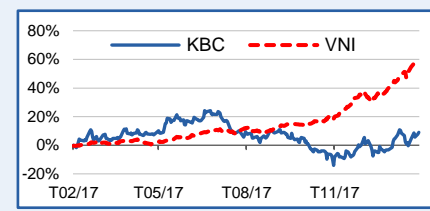


Ngành:	KCN		2017	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	15/05/2018	Tăng trưởng DT	-36,1%	91,1%	6,4%	-0,6%
Giá hiện tại:	13.550 VND	Tăng trưởng EPS	4,9%	30,5%	5,5%	0,8%
Giá mục tiêu:	15.100 VND	Biên LN gộp	51,6%	57,4%	56,7%	57,2%
Giá mục tiêu trước đây:	15.000 VND	Biên LN ròng	46,4%	31,7%	31,4%	31,8%
TL tăng:	+11,3%	EV/EBITDA	9,7x	7,3x	7,0x	6,9x
Lợi suất cổ tức:	7,4%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	223,2x	36,2x	-131,1x	34,8x
Tổng mức sinh lời:	+18,7%	P/E	10,9x	8,3x	7,9x	7,8x



		KBC	Peers	VNI
GT vốn hóa:	279,2 triệu USD			
Room KN:	80,7 triệu USD	P/E (trượt)	10,3x	8,1x
GTGD/ngày (30n):	2,4 triệu USD	P/B (hiện tại)	0,7x	1,7x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	25,8%	-69,1%
SL cổ phiếu lưu hành:*	469,8 triệu	ROE	7,4%	14,1%
Pha loãng:*	469,8 triệu	ROA	4,4%	5,9%

Tổng quan công ty

Thành lập năm 2002, KBC là một trong những chủ đầu tư phát triển KCN công nghệ cao hàng đầu Việt Nam. KBC và các công ty liên kết sở hữu khoảng 5.175ha đất công nghiệp và 1.059ha đất phát triển nhà ở, trong đó vẫn còn hơn 2.000ha có thể bán. Phần lớn đất của KBC nằm tại các trung tâm công nghiệp lớn tại miền Bắc. Các khách hàng chính là LG, Foxconn, Canon và Hanwha.

Triển vọng cải thiện nhờ bán đất KCN tích cực hơn

Trần Thu Trang
Chuyên viên

Phạm Hoàng Thiên Phú
Chuyên viên

Lucy Huynh, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

- Chúng tôi giữ khuyến nghị KHẢ QUAN dành cho Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) và giá mục tiêu hiện nay 15.100VND/cổ phiếu không chênh lệch đáng kể so với giá mục tiêu trước đây. Tại mức giá trên, tổng mức sinh lời là 18,7%, lợi suất cổ tức 7,4%.
- Tuy chúng tôi đã điều chỉnh tăng giá định 2018 đối với KCN Quế Võ vì kết quả bán đất Quý 1/2018 khả quan, mô hình định giá chiết khấu dòng tiền tăng nhưng phần nào bị ảnh hưởng do P/E các công ty cùng ngành giảm.
- Chúng tôi dự báo năm 2018, KBC sẽ đạt doanh thu 2.400 tỷ đồng và LNST sau lợi ích CĐT 763 tỷ đồng, tăng lần lượt 91,1% và 30,5% so với năm 2017. LNST sau lợi ích CĐT tăng chậm hơn so với doanh thu vì KBC ghi nhận khoản lãi tài chính bất thường 355 tỷ đồng năm 2017 và chi phí tài chính năm 2018 cao hơn so với năm 2017.
- Các yếu tố hỗ trợ: tiến độ bán hàng và ghi nhận nhanh chóng hơn, đặc biệt là KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh.
- Các yếu tố bất lợi: dự án phát triển KCN Tràng Duệ 3 bị chậm trễ hoặc hủy bỏ, vốn lưu động thiếu sự ổn định.

KCN Tràng Duệ 3 vẫn đang chờ Thủ tướng phê duyệt để trở thành đặc khu kinh tế. Trong kịch bản xấu nhất (không được cấp giấy phép đặc khu kinh tế và không phát triển khu công nghiệp), dự báo doanh thu và giá mục tiêu 2018-2022 sẽ được điều chỉnh giảm lần lượt 9,3% và 7,3%.

Các KCN tại Bắc Ninh dự kiến sẽ hưởng lợi nhờ kế hoạch mở rộng của Samsung. Chúng tôi cho rằng KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (tổng diện tích có thể cho thuê 283ha) và Quế Võ (50ha) đang gặp thuận lợi nhờ kế hoạch mở rộng nhanh chóng của Samsung tại Việt Nam để tăng gấp đôi số nhà cung cấp cấp 1 lên 50 nhờ vị trí chiến lược của các KCN này (cách nhà máy Samsung Bắc Ninh chỉ khoảng 20km hay 20 phút). Chúng tôi cho rằng điều này cũng đã giúp KCN Quế Võ đạt doanh thu cao trong Quý 1/2018.

KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh có thể là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng. KBC hiện đang thương lượng về việc chuyển nhượng 100ha cho một công ty công nghệ cao và 20ha cho một công ty logistics. Giá trị các thương vụ trên ước đạt tổng cộng 2.000 tỷ đồng, và nếu thành công có thể khiến dự báo doanh thu 2018-2022 của chúng tôi tăng 7,2%.

CPTPP hỗ trợ triển vọng ngành. Với CPTPP đã được ký kết và dự kiến sẽ được thực hiện trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng nhu cầu mặt bằng KCN sẽ tăng mạnh vì các doanh nghiệp dệt may, da giày và đồ gỗ sẽ hưởng lợi từ việc giảm thuế.

Kế hoạch trả cổ tức 30% cho năm 2018 đầy hấp dẫn. ĐHCĐ của KBC đã thông qua kế hoạch trả cổ tức 2018 gồm cổ tức bằng tiền mặt 1.000VND/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 7,4%) và cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 20%. Đây là tin tức tích cực đối với cổ phiếu KBC vì đây là lần đầu công ty trả cổ tức.

Chúng tôi xin lưu ý rằng tỷ lệ trả cổ tức và tỷ lệ tiền mặt và cổ phiếu còn tùy thuộc vào tiến độ thu tiền của Khu đô thị Phúc Ninh nên công ty vẫn chưa công bố thông tin chi tiết về thời điểm trả cổ tức. Chúng tôi hiện chỉ giả định cổ tức bằng tiền mặt 1.000VND/cổ phiếu cho năm 2018.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	1.260	2.408	2.563
Giá vốn hàng bán	-611	-1025	-1109
Lợi nhuận gộp	650	1.383	1.455
Chi phí bán hàng	-22	-48	-51
Chi phí quản lí DN	-155	-193	-205
LN thuần HĐKD	473	1.142	1.198
Doanh thu tài chính	431	70	72
Chi phí tài chính	-107	-167	-167
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-107</i>	<i>-167</i>	<i>-167</i>
Lãi/(lỗ) ngoài HĐKD	19	14	14
Lợi nhuận từ công ty LDLC	-2	0	0
LNTT	812	1.059	1.117
Thuế TNDN	-193	-252	-265
LNST trước CĐTS	619	807	852
Lợi ích CĐ thiểu số	34	45	47
LN ròng trừ CĐTS	585	763	805
EBITDA	958	1.277	1.338
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.244	1.624	1.713
EPS pha loãng, VND	1.244	1.624	1.713

TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	-36,1%	91,1%	6,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	-50,4%	141,6%	4,9%
Tăng trưởng LNTT	-11,9%	30,5%	5,5%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	4,9%	30,5%	5,5%
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	51,6%	57,4%	56,7%
Biên LN từ HĐ %	37,5%	47,4%	46,7%
Biên EBITDA	76,0%	53,0%	52,2%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	46,4%	31,7%	31,4%
ROE %	7,3%	9,0%	9,0%
ROA %	4,1%	4,9%	4,9%

Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	4.952	3.000	3.000
Số ngày phải thu	1.470	1.000	1.000
Số ngày phải trả	74	74	74
TG luân chuyển tiền	6.348	3.926	3.926

Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	4,1	3,7	3,6
CS thanh toán nhanh	1,6	1,5	1,5
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,1
Nợ/Tài sản	17,3%	15,3%	14,9%
Nợ/Vốn sử dụng	23,1%	21,6%	20,9%
Nợ/Vốn CSH	24,5%	24,2%	22,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	8,6	7,3	7,7

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền và tương đương	505	326	384
Đầu tư TC ngắn hạn	1	1	1
Các khoản phải thu	4.744	5.807	6.180
Hàng tồn kho	8.323	8.428	9.112
TS ngắn hạn khác	158	217	231
Tổng TS ngắn hạn	13.730	14.779	15.908
TS dài hạn (gộp)	439	511	588
- Khấu hao lũy kế	-170	-204	-242
TS dài hạn (ròng)	269	307	347
Đầu tư TC dài hạn	912	912	912
TS dài hạn khác	868	923	957
Tổng TS dài hạn	2.050	2.141	2.216
Tổng Tài sản	15.780	16.920	18.123
Phải trả ngắn hạn	134	208	225
Nợ ngắn hạn	1.132	934	1.117
Nợ ngắn hạn khác	2.060	2.890	3.076
Tổng nợ ngắn hạn	3.326	4.032	4.418
Nợ dài hạn	1.591	1.657	1.591
Nợ dài hạn khác	1.825	1.855	1.887
Tổng nợ	6.742	7.544	7.896
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	4.757	4.757	4.757
Thặng dư vốn CP	989	989	989
Cổ phiếu quỹ	-364	-364	-364
Lợi nhuận giữ lại	2.905	3.197	4.002
Vốn khác	2	2	2
Lợi ích CĐTS	750	794	842
Vốn chủ sở hữu	9.038	9.376	10.228
Tổng cộng nguồn vốn	15.780	16.920	18.123

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền đầu năm	295	505	326
Lợi nhuận sau thuế	812	1.059	1.117
Khấu hao	40	51	53
Thay đổi vốn lưu động	-188	-390	-919
Điều chỉnh khác	-898	-850	-681
Tiền từ hoạt động KD	61	374	-103
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-93	39	34
Đầu tư, ròng	-530	9	11
Tiền từ HĐ đầu tư	-623	49	45
Cổ tức đã trả	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	269	-198	183
Tăng (giảm) nợ dài hạn	486	66	-66
Dòng tiền cấp vốn khác	17	-470	0
Tiền từ hoạt động TC	772	-602	117
Tổng lưu chuyển tiền tệ	209	-179	59
Tiền cuối năm	505	326	384

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trần Thu Trang/Phạm Hoàng Thiên Phú/Lucy Huynh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

Ví mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.