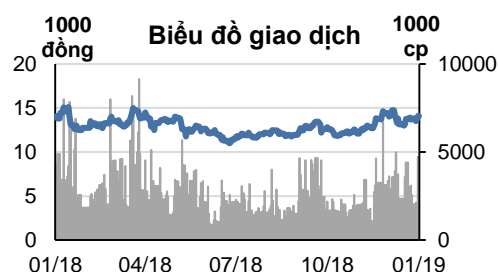


## KBC (HOSE) Chất lượng tài sản làm lu mờ tiềm năng tăng trưởng

### Đánh giá **TRUNG LẬP**

#### Ngành Bất động sản

Giá thị trường (VND)	14,100
Giá mục tiêu (VND)	15,200
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	6%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	6%



### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	7%	-1%	10%	1%
Tương đối	6%	2%	17%	12%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

### Thống kê **17-01-19**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	11.0k-15.1k
SL lưu hành (triệu cp)	470
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,624
Vốn hóa (triệu USD)	286
% khối ngoại sở hữu	20%
SL cp tự do (triệu cp)	354
KLGD TB 3 tháng (cp)	2,465,338
VND/USD	23,190
Index: VNIndex/HNX	1,035/120

Nguồn: Bloomberg

### Cơ cấu sở hữu **17-01-19**

Chủ tịch và các CĐ liên quan	16%
CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	9.6%
Dragon Capital	5.6%
PYN Elite Fund	4.9%

Nguồn: KIS

### Trần Thị Ngọc Mai

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1461

Mai.tt@kisvn.vn

www.kisvn.vn

### Quan điểm đầu tư:

- **FDI giải ngân ngày càng cao:** Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng ấn tượng 9.1% n/n, lập mức kỷ lục 19.1 tỷ USD trong năm 2018, dự kiến đạt mức 20.4 tỷ USD năm 2019 và 24.7 tỷ USD năm 2020, theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI sẽ chảy về các khu công nghiệp (KCN) của KBC nhờ: (1) Vị trí thuận lợi; (2) Chất lượng cơ sở hạ tầng cao; (3) Sự hỗ trợ từ Chính phủ; (4) Quỹ đất lớn và (5) Định hướng phù hợp.
- **Tỷ lệ lấp đầy ấn tượng và giá thuê đất tăng:** Tính đến tháng 11/2018, tỷ lệ lấp đầy của Quê Võ II tăng từ 67% lên 85%, Quang Châu từ 48% lên 70% và Trảng Duệ II từ 77% lên 87%. Bên cạnh đó, giá thuê đất cũng tăng +5% n/n trong 9T2018. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tăng sẽ tiếp tục trong năm nay.
- **Các dự án nổi bật trong năm 2019:**
  - **Giai đoạn 1 (100/432 ha) của Nam Sơn Hạp Lĩnh có thể bắt đầu cho thuê vào năm 2019.** Theo KBC, các công ty vệ tinh của Apple dự kiến sẽ đầu tư 50 triệu USD trong những năm tới. KBC đã nhận tiền đặt cọc 30 ha tại Nam Sơn Hạp Lĩnh và bán được 7 nhà xưởng.
  - KCN Quang Châu với doanh thu tiềm năng hơn 1,300 tỷ. Riêng năm 2019, chúng tôi ước tính KBC sẽ ghi nhận doanh thu từ cho thuê 30ha đất.
  - Dự án Phúc Ninh được tái khởi động. Chúng tôi ước tính doanh thu của Khu đô thị Phúc Ninh đạt 587 tỷ đồng vào năm 2018 và 805 tỷ đồng vào năm 2019.
- Năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng sau thuế lần lượt là 2,516 tỷ đồng và 791 tỷ đồng. EPS forward là 1,590 đồng

### Rủi ro:

- KCN Trảng Cát và Tân Phú Trung chiếm 59% giá trị của KBC trong mô hình.
- Diện tích thuê KCN và tiến độ bán dự án Phúc Ninh có thể không diễn ra như giả định.
- Lợi nhuận từ thanh lý các khoản đầu tư lớn và không thể dự đoán trước.

### Khuyến nghị:

KBC được kỳ vọng hưởng lợi lớn khi nguồn vốn FDI mạnh mẽ đi vào Việt Nam, chúng tôi tin rằng tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2019. Tuy nhiên rủi ro từ hoạt động chuyển nhượng các khoản đầu tư và việc chậm triển khai các dự án lớn sẽ ảnh hưởng mạnh đến dòng lợi nhuận trong tương lai. Sử dụng phương pháp DCF, chúng tôi định giá cổ phiếu KBC ở mức **15,200 đồng** vào cuối năm 2019. Tổng lợi nhuận kỳ vọng là **6%** với giá hiện tại là **14,100 đồng/cổ phiếu**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu KBC.

Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	1,972	1,260	2,120	2,516	2,622
Tăng trưởng (%)	37%	-36%	68%	19%	4%
Lợi nhuận ròng	711	619	704	791	890
Tăng trưởng (%)	18%	-13%	14%	12%	12%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,187	1,244	1,415	1,590	1,789
Tăng trưởng (%)	-9%	5%	14%	12%	12%
ROE (%)	7%	7%	8%	8%	8%
Nợ ròng/VCSH (%)	19%	25%	25%	25%	24%
PE (x)	12.2	11.7	10.2	9.1	8.1
PB (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	9.7	19.2	10.6	9.8	8.7
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%

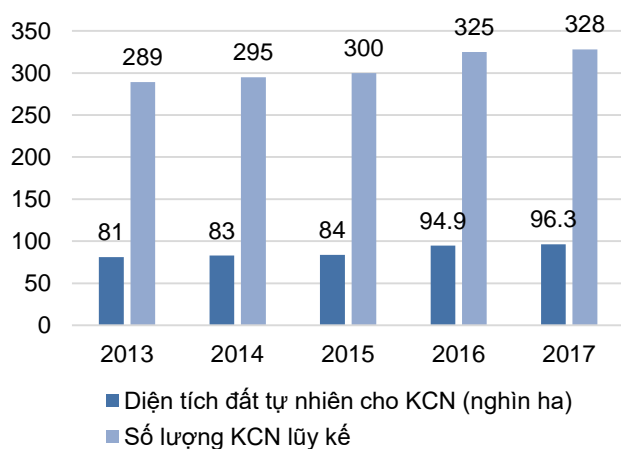
## 1. Nguồn FDI giải ngân tiếp tục tăng cao

Vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài - FDI luôn là một trong những động lực chính thúc đẩy sự phát triển các KCN tại Việt Nam. Nói cách khác, tiềm năng giải ngân vốn FDI và diện tích đất cho thuê KCN thường tỷ lệ thuận với nhau.

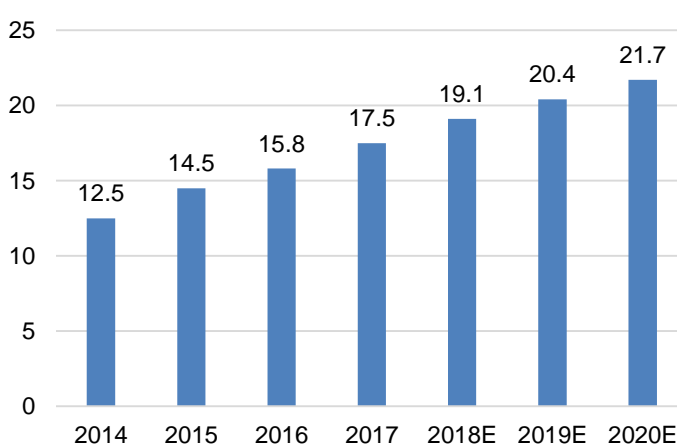
FDI giải ngân tiếp tục tăng trưởng ấn tượng 9.1% n/n, đạt mức kỷ lục 19.1 tỷ USD vào năm 2018 và dự kiến sẽ đạt 20.4 tỷ USD vào năm 2019 và 24.7 tỷ USD vào năm 2020, theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư Việt Nam. Nhờ môi trường kinh doanh ổn định, Việt Nam xếp hạng 69 trên 190 quốc gia về xếp hạng môi trường kinh doanh năm 2018. Hơn nữa, cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung có thể góp phần dịch chuyển dòng vốn FDI vào Việt Nam. Jones Lang LaSalle (JLL), một công ty dịch vụ chuyên nghiệp hàng đầu chuyên về quản lý đầu tư và bất động sản cho biết: cuộc chiến thương mại đã thúc đẩy việc chuyển nhà máy ra khỏi Trung Quốc với ngày càng nhiều nhà sản xuất tìm kiếm địa điểm thay thế tại các quốc gia khác. Với những lý do trên, chúng tôi tin rằng dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trong những năm tới.

Tính đến ngày 31/12/2017, đã có 328 KCN được thành lập với tổng diện tích tự nhiên là 96,300 ha tại Việt Nam. Tỷ lệ lấp đầy đạt 53%, trong đó đáng chú ý là tỷ lệ của các KCN đang hoạt động là 73%. Số lượng KCN và diện tích đất tự nhiên cho thuê đã tăng liên tục trong những năm qua. Cùng với nguồn vốn FDI đẩy mạnh vào Việt Nam, diện tích đất công nghiệp cho thuê được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện.

Hình 01. Các khu công nghiệp



Hình 02. Nguồn vốn FDI giải ngân (tỷ USD)



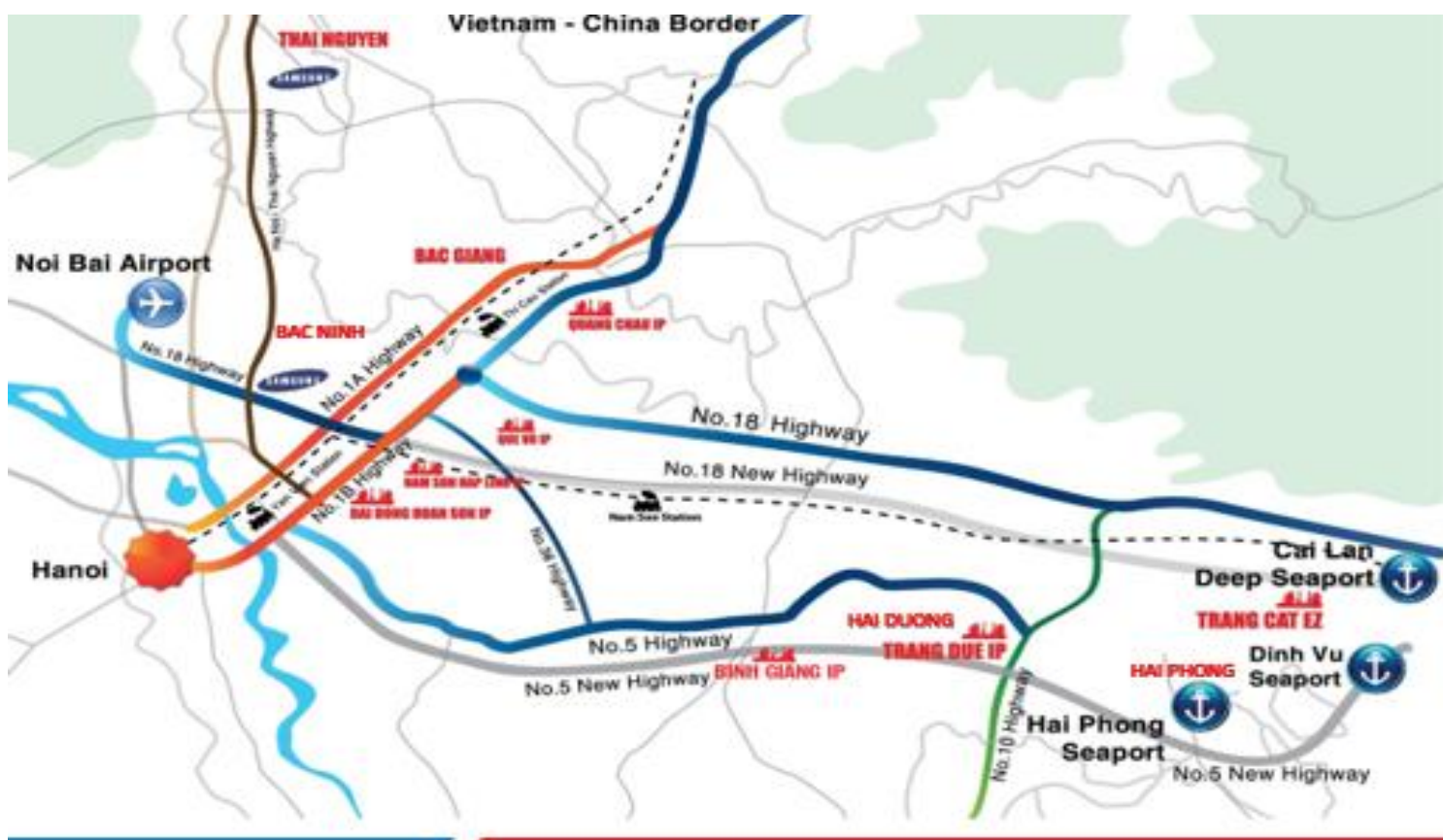
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư & KIS

Thị trường bất động sản KCN sẽ tiếp tục phát triển mạnh trong năm tới. Chúng tôi kỳ vọng FDI sẽ tiếp tục chảy vào các KCN của KBC nhờ các lợi thế sau:

**(1) Vị trí tốt:** Quỹ đất thuộc sở hữu trực tiếp của KBC và các công ty con tập trung chủ yếu ở Bắc Ninh, Hải Phòng, Bắc Giang, những nơi thu hút dòng vốn FDI mạnh mẽ trong những năm gần đây. Những KCN ở các tỉnh này có lợi thế nhờ vị trí nằm

gần biên giới Trung Quốc - Việt Nam và nằm trong tam giác kinh tế trọng điểm Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh.

**(2) Cơ sở hạ tầng chất lượng cao:** tỉnh Bắc Ninh và Bắc Giang có hơn 4,000 km đường giao thông và được kết nối với các tỉnh lân cận thông qua quốc lộ 1A nối liền Hà Nội - Bắc Ninh - Lạng Sơn, đường cao tốc số 18 nối Sân bay quốc tế Nội Bài với Bắc Ninh – Hạ Long và quốc lộ số 38 nối Bắc Ninh, Hải Dương và Hải Phòng. Ngoài ra, các đường cao tốc này cũng được thông với các tuyến đường tỉnh và xã. Hơn nữa, các KCN tại đây có thể kết nối dễ dàng, thuận tiện với Hải Phòng - trung tâm cảng biển chính tại khu vực Bắc bộ.

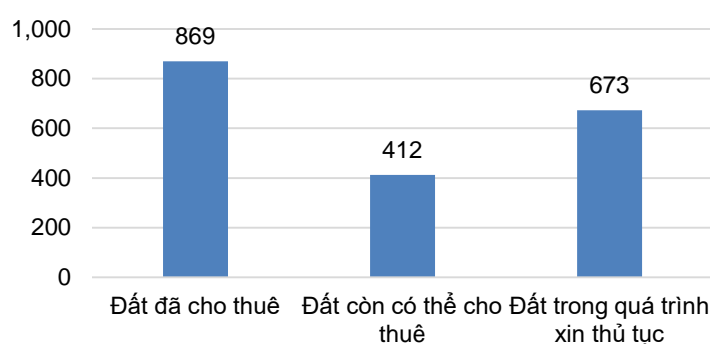


**(3) Sự hỗ trợ mạnh mẽ từ chính phủ Việt Nam:** Chính phủ đã phê duyệt nhiều chính sách ưu đãi cho các KCN của KBC (như thành lập các đặc khu kinh tế, miễn thuế và tiền thuê đất, v.v.). Ngoài ra, Bắc Ninh đang phấn đấu trở thành thành phố trực thuộc trung ương vào năm 2022.

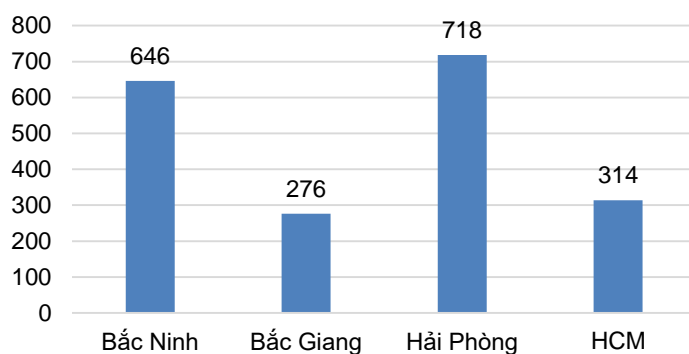
**(4) Quỹ đất lớn:** Tính đến ngày 31/12/2017, ngoài 1,060 ha cho phát triển dân cư, KBC có khoảng 5,174 ha cho phát triển công nghiệp, chiếm gần 5% tổng diện tích đất công nghiệp của cả nước.

Nếu chỉ tính quỹ đất tại các KCN thuộc sở hữu của KBC và các công ty con, thì KBC có khoảng 3,101 ha (không bao gồm KCN Trảng Cát – dự án đã không có biến chuyển trong một thời gian dài), tương đương với 1,954 ha đất thương phẩm.

Hình 03. Quỹ đất cho thuê của KBC và các công ty con (ha, 2017)



Hình 04. Phân bố quỹ đất (ha, 2017)



Nguồn: KBC, KIS ước tính

Trong số 1,954 ha diện tích đất thương phẩm, 44% đã được cho thuê. Doanh thu của KBC trong những năm tới sẽ đến từ 412 ha đất sẵn sàng cho thuê và 673 ha đất đang chờ cấp phép hoặc đang trong giai đoạn đền bù (không bao gồm KCN Trảng Cát).

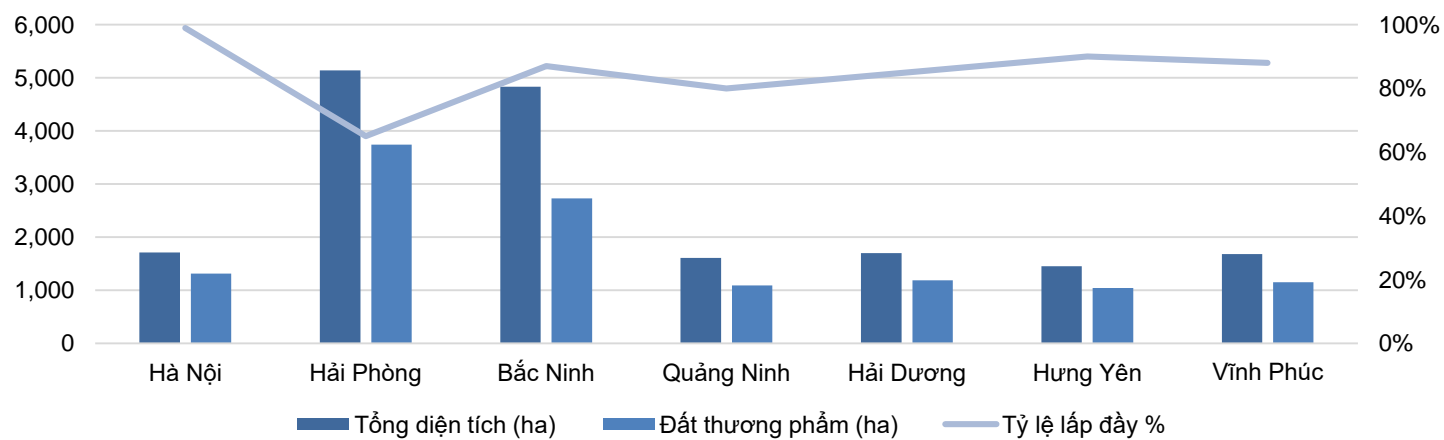
**(5) Tập trung vào sản xuất điện tử và viễn thông:** Ngoài cơ sở hạ tầng và vị trí chiến lược, việc có một định hướng đúng đắn để thu hút đầu tư là rất quan trọng. Bắc Ninh nói chung và KBC nói riêng đã định hướng đẩy mạnh thu hút các dự án FDI trong lĩnh vực sản xuất các sản phẩm điện tử và viễn thông, đưa Bắc Ninh trở thành "thủ phủ công nghệ cao" tại Việt Nam, hoàn toàn phù hợp với xu hướng phát triển của ngành công nghệ trên toàn thế giới.

## 2. Tỷ lệ lấp đầy ấn tượng, giá cho thuê tăng

### 2.1. Tỷ lệ lấp đầy ấn tượng

Theo JLL, tỷ lệ lấp đầy trong 3Q2018 của các khu công nghiệp phía Bắc tăng 400 điểm phần trăm lên 85% so với 1Q2018 chủ yếu nhờ các tỉnh Hải Phòng, Bắc Ninh và Hải Dương.

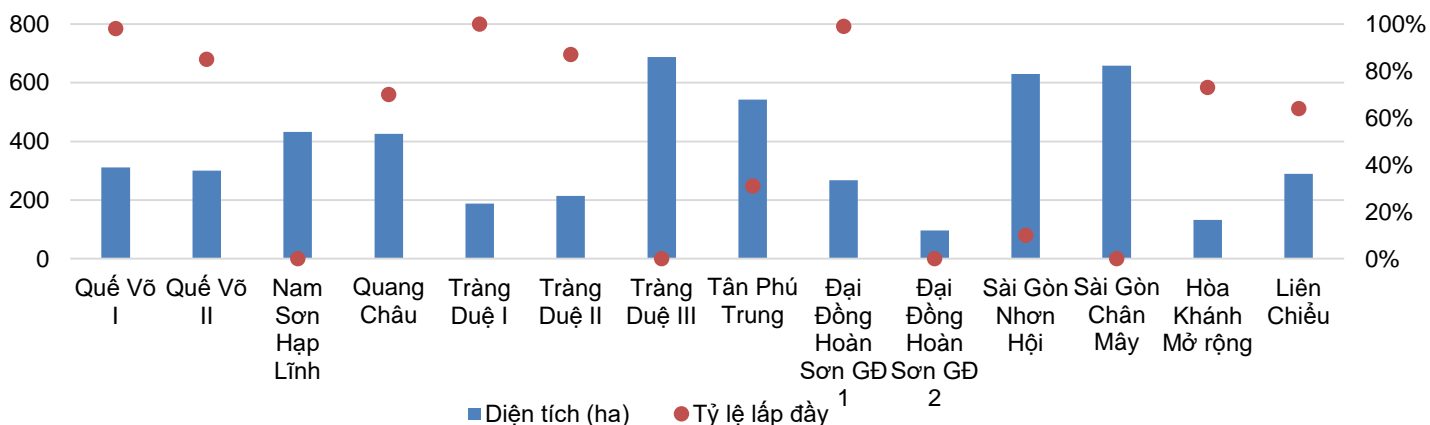
Hình 05. Tổng diện tích đất và tỷ lệ lấp đầy ở Bắc Bộ ngày 30/09/2018



Nguồn: JLL & KIS

Tính đến tháng 11/2018, tỷ lệ lấp đầy một số KCN của KBC tăng lên đáng kể so với năm trước. Chẳng hạn, Quế Võ II tăng từ 67% lên 85%, Quang Châu từ 48% lên 70% và Trảng Duệ II từ 77% lên 87%. Chúng tôi ước tính khoảng 105 ha đất đã được cho thuê vào tháng 11/2018. Với những lợi thế như nguồn FDI giải ngân mạnh mẽ và hỗ trợ tích cực từ chính phủ, chúng tôi hy vọng rằng thị trường cho thuê đất công nghiệp sẽ tích cực trong những năm tới.

Hình 06. Tỷ lệ lấp đầy các KCN của KBC ngày 30/11/2018

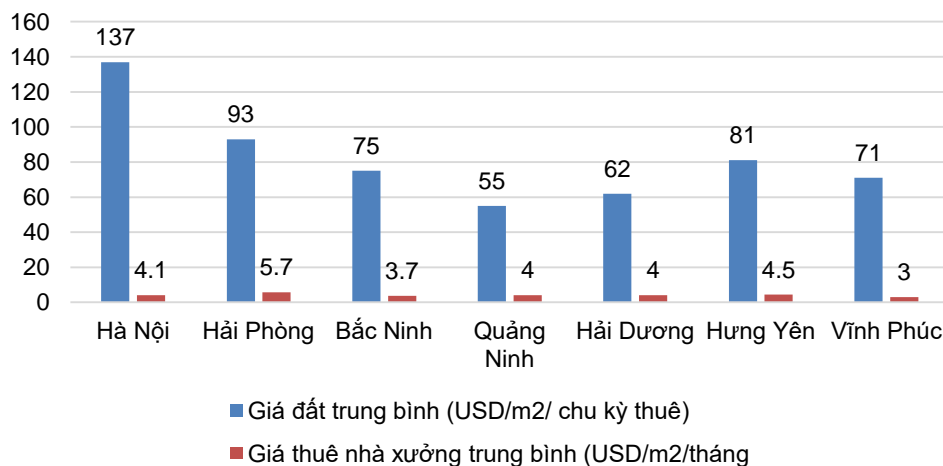


Nguồn: KBC & KIS

## 2.2. Giá cho thuê tăng

Theo nghiên cứu của JLL, trong 3Q2018, giá thuê đất trung bình tại các KCN ở Bắc Bộ đạt 82 USD/m<sup>2</sup>/50 năm, tăng gần 9% so với 1Q2018. Riêng đối với các KCN ở Bắc Ninh, giá thuê trung bình tăng từ 68.5 USD trong 1Q2018 lên 75 USD/m<sup>2</sup>/50 năm trong 3Q2018.

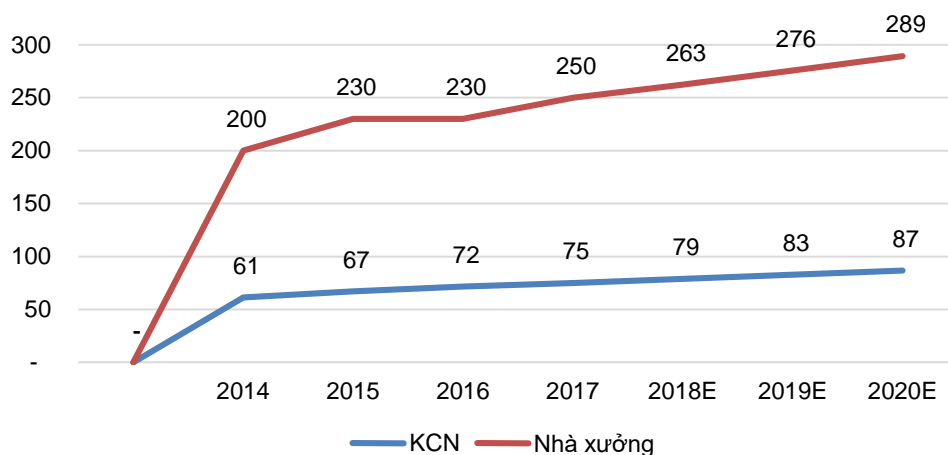
Hình 07. Giá thuê đất và nhà xưởng trung bình, 3Q2018



Nguồn: JLL & KIS

Không nằm ngoài xu hướng đó, giá thuê đất trung bình các KCN của KBC đã tăng đáng kể trong những năm gần đây. Cụ thể, giá thuê đất tăng +9% n/n trong năm 2015, +7% n/n trong năm 2016, +5% n/n trong năm 2017 và +5% n/n trong 9T2018. Với những lợi thế của KBC như đã trình bày ở trên cùng với dự báo nhu cầu thuê đất mạnh mẽ của JLL, chúng tôi giả định mức tăng trưởng 5% tiền thuê đất mỗi năm trong thời gian tới. Trong mô hình định giá của chúng tôi, chúng tôi ước tính rằng tiền thuê đất của một số KCN như Quế Võ, Quang Châu và Trảng Duệ có thể tăng khoảng 5%/năm trong năm 2019 và 2020.

**Hình 08. Giá thuê KCN trung bình của KBC (USD/m<sup>2</sup>/50 năm)**



Nguồn: KBC & KIS

### 2.3. Tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê được thúc đẩy bởi các khách thuê lớn kèm theo các vệ tinh.

Chỉ sau 5 năm kể từ khi “ông lớn” LG vào Việt Nam và chọn KCN Trảng Duệ I để đặt cơ sở sản xuất, thì KCN Trảng Duệ I (188 ha) và II (214 ha) đã được lấp đầy nhanh chóng bởi LG và các công ty vệ tinh. Tính đến tháng 11/2018, KCN Trảng Duệ II - 214 ha đã lấp đầy 87%. Trước sự thành công của KCN Trảng Duệ I, II, KBC đã khởi động KCN Trảng Duệ III với diện tích 787 ha, lớn hơn cả tổng diện tích của KCN Trảng Duệ I và II. Tuy nhiên, dự án KCN Trảng Duệ III vẫn đang chờ Chính Phủ phê duyệt để trở thành một phần thuộc đặc khu Đình Vũ Cát Hải. Chúng tôi cho rằng, trong ngắn hạn thì Trảng Duệ III sẽ chưa thể mang lại doanh thu. Tuy nhiên, nếu Trảng Duệ III được Chính phủ phê duyệt, đây sẽ trở thành một trong những điểm nhấn đầu tư lớn cho KBC.

Bên cạnh đó, việc cam kết đầu tư thêm của các khách thuê lớn hiện hữu như LG hay SamKwang (đã đầu tư ban đầu 150 triệu USD và dự kiến sẽ đầu tư thêm 250 triệu USD vào Việt Nam) sẽ là những nhân tố góp phần cải thiện tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê của các KCN trong các năm tới. Ngoài ra, theo chia sẻ từ phía KBC: công ty vệ tinh của Apple sẽ chuyển dịch và đầu tư vào Việt Nam, dự kiến khoản đầu tư ban đầu khoảng 50 triệu USD.

Một số khách thuê lớn tại các KCN của KBC:

Khách thuê	Diện tích cho thuê	Vốn đầu tư (USD)
LG Electronics	40 ha	1.5 tỷ
LG Display	40 ha	1.5 tỷ
LG Innotek	17 ha	1.1 tỷ
Haeng Sun	10 ha	100 triệu
Heesung	14 ha	154 triệu
Cannon	20 ha	60 triệu
Foxconn	12 ha	80 triệu

Nguồn: KBC & KIS

### 3. Các dự án nổi bật trong năm 2019

Chi tiết về các KCN của KBC cho đến ngày 30/11/2018

STT	Khu công nghiệp	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích (ha)	Thương phẩm (ha)	Tổng DT đã bán (ha)	DT đất có sẵn (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Nổi bật năm 2019
1	Quế Võ I	Bắc Ninh	100%	311	192	188	4	98%	
2	Quế Võ II	Bắc Ninh	100%	300	171	145	26	85%	
3	Nam Sơn Hạp Lĩnh GD 1 (100/432 ha)	Bắc Ninh	100%	432	66	0	66(*)	0%	x
4	Quang Châu	Bắc Giang	80.8%	426	275	193	82	70%	x
5	Tràng Duệ I	Hải Phòng	86.5%	188	129	129	0	100%	
6	Tràng Duệ II	Hải Phòng	86.5%	214	133	116	17	87%	
7	Tràng Duệ III	Hải Phòng	86.5%	687	456	0	n/a	0%	
8	Tân Phú Trung	HCM	74.3%	543	314	98(*)	217(*)	31%	
9	Đại Đồng Hoàn Sơn GD 1	Bắc Ninh	21.5%	268	81	80(*)	1(*)	99%	
10	Đại Đồng Hoàn Sơn GD 2	Bắc Ninh	21.5%	96	62	0	62(*)	0%	
11	Sài Gòn Nhơn Hội	Bình Định	10%	630	445	45(*)	401(*)	10%	
12	Sài Gòn Chân Mây	Huế	28.1%	658	586	0	586(*)	0%	
13	Hòa Khánh Mở rộng	Đà Nẵng	19.5%	133	108	79(*)	29(*)	73%	
14	Liên Chiểu	Đà Nẵng	19.5%	289	175	111(*)	64(*)	64%	
<b>Tổng</b>				<b>5,174</b>					
<b>Dự án phát triển BĐS</b>									
	Khu đô thị Phúc Ninh	Bắc Ninh	100%	136	45	1.59	43	4%	x

(\*) Dữ liệu ngày 31/12/2017  
 Nguồn: KBC & KIS

#### KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh có thể bắt đầu cho thuê vào năm 2019

Tổng diện tích của dự án là khoảng 432 ha. Giai đoạn 1 (100/432 ha) dự kiến sẽ nhận được giấy phép đầu tư vào đầu năm 2019. Theo KBC, các công ty vệ tinh của Apple dự kiến sẽ đầu tư 50 triệu USD trong những năm tới. KBC đã nhận được khoản đặt cọc 30 ha tại Nam Sơn Hạp Lĩnh và bán được 7 nhà máy. Trường hợp khả quan

**QUANG CHAU IP**

• **Location:** Next to National Highway No.1B to Vietnam – China border gate

• **Total area:** 426 ha- 70% occupied.

(120 ha for expansion)

• **Investors:** 20, labor: 17,642

• **Total FDI:** USD 1.2 billion



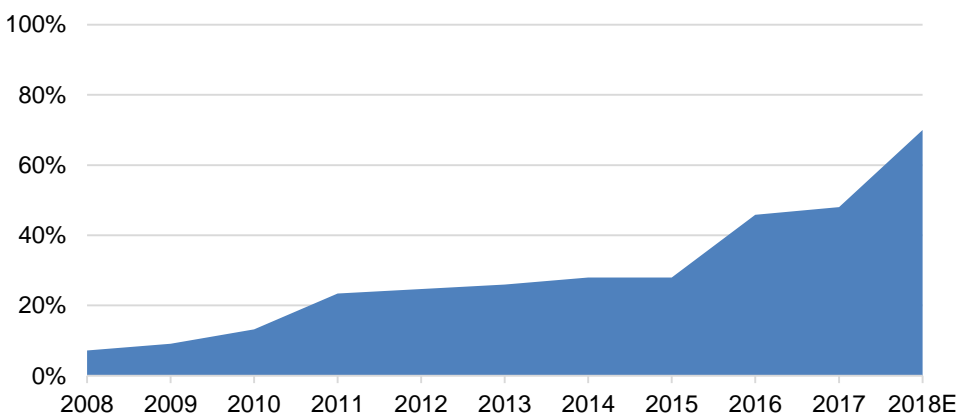
nhất, KBC có thể ghi nhận 497 tỷ đồng doanh thu từ 30 ha đất tại Nam Sơn Hạp Lĩnh trong năm nay.

**Hơn 1,300 tỷ đồng doanh thu cho thuê đất tại KCN Quang Châu**

SamKwang, công ty đã đầu tư ban đầu 150 triệu USD và dự kiến sẽ đầu tư thêm 250 triệu USD vào Việt Nam, là một trong những vệ tinh cấp 1 của Samsung. Hiện tại, SamKwang đang thuê khoảng 10 ha tại KCN Quang Châu. Nếu SamKwang đầu tư thêm 250 triệu USD trong thời gian tới, KIS ước tính sẽ có khoảng 15-20 ha đất ở Quang Châu tiếp tục được cho thuê, với tổng doanh thu ước tính khoảng 207 tỷ đồng.

Và nếu như dự án sản xuất tấm silic và lắp ráp tấm pin năng lượng với vốn đầu tư khoảng 600 triệu USD của JA Solar được phê duyệt ĐTM và triển khai thì khoảng thêm 70 ha đất tại KCN Quang Châu sẽ được cho thuê (tổng diện tích cần thuê 88 ha). Với giá cho thuê 60 USD/m<sup>2</sup>/thời hạn thuê, chúng tôi ước tính doanh thu có thể ghi nhận thêm 1,127 tỷ đồng trong những năm tới.

**Hình 09. Tỷ lệ lấp đầy của KCN Quang Châu**



Nguồn: KBC & KIS

**Tái khởi động dự án khu dân cư Phúc Ninh**

Tổng diện tích dự án Phúc Ninh là 136 ha, bao gồm 46 ha diện tích thương phẩm.

Chi tiết dự án:

	Diện tích	Thương phẩm	Giá bán ước tính (tỷ đồng/m <sup>2</sup> )	Doanh thu ước tính (tỷ đồng)		
				2017	2018E	2019E
Giai đoạn 1	6.3 ha	3 ha	20-23	232.8	587	805
Giai đoạn 2	22 ha	10 ha	20-23			
Giai đoạn 3	Kế hoạch					
<b>Tổng</b>				<b>232.8</b>	<b>587</b>	<b>805</b>



## 4. Dự phóng thu nhập và định giá

### 4.1. Dự phóng thu nhập

	2017	2018E	2019E	Giả định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,260</b>	<b>2,120</b>	<b>2,516</b>	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>-36%</i>	<i>68%</i>	<i>20%</i>	
Doanh thu cho thuê KCN	716	1,404	1,569	Năm 2019: Ghi nhận doanh thu của 100ha trong đó: Quang Châu- 30ha, Nam Sơn Hạp Lĩnh- 30ha, Tân Phú Trung-15ha, Quế Võ II-15ha, Trảng Duệ II-10ha.
Doanh thu từ chuyển giao dự án	233	587	805	Doanh thu 2019 đến từ việc bàn giao 4 ha dự án Khu đô thị Phúc Ninh
Khác	311	129	142	Doanh thu từ nhà máy, điện, nước...
Lợi nhuận gộp	650	1,106	1,247	
<i>Biên LN (%)</i>	<i>52%</i>	<i>52%</i>	<i>50%</i>	
<b>EBIT</b>	<b>473</b>	<b>915</b>	<b>1,019</b>	
Chi phí lãi vay ròng	92	89	89	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>619</b>	<b>704</b>	<b>791</b>	
EPS (VND, hiệu chỉnh)	1,244	1,415	1,590	

Nguồn: KBC, KIS ước tính

### 4.2. Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu KBC theo phương pháp DCF. Với dự án Trảng Duệ III và Trảng Cát, chúng tôi sử dụng phương pháp BV. Do đó, chúng tôi định giá cổ phiếu KBC ở mức **15,200 đồng** vào cuối năm 2019. Tổng lợi nhuận kỳ vọng là **6%** với mức giá hiện tại là 14,100 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** với cổ phiếu KBC.

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tồn kho tại 30/09/2018	Phương pháp	NPV
Quế Võ I	100%	19	DCF	28
Quế Võ II	100%	152	DCF	353
Quang Châu	81%	652	DCF	1,208
Trảng Duệ II	87%	143	DCF	73
Tân Phú Trung	74%	2,309	DCF	2,076
Khu đô thị Phúc Ninh	100%	823	DCF	1,549
Trảng Duệ III	87%	175	BV	175
Nam Sơn Hạp Lĩnh	100%	322	DCF	579
Trảng Cát	100%	3,498	BV	3,498
<b>Tổng</b>		<b>8,093</b>		<b>9,539</b>
Tiền mặt (tỷ đồng)				437
Nợ (tỷ đồng)				2,036
Lợi ích CE thiếu số (tỷ đồng)				789
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)				7,151
Số lượng CP (triệu)				470
Giá trị cổ phần (đồng)				<b>15,200</b>

## 5. Yếu tố rủi ro

### 5.1. KCN Tràng Cát và Tân Phú Trung chiếm 59% giá trị doanh nghiệp trong mô hình định giá.

#### KCN Tràng Cát

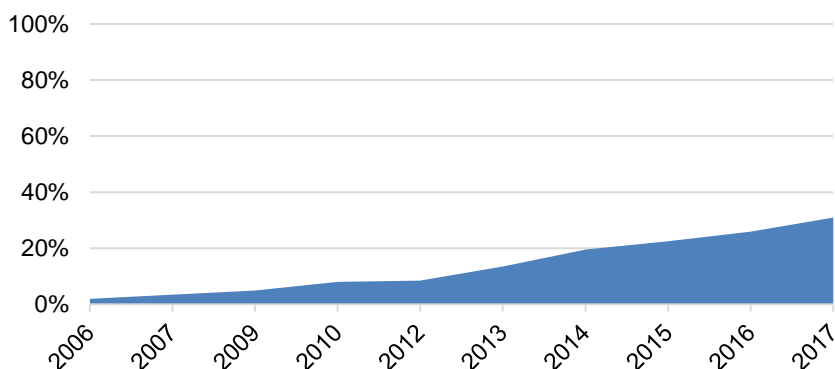
Tổng chi phí đầu tư vào KCN Tràng Cát là 3,498 tỷ đồng, chiếm 43% hàng tồn kho tính đến ngày 30/09/2018. Đến nay, 511/581 ha đã được đền bù. Mặc dù dự án đã được phê duyệt từ năm 2010, nhưng vẫn chưa biết khi nào KBC có thể cho thuê KCN này. Vì vậy, chúng tôi sử dụng phương pháp BV để định giá KCN Tràng Cát. Theo đó, KCN Tràng Cát chiếm 37% tổng giá trị của KBC trong mô hình của chúng tôi.

#### KCN Tân Phú Trung

KCN Tân Phú Trung được thành lập năm 2003 và có giá trị sổ sách là 2,309 tỷ đồng tính đến ngày 30/09/2018. Dự án có tổng diện tích khoảng 543 ha, tương đương với khoảng 314 ha diện tích đất thương phẩm. Mặc dù dự án đã được cho thuê hơn 10 năm nhưng tỷ lệ lấp đầy mới chỉ đạt 31%, tương đối thấp. Tân Phú Trung chiếm 22% tổng giá trị của KBC trong mô hình của chúng tôi.

KBC có kế hoạch bán 15-20 ha KCN Tân Phú Trung mỗi năm. Do chi phí đầu tư cao (khoảng 1.3 triệu đồng/m<sup>2</sup>), chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp chỉ ở mức 25%. Sau khi trừ chi phí bán hàng, quản lý DN và chi phí lãi vay, phần lợi nhuận đóng góp cho công ty mẹ còn lại hầu như rất ít.

**Hình 10. Tỷ lệ lấp đầy của KCN Tân Phú Trung**



Nguồn: KBC, KIS ước tính

### 5.2. Các giả định chính không xảy ra

Giả định của chúng tôi bao gồm:

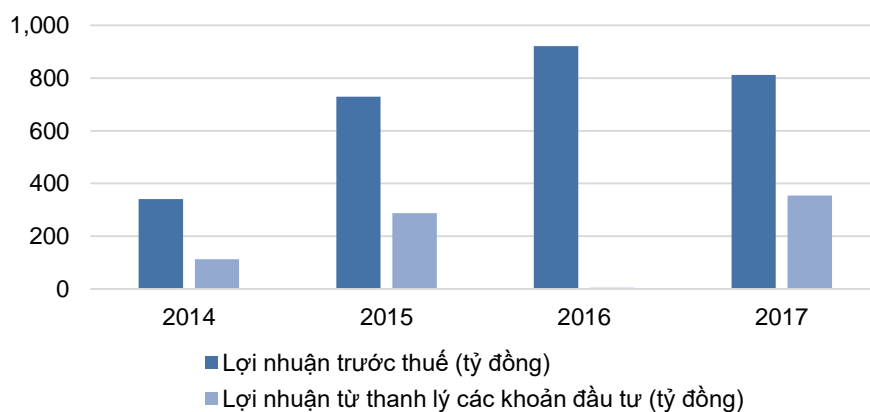
- Nam Sơn Hạp Lĩnh sẽ bắt đầu cho thuê vào đầu năm 2019 với 30 ha đất.
- Ước tính 30 ha đất sẽ được cho thuê tại Quang Châu vào năm 2019.
- KCN Tân Phú Trung sẽ cho thuê trung bình 15 ha mỗi năm từ năm 2018 trở đi.
- Khu đô thị Phúc Ninh: Chúng tôi ước tính doanh thu chuyển nhượng 2-4 ha/năm sẽ được ghi nhận từ năm 2018 trở đi

Rủi ro nếu Nam Sơn Hạp Lĩnh chưa được phê duyệt triển khai, hoặc tiến độ bán hàng của dự án khu đô thị Phúc Ninh không tích cực như mong đợi.

### 5.3. Lợi nhuận từ việc chuyển nhượng thanh lý các khoản đầu tư khá lớn và khó dự đoán

Biên lợi nhuận ròng của KBC tương đối cao so với trung bình ngành nhờ lợi nhuận từ thanh lý các khoản đầu tư, đóng góp tới 33%, 40% và 44% lợi nhuận trước thuế trong năm 2014, 2015 và 2017. Tuy nhiên, lợi nhuận này là không thể đoán trước và có thể gây ra khác biệt giữa dự phóng của chúng tôi và thực tế.

**Hình 11. Lợi nhuận từ thanh lý các khoản đầu tư**



Nguồn: KBC & KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 6,624 tỷ đồng				
	Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,972</b>	<b>1,260</b>	<b>2,120</b>	<b>2,516</b>	<b>2,622</b>
Tăng trưởng (%)	37%	-36%	68%	19%	4%
Thuê đất	1,632	716	1,404	1,569	1,612
Chuyển nhượng BĐS	219	233	587	805	855
Khác	122	311	129	142	156
<b>GVHB</b>	<b>865</b>	<b>611</b>	<b>1,013</b>	<b>1,270</b>	<b>1,226</b>
Biên LN gộp (%)	56%	52%	52%	50%	53%
Chi phí BH & QLDN	154	177	192	227	237
<b>EBITDA</b>	<b>981</b>	<b>513</b>	<b>955</b>	<b>1,059</b>	<b>1,199</b>
Biên lợi nhuận (%)	50%	41%	45%	42%	46%
Khấu hao	27	40	40	40	40
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>953</b>	<b>473</b>	<b>915</b>	<b>1,019</b>	<b>1,159</b>
Biên LN HĐKD (%)	48%	38%	43%	41%	44%
Chi phí lãi vay ròng	74	92	93	89	112
% so với nợ ròng	4%	5%	4%	3%	4%
Khả năng trả lãi vay (x)	13.0	5.1	9.9	11.4	10.3
Lãi/lỗ khác	42	431	57	59	65
Thuế	193	176	198	222	190
Thuế suất hiệu dụng (%)	23%	24%	20%	20%	20%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>711</b>	<b>619</b>	<b>704</b>	<b>791</b>	<b>890</b>
Biên lợi nhuận (%)	36%	49%	33%	31%	34%
Lợi ích CĐ thiểu số	154	34	39	44	49
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>557</b>	<b>585</b>	<b>665</b>	<b>747</b>	<b>840</b>
Số lượng CP (triệu)	476	476	476	476	476
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>1,187</b>	<b>1,244</b>	<b>1,415</b>	<b>1,590</b>	<b>1,789</b>
Tăng EPS (%)	-9%	5%	14%	12%	12%
Cổ tức (VND)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Vòng quay phải thu (x)	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3
Vòng quay HTK (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Vòng quay phải trả (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Thay đổi vốn lưu động	-177	980	937	930	923
Capex	40	58	63	70	77
Dòng tiền khác	220	167	0	0	0
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>656</b>	<b>-546</b>	<b>-257</b>	<b>-169</b>	<b>-71</b>
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0
Cổ tức	0	0	0	0	0
Thay đổi nợ ròng	-656	546	257	169	71
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>1,671</b>	<b>2,217</b>	<b>2,473</b>	<b>2,643</b>	<b>2,713</b>
Giá trị doanh nghiệp	9,487	9,864	10,160	10,373	10,493
<b>Tổng VCSH</b>	<b>8,621</b>	<b>9,038</b>	<b>9,742</b>	<b>10,533</b>	<b>11,422</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	918	750	789	832	882
<b>VCSH</b>	<b>7,703</b>	<b>8,288</b>	<b>8,953</b>	<b>9,700</b>	<b>10,541</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16,399	17,646	19,061	20,651	22,440
Nợ ròng / VCSH (%)	19%	25%	25%	25%	24%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.7	4.3	2.6	2.5	2.3
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14,658</b>	<b>15,780</b>	<b>16,672</b>	<b>17,338</b>	<b>18,299</b>

Nợ ròng = Nợ - Tiền & Tương đương Tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	7%	7%	8%	8%	8%
ROA (%)	5%	4%	4%	5%	5%
ROIC (%)	7%	6%	7%	7%	7%
WACC (%)	13%	13%	13%	13%	13%
PER (x)	12.2	11.7	10.2	9.1	8.1
PBR (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
PSR (x)	3.5	5.5	3.3	2.7	2.6
EV/EBITDA (x)	9.7	19.2	10.6	9.8	8.7
EV/Sales (x)	4.8	7.8	4.8	4.1	4.0
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0%	0%	0%	0%	0%

## Liên hệ

### Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 3821 6898

### Phòng Khách hàng Định chế

#### Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng Tổ chức  
(+84 28) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

**KIS** có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.