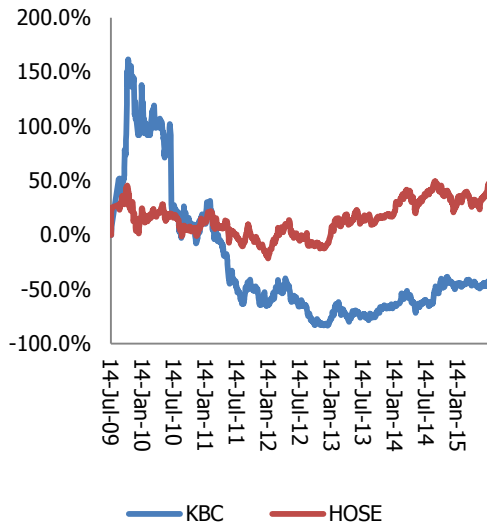


Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc - KBC

Báo cáo phân tích

Mức tăng giá từ 2009



Thông tin giao dịch 21/07/2015

Giá hiện tại (VND)	15,800
Số lượng CP niêm yết	475,711,167
Số lượng CP lưu hành	469,760,189
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	7,422.2
Khoảng giá 52 tuần	9,900 – 18,200
KLGD TB 12 tháng	2,812,570
GTGD TB 12 tháng (VND bn)	44.4
% sở hữu nước ngoài	30.8%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%
Số lượng được phép sở hữu	230,182,493
Số lượng còn được phép mua	85,496,354

Source: MBS research

Analyst: Nguyen Luu Minh Nhut
Mobile : 012 6564 1152
Email : nhut.nguyenluuminh@mbs.com.vn

BẮT ĐẦU KHỞI SẮC

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Doanh thu thuần	1,072.8	1,069.0	1,964.9	2,901.0	3,126.8
EBIT	396.5	592.9	896.5	1,320.7	1,515.0
Lợi nhuận sau thuế	78.8	312.0	536.1	866.9	1,044.6
Biên gộp	46%	55%	51%	53%	56%
Biên LNST	7%	29%	27%	30%	33%
EPS	245	823	1,176	1,902	2,292

Chúng tôi khuyến nghị MUA đôi với cổ phiếu KBC của CTCP Phát triển đô thị Kinh Bắc với mức giá mục tiêu 12 tháng 19.400 đồng/cổ phiếu, cao hơn 20% so với mức giá hiện tại. Từ năm 2015 trở đi, với những tín hiệu tích cực của nền kinh tế Việt Nam và thị trường bất động sản, KBC sẽ có thể triển khai quỹ đất chi phí thấp của mình. Hơn nữa, khi nhu cầu về khu công nghiệp tăng, KBC sẽ có cơ hội tăng doanh số bán và giá cả. KBC do đó có thể được xem là một cơ hội đầu tư tốt ít nhất là trong trung hạn.

TIÊU ĐIỂM

- Tình hình kinh tế Việt nam có nhiều dấu hiệu khởi sắc, hỗ trợ tích cực cho thị trường bất động sản.
- Quỹ đất chi phí thấp sẽ giúp KBC có lợi thế cạnh tranh với biên lợi nhuận gộp cải thiện.
- Những thỏa thuận thương mại tự do sẽ xóa bỏ hàng rào thương mại và thúc đẩy dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam, tạo điều kiện cho những doanh nghiệp như KBC tăng doanh thu từ mảng khu công nghiệp.

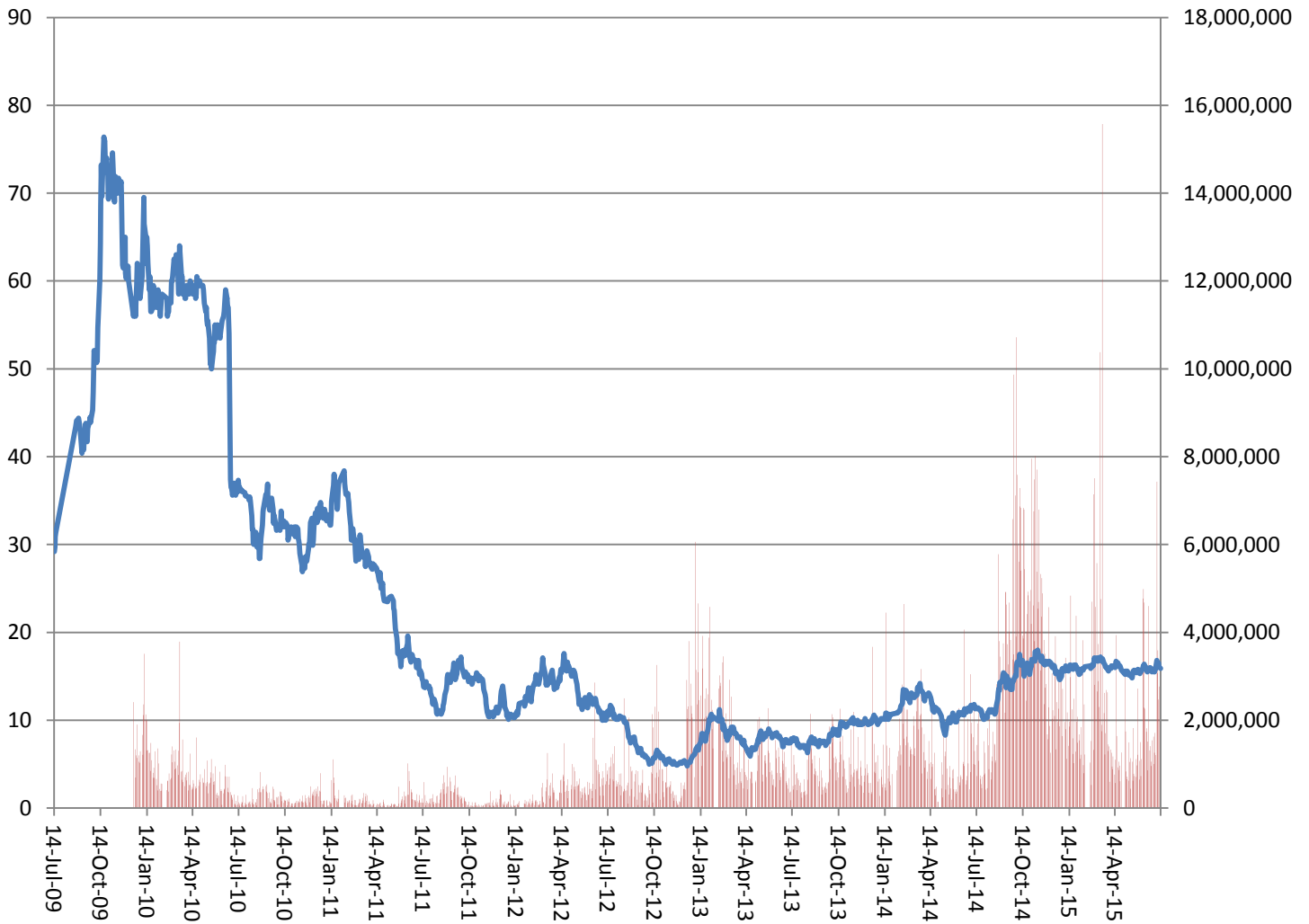
RỦI RO

- Các giai đoạn đàm phán của TPP có thể mất thêm thời gian
- Dòng vốn chảy vào Việt Nam có thể sẽ không dồi dào như dự báo. Điều này sẽ ảnh hưởng đến việc dự báo của chúng tôi về tình hình tài chính của KBC
- Trong mô hình định giá, chúng tôi không bao gồm các dòng tiền từ dự án mở rộng khu công nghiệp Trảng Duệ thêm 800 ha do không đủ dữ liệu đánh giá. Điều này có thể sẽ làm giảm giá trị của doanh nghiệp.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá mục tiêu của cổ phiếu KBC vào khoảng 19.400 đồng, cao hơn 22% so với giá hiện tại, dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu 19.400 đồng tương đương mức P/E và P/B là 21.6 lần và 1,5 lần (theo EPS ước tính 2015 là 897 đồng), giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu là 13.377 đồng mỗi cổ phiếu.

Với các mức tăng trưởng CAGR của doanh thu và LNST được dự báo lần lượt là 42,8% và 36.8%, chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại chưa phản ánh đầy đủ triển vọng của công ty. Với vị thế là nhà phát triển khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam, KBC nên được giao dịch cao hơn các mức định giá dành cho ITA, doanh nghiệp duy nhất có thể được dùng để so sánh tại Việt Nam.

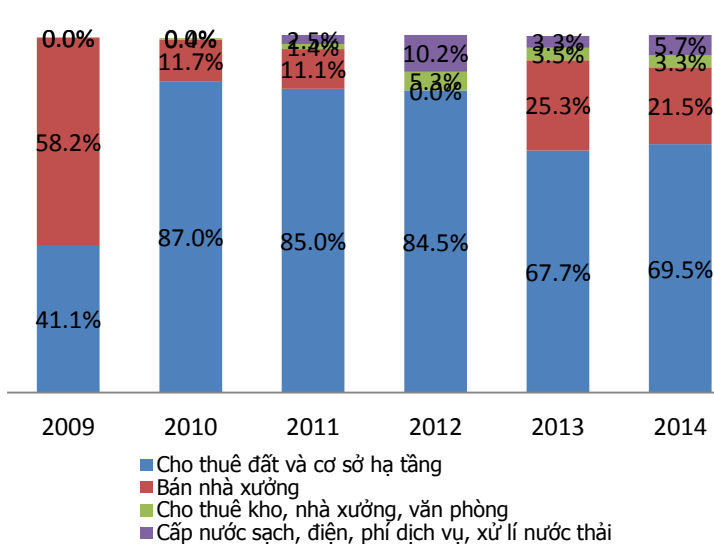


MÔ HÌNH KINH DOANH

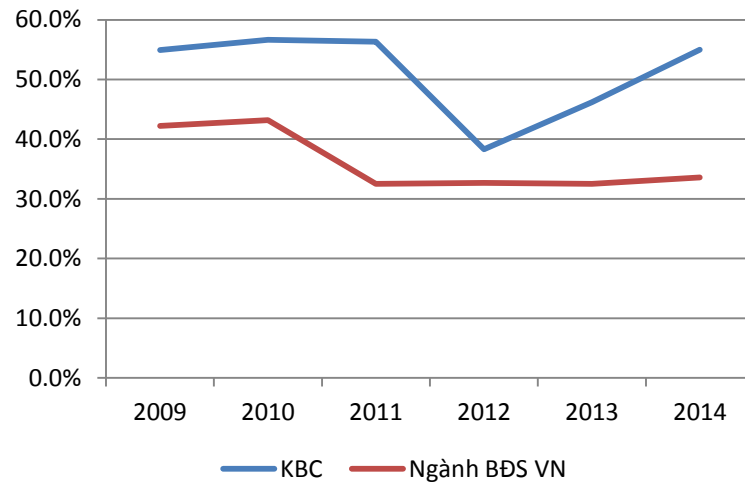
KBC là công ty BĐS niêm yết tập trung chính vào xây dựng khu công nghiệp. Mặc dù cũng có một số dự án bất động sản cho khu dân cư, nhưng đa số dự án của KBC dùng để phục vụ nhu cầu sinh sống của người lao động ở các khu công nghiệp. Do vậy, doanh thu của công ty chủ yếu đến từ các dịch vụ ở khu công nghiệp như cho thuê đất và nhà máy.

Trong năm 2014, doanh thu từ mảng cho thuê đất chiếm khoảng 69,5% trong khi doanh thu cho thuê nhà máy chiếm khoảng 21,5%. Cơ cấu doanh thu này có thể sẽ thay đổi trong thời gian tới với sự đóng góp lớn hơn từ doanh thu cho thuê đất khi nhu cầu ở mảng này được dự báo sẽ tăng. Hơn nữa, mảng kinh doanh nhà máy xây sẵn phù hợp hơn đối với các doanh nghiệp nhỏ có nhu cầu sử dụng đất nhỏ (nhỏ hơn 1 ha). Do vậy, trong bối cảnh triển vọng kinh tế có nhiều dấu hiệu khởi sắc và các công ty nước ngoài đến Việt Nam xây dựng những dây chuyền gia công thì việc thuê đất sẽ phát triển hơn việc bán các nhà máy có sẵn.

Cơ cấu doanh thu



Biên gộp của KBC và ngành Bất động sản Việt Nam



Nguồn: KBC, MBS tổng hợp

Nguồn: KBC, MBS tổng hợp

Về lợi nhuận của KBC, công ty có biên lợi nhuận gộp cao hơn các công ty cùng ngành. Năm 2014, biên lợi nhuận gộp của KBC là 55% trong khi các công ty khác chỉ đạt khoảng 33%. Đáng lưu ý khả năng vượt trội này đã được duy trì xuyên suốt trong thời gian vừa qua đặc biệt là ở những thời điểm thị trường bất động sản Việt Nam đang suy thoái. Lợi thế cạnh tranh giúp KBC duy trì được khả năng này phần lớn đến từ việc sở hữu quỹ quỹ đất chi phí thấp. Hiện nay, KBC cùng với các công ty con và công ty liên kết đang quản lý khoảng 4.500 ha, trong đó 75% đã xong đền bù giải phóng mặt bằng.

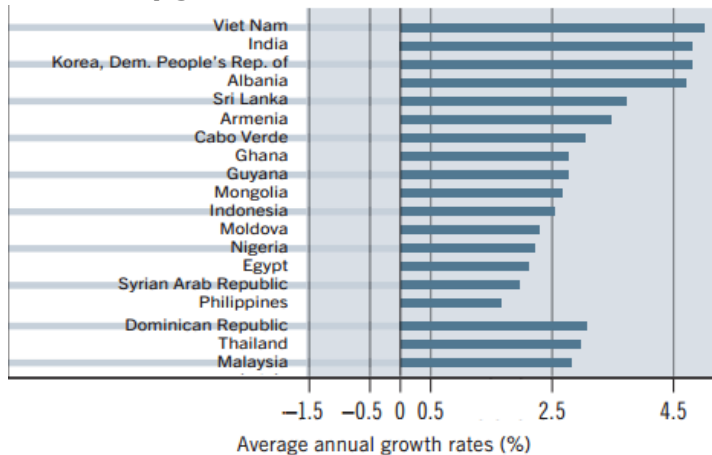
Tính từ thời điểm các quỹ đất này được thu mua, chi phí đất ở những khu vực này đã tăng đáng kể. Dựa vào bảng giá đất trong các Nghị định số 188/2004/ND-CP và nghị định số 104/2014/ND-CP, giá tối thiểu của đất sản xuất phi nông nghiệp ở Đô thị loại 2 đã tăng khoảng 7,9% mỗi năm từ 2004 đến 2014.

TRIỂN VỌNG

Theo Báo cáo ngành của chúng tôi trước đây (tháng 6, 2015), hiện tại thị trường bất động sản đang được hỗ trợ nhờ các yếu tố tích cực của kinh tế Việt Nam, và điều này sẽ làm tăng giá trị của quỹ đất của KBC. Thống kê 6 tháng đầu năm cho thấy GDP đã tăng khoảng 6,28%, cao hơn mục tiêu đề ra đầu năm là 6,05%. Mức tăng trưởng tích cực này nhiều khả năng sẽ được duy trì khi chỉ số PMI đang được giữ ổn định ở mức cao hơn 50 trong nhiều tháng liên tiếp. Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng khả quan cũng là yếu tố tích cực có thể giúp cho thị trường bất động sản có những bước tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới đây. Điều này rõ ràng sẽ mang đến nhiều thuận lợi cho các công ty có nhiều quỹ đất như KBC. Trên thực tế, theo đại diện của KBC, giá đền bù đã tăng từ 2 đến 4 lần so với mức KBC đã đền bù trong quá khứ.

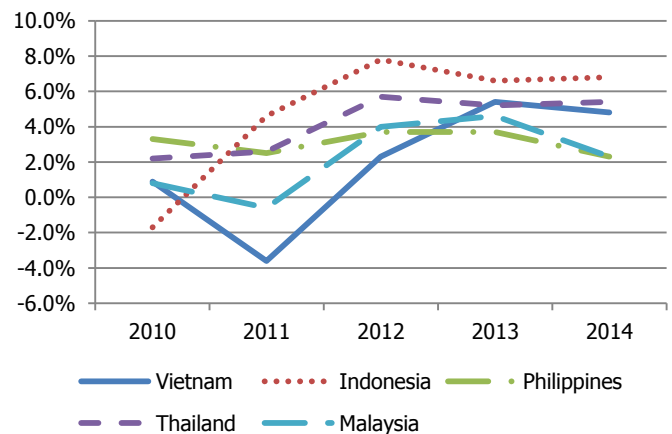
Mặt khác, triển vọng tích cực của nền kinh tế cũng ám chỉ đối với các nhà đầu tư nước ngoài rằng Việt Nam vẫn là một kênh đầu tư hấp dẫn. Điều này đặc biệt quan trọng với các nhà phát triển khu công nghiệp như KBC do nhu cầu của mảng này bị phụ thuộc nhiều vào các dòng tiền đầu tư nước ngoài, nhất là FDI. Nếu không tính đến yếu tố GDP tăng trưởng bền vững được đề cập phía trên, các biến như hiệu quả lao động và lãi suất thực đang được duy trì ở mức tích cực. So với các nước láng giềng, Việt Nam vẫn là nước có lãi suất cạnh tranh trong khi tăng trưởng năng suất lại đang ở mức cao nhất.

Productivity growth rate, 1991 - 2013



Source: ILO, MBS research

Real interest rate by country



Source: World Bank, MBS research

Hơn nữa, các thỏa thuận thương mại tự do sẽ có hiệu lực từ năm 2015 và TPP sẽ thu hút được nhiều dòng vốn FDI vào Việt Nam. Theo đó, chi phí thiết lập dây chuyền lắp đặt của Việt Nam sẽ giảm mạnh khi hàng rào thương mại được gỡ bỏ. Cần nhấn mạnh rằng phần lớn các khách hàng của KBC đến từ Nhật Bản và Hàn Quốc. Do những vấn đề chính trị hoặc các vấn đề khác, những doanh nghiệp này đang có xu hướng chuyển công xưởng của mình từ Trung Quốc sang các nước thân thiện hơn như Việt Nam. Như vậy, KBC rõ ràng hưởng lợi từ những thỏa thuận thương mại tự do này. Trong Quý 1 2015, công ty đã ký được một số hợp đồng quan trọng với một số đối tác từ Hàn Quốc như LG và Haesung. Theo đại diện của KBC, công ty dự kiến chuyển nhượng 38 ha đất cho LG và 80 ha cho các công ty thành viên của Liên hiệp doanh nghiệp Incheon ngay trong 2 năm 2015 và 2016 nếu công tác giải phóng mặt bằng có thể được thực hiện nhanh. Do đó, có khả năng kết quả kinh doanh của KBC sẽ có sự thay đổi lớn trong thời gian sắp tới.

Ngoài ra, khi nhu cầu tăng thì giá cho thuê đất cũng sẽ có xu hướng tăng. Trong năm 2014, các khu công nghiệp của KBC và các công ty con đã tăng giá cho thuê từ 60 đô đến 70 đô/m². Xu hướng này sẽ duy trì trong vài năm tới khi công ty dự kiến tăng giá cho thuê 8-10%. Đây là cơ hội cho công ty tăng biên lợi nhuận của mình khi mà đa số quỹ đất của công ty đã hoàn thành đền bù và do vậy chi phí giá vốn nhiều khả năng sẽ không thể tăng mạnh.

Dự phóng tài chính (VNDbn)	2014	2015E	2016E	2017E
Doanh thu thuần	1,069.0	1,964.9	2,901.0	3,126.8
Giá vốn hàng bán	(481.4)	(954.5)	(1,377.8)	(1,387.9)
Lợi nhuận gộp	588	1,010	1,523	1,739
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>55%</i>	<i>51%</i>	<i>53%</i>	<i>56%</i>
SG&A và các chi phí khác	(18)	(38)	(56)	(60)
Lợi nhuận từ HĐKD - EBIT	(81)	(148)	(219)	(236)
Chi phí lãi vay	489	824	1,248	1,443
Thu nhập (lỗ) khác	104	104	104	104
Lợi nhuận trước thuế - EBT	(1)	(32)	(32)	(32)
Thuế	592.9	896.5	1,320.7	1,515.0
Lãi lỗ trong cty liên doanh liên kết	(252)	(209)	(209)	(209)
Lợi nhuận cho cổ đông thiểu số	341	687	1,111	1,306
Lợi nhuận cổ đông cty mẹ	(49)	(151)	(245)	(261)
Doanh thu thuần	20	0	0	0
Giá vốn hàng bán	312.0	536.1	866.9	1,044.6
Lợi nhuận gộp	14	23	38	46
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	326	560	905	1,090
EPS (VND)	823	1,176	1,902	2,292

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi xác định giá mục tiêu đối với cổ phiếu KBC là 19.400 đồng/cổ phiếu, cao hơn giá hiện tại 22% dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF).

Một số giả định cho mô hình định giá:

- Doanh thu tăng và đạt đỉnh trong năm 2017 với giả định các thỏa thuận thương mại tự do có ảnh hưởng mạnh mẽ nhất trong năm 2017
- Chi phí giá vốn được xác định theo giá đất đầu vào và các chi phí liên quan khác trong 6 năm gần đây.
- Biên lợi nhuận gộp cũng thay đổi theo sự đóng góp vào cơ cấu doanh thu của từng dự án.
- Tỷ lệ nợ/ tổng nguồn vốn dự báo sẽ tăng dần lên mức 50% vào năm 2021

Định giá DCF

Đơn vị: triệu đồng	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIAT	717,224	1,056,548	1,211,988	1,188,788	843,181	708,949	572,914
(+) Khấu hao	21,538	21,538	21,538	21,538	21,538	21,538	21,538
(-) Chi phí xây dựng cơ bản	(50,014)	(73,842)	(79,589)	(73,557)	(46,132)	(38,349)	(27,968)
(-) Gia tăng vốn lưu động	(1,411,508)	1,727,324	2,450,447	217,734	1,747,137	588,425	674,677
FCFF	(718,759)	2,741,476	3,620,660	1,376,664	2,591,575	1,309,481	1,272,317
(+) Giá trị chung cục sau 2020	5,330,188						
(+) Tiền và tương đương tiền	149,105						
(-) Nợ vay	(3,287,601)						
Giá trị của vốn chủ sở hữu	9,252,994						
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	475,711,167						
Giá cổ phiếu (VND)	19,400						
Tỷ lệ chiết khấu	14.9%						
Beta	1.12						
Lợi suất phi rủi ro	6.19%						
Phần bù rủi ro thị trường	11.8%						
Tăng trưởng FCFF sau 2020	5%						

Nguồn: MBS tổng hợp

Xét một cách tương đối, giá mục tiêu được đề xuất vẫn thấp hơn so với các mức định giá của các công ty được so sánh (ITA là công ty địa phương so sánh phù hợp nhất) khi các chỉ số PE và PB được giao dịch lần lượt trong các khoảng 6.9-101.6x và 0.6-9.2x.

Tuy nhiên, với lợi thế là công ty bất động sản đứng đầu thị trường và có nhiều tiềm năng phát triển nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản cũng như lợi ích kinh tế từ những thỏa thuận thương mại tự do, chúng tôi cho rằng cổ phiếu KBC tuy không nhất thiết phải được giao dịch ở các mức định giá trung bình của các công ty tương tự trong khu vực, cổ phiếu này xứng đáng được giao dịch ở mức PE và PB lần lượt là 21,6x và 1,5x để có thể phản ánh được tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới.

Tên công ty	Vốn hóa (VND nghìn tỷ)	P/E (x)	P/B (x)	Mức sinh lợi cổ tức	Tăng trưởng EPS
TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC	7,38	12,8	1,1	-	261,6%
CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ CÔNG NGHIỆP TÂN TẠO	8,83	29,3	0,6	15,4%	42,6%
PRAJ INDUSTRIES LTD	6,88	26,3	3,23	1,43%	39,6%
TTCL PCL	10,99	50,0	3,25	-	-49,7%
SHENZHEN GRANDLAND	52,45	27,5	3,37	-	2,0%
SINO THAI ENGR & CO	22,88	25,2	4,16	-	-12,3%
CHINA ZHONGHUA GEO	53,69	101,6	9,15	0,17%	65,7%
AHLUWALIA CONTRACTS	5,60	24,4	4,84	-	188,7%
ITALIAN – THAI DEVELOP	26,90	-	3,12	-	-48,0%
EAST LAKE HIGH TECH	18,87	20,0	3,52	-	-
SINOPEC ENGINEERING	84,97	6,9	1,06	5,71%	-15,1%
Trung Bình	27,22	32,5	3,40	5,73%	47,5%

Liên hệ

Research: Nguyễn Lưu Minh Nhứt Email: nhut.nguyenluuminh@mbs.com.vn Tel: +84 126 564 1152	Institutional Sales: Gordon Edward Alexander Email: Gordon.Edward@mbs.com.vn Tel: +84 904 017 141
---	--

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	$\leq -20\%$

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
 ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
 Website: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.