chi phí bán hàng và QLDN	306.9	240.3	272.6
Lợi nhuận thuần	1,048.7	958	1074.2
Lợi nhuận sau thuế	810.21	747	827.2
LNST của cổ đông công ty mẹ	747.44	672.7	744.4
EPS	1.591	1.432	1.585

Nguồn: KBSV

CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu KBC, chúng tôi sử dụng mô hình RNAV (giá trị tài sản ròng) và mô hình định giá so sánh chỉ số P/E với các doanh nghiệp cùng ngành. Với đặc thù là một doanh nghiệp BĐS, giá trị của KBC phụ thuộc rất nhiều vào giá trị của quỹ đất các KCN và KĐT và các dự án trong tương lai, do vậy KBSV cho rằng phương pháp RNAV là phù hợp để định giá chất lượng tài sản của KBC. Ngoài ra, chúng tôi sử dụng thêm phương pháp so sánh P/E để phản ánh thêm tính thị trường. Theo chúng tôi, tỷ lệ hợp lý của 2 phương pháp định giá RNAV:P/E là 80:20.

Chúng tôi đã thực hiện đánh giá lại các dự án KCN và KĐT dựa trên diện tích cho thuê còn lại (Bảng 28).

- KCN Tràng Duệ 3 chưa được phê duyệt nên sẽ không được cho vào mô hình. Chúng tôi chưa có đủ thông tin cũng như kế hoạch phát triển của KĐT Tràng Duệ, do vậy chúng tôi giữ nguyên giá trị sổ sách của KĐT này.
- Chúng tôi chiết khấu giá trị của KĐT Tràng Cát do dự án bị đọng vốn đã

Phương pháp RNAV

lâu.

- Đối với những khoản phải thu không rõ ràng, chúng tôi loại bỏ khỏi tài sản của KBC.

Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu KBC theo phương pháp này là 18,100VND/cổ phiếu.

Phương pháp P/E

Chúng tôi tính mức P/E bình quân của ngành Bất động sản công nghiệp hiện nay ở mức 9.8x. Theo đó, giá hợp lý đối với cổ phiếu KBC theo phương pháp này là 14,100VND/cổ phiếu.

Khuyến nghị

Như chúng tôi đã đề cập, KCN Tràng Duệ 3 đi vào khai thác và hai dự án KĐT Tràng Duệ và Khu ngoại giao đoàn được chuyển nhượng sẽ là động lực tăng giá cho cổ phiếu của KBC trong thời gian tới. Tuy nhiên, dựa vào kết quả định giá và triển vọng kinh doanh trong thời gian tới, trên quan điểm thận trọng, KBSV đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu KBC với giá mục tiêu là 17,300VND/cổ phiếu, cao hơn so với giá đóng cửa ngày 19/03/2019.

Bảng 27: Định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá dự kiến
P/E	14,100	20%	2,820
RNAV	18,100	80%	14,480
Giá mục tiêu (VND)			17,300

Nguồn: KBSV

Bảng 28: Mô hình định giá RNAV

(tỷ VND)	Giá trị sổ sách (ngày 31/12/2018)	Giá trị đánh giá lại
TÀI SẢN NGẮN HẠN	14,814.38	13,794.43
Tiền và các khoản tương đương tiền	224.08	224.08
Đầu tư ngắn hạn	2.96	2.96
Các khoản phải thu	5,799.08	4,690.78
Hàng tồn kho	8,592.65	8,681.0
Các KCN		
Quế Võ 1	57.9	85.8
Quế Võ 2	120.4	57.7
Nam Sơn Hạp Lĩnh	359.2	936.4
Quang Châu	685.7	1165.9
Tràng Duệ	137.4	100.8
Tân Phú Trung	2377.2	1847.6
Các KĐT		
Phúc Ninh	859.6	1641.3
Tràng Cát	3505.3	2369.3
Tràng Duệ	476.2	476.2
Tài sản ngắn hạn khác	195.61	195.61
Dịch vụ phụ trợ		495.00
TÀI SẢN DÀI HẠN	2,158.54	2158.54
NỢ PHẢI TRẢ	7,134.26	7,134.26
Lợi ích của cổ đông thiểu số	802.78	802.78
GIÁ TRỊ VỐN CHỦ SỞ HỮU		8,510.93
Giá cổ phiếu (VND)		18,100

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

Thông tin tài chính

Báo cáo Kết quả HĐKD

(TỶ VNĐ)	2015	2016	2017	2018
Doanh số thuần	1,434.85	1,972.46	1,260.20	2,505.87
Giá vốn hàng bán	-861.41	-865.07	-610.53	-1,038.86
Lãi gộp	573.45	1,107.39	649.67	1,467.01
Thu nhập tài chính	317.12	39.04	431.36	95.30
Chi phí tài chính	-41.37	-99.20	-109.46	-193.89
Trong đó: Chi phí lãi vay	-89.99	-81.66	-106.96	-200.75
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	9.59	21.56	18.74	13.41
Chi phí bán hàng	-34.89	-33.21	-22.12	-142.01
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-93.00	-120.94	-154.76	-164.86
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	730.90	914.64	813.43	1,074.95
Thu nhập khác	1.33	7.25	3.36	3.37
Chi phí khác	-2.26	-0.53	-5.25	-29.63
Thu nhập khác, ròng	-0.93	6.72	-1.89	-26.26
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	729.98	921.36	811.54	1,048.69
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-127.91	-210.08	-192.76	-238.48
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	602.06	711.28	618.78	810.21
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-9.85	153.91	34.25	62.77
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty me	611.91	557.37	584.52	747.44

Chỉ số hoạt động

	2015	2016	2017	2018
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.34%	54.97%	39.97%	56.14%
Tỷ suất EBITDA	17.61%	48.85%	33.03%	49.71%
Tỷ suất EBIT	13.81%	45.77%	31.05%	48.33%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	12.65%	31.92%	50.87%	46.71%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	12.47%	31.86%	50.94%	46.37%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	10.62%	29.18%	41.96%	36.06%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2015	2016	2017	2018
Lãi trước thuế	729.98	921.36	811.54	1,048.69
Khấu hao TSCĐ	28.36	27.31	39.80	41.28
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-306.08	-64.84	-431.77	-95.30
Chi phí lãi vay	0.00	81.66	106.96	200.75
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	485.51	980.80	526.76	1,173.47
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	149.32	-957.60	-428.90	-722.91
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-509.89	120.75	32.64	-291.68
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-53.30	982.57	208.43	557.56
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-0.48	-0.51	-41.83	-23.62
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-78.62	909.87	60.72	281.60
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-39.70	-57.61	-94.15	-33.40
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0.00	2.50	1.08	0.00
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-15.33	-58.25	-606.78	-297.53
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	72.61	0.00	17.35	10.76
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0.00	-431.69	0.00	0.00
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp	148.28	278.28	52.25	6.78
Cổ tức và tiền lãi nhận được	6.69	13.32	7.08	9.84
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	172.56	-253.45	-623.17	-303.56
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0.00	0.00	0.00	0.00
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0.00	0.00	0.00	0.00
Tiền thu được các khoản đi vay	1,081.99	225.65	1,692.48	908.72
Tiền trả các khoản đi vay	-1,096.86	-815.15	-914.30	-1,157.58
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0.00	0.00	0.00	0.00
Cổ tức đã trả	0.00	0.00	-6.25	-9.66
Tiền lãi đã nhận	0.00	0.00	0.00	0.00
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-14.87	-589.50	771.93	-258.52
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	79.07	66.92	209.48	-280.49
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	149.11	228.16	295.09	504.57
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	228.16	295.09	504.57	224.08

Bảng cân đối kế toán

(TỶ VNĐ)	2015	2016	2017	2018
TÀI SẢN NGẮN HẠN	12,003.02	13,010.53	13,730.01	14,814.38
Tiền và tương đương tiền	228.16	295.09	504.57	224.08
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1.74	1.24	1.01	2.96
Các khoản phải thu	3,361.58	4,381.55	4,744.14	5,799.08
Hàng tồn kho, ròng	8,364.45	8,243.70	8,322.62	8,592.65
TÀI SẢN DÀI HẠN	1,650.69	1,647.02	2,049.76	2,158.54
Phải thu dài hạn	355.63	303.76	724.51	714.34
Tài sản cố định	141.01	124.17	118.09	157.07
Giá trị ròng tài sản đầu tư	20.42	86.62	134.88	132.34
Tài sản dở dang dài hạn	234.90	234.36	151.32	194.21
Đầu tư dài hạn	892.60	893.14	911.87	947.29
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	13,653.71	14,657.55	15,779.77	16,972.92
NỢ PHẢI TRẢ	5,617.70	6,036.46	6,741.66	7,134.26
Nợ ngắn hạn	2,944.66	3,372.80	3,325.88	3,842.33
Phải trả người bán	76.99	113.78	134.34	190.24
Người mua trả tiền trước	425.92	875.18	404.15	428.29
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	0.00	0.00	0.00	2.91
Vay ngắn hạn	1,205.20	862.93	1,131.77	1,154.31
Nợ dài hạn	2,673.04	2,663.65	3,415.78	3,291.93
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Người mua trả tiền trước dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Doanh thu chưa thực hiện	5.30	5.17	5.05	4.92
Vay dài hạn	1,351.54	1,104.60	1,590.66	1,332.86
VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,036.00	8,621.09	9,038.11	9,838.66
Vốn góp	4,757.11	4,757.11	4,757.11	4,757.11
Thặng dư vốn cổ phần	989.06	989.06	989.06	989.06
Lãi chưa phân phối	1,781.54	2,318.83	2,904.51	3,651.95
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	870.54	918.32	749.67	802.78

Chỉ số chính

	2015	2016	2017	2018
Chỉ số định giá				
P/E	11.27	12.38	11.80	9.23
P/E pha loãng	9.38	10.29	9.82	7.68
P/B	0.96	0.90	0.83	0.76
P/S	4.81	3.50	5.47	2.75
P/Tangible Book	0.86	0.80	0.76	0.70
P/Cash Flow	-87.74	7.58	113.60	24.49
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	19.47	8.74	17.78	7.63
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	20.71	8.99	19.28	7.90
Hiệu quả quản lý				
ROE%	8.56	6.69	6.62	7.92
ROA%	4.58	3.94	3.84	4.56
ROIC%	4.21	9.00	4.02	9.41
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.08	0.09	0.15	0.06
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.22	1.39	1.58	1.57
Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.08	3.86	4.13	3.86
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.17	0.13	0.18	0.14
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.10	0.08	0.10	0.08
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.32	0.23	0.30	0.25
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.19	0.13	0.17	0.15
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.37	0.39	0.37	0.39
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.22	0.23	0.21	0.23
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.70	0.70	0.75	0.73
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.41	0.41	0.43	0.42
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	1.47	1.85	0.99	1.62
Hệ số quay vòng HTK	0.11	0.10	0.07	0.12
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	12.99	9.07	4.92	6.40

Source: Fiiipro

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn