

KBC – THEO DÕI

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(Ngày 19/02/2016)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	12.500
KLGD TB 10 ngày (CP)	704.852
Vốn hoá (tỷ đồng)	5.778
Số lượng CPLH	475.711.167
% sở hữu nước ngoài	30,98

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Mạc Đình Tuấn
mdtuan@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6425 ext 121

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

KBC: KQKD 2015 chưa đạt kỳ vọng

- Năm 2015, KBC đã ghi nhận kết quả kinh doanh tăng mạnh so với cùng kỳ nhưng vẫn thấp hơn kế hoạch, với DT đạt 1.457,9 tỷ đồng (+36,4% yoy, hoàn thành 73,7% kế hoạch) và LNST đạt 628,8 tỷ đồng (+92,9% yoy, hoàn thành 85,1% kế hoạch). Tuy nhiên, hoạt động tài chính đóng góp tới 289,8 tỷ đồng tiền lãi từ thoái vốn cổ phần.
- KBC là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản khu công nghiệp, có lợi thế lớn về quỹ đất tích lũy cùng với chi phí đã giải phóng mặt bằng rẻ. Tuy vậy, KBC vẫn có một số thách thức đối với quá trình tái cơ cấu nợ vay, hàng tồn kho lớn và cạnh tranh mạnh hơn từ các doanh nghiệp cùng ngành.
- Các Hiệp định thương mại tự do FTA sẽ là đòn bẩy tích cực đối với lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp và sẽ làm tăng triển vọng kinh doanh trong dài hạn đối với KBC khi nhiều công ty nước ngoài sẽ chuyển nhà máy tới Việt Nam để đón đầu việc cắt giảm thuế quan đối với sản phẩm xuất khẩu từ Việt Nam. Do vậy, nhu cầu thuê đất khu công nghiệp được kỳ vọng sẽ tăng theo dòng vốn FDI.
- Tại mức giá ngày 19.02.2016, KBC có EPS đạt 1.353 đồng/CP, P/E đạt 9,24 lần, P/B đạt 7,3 lần, thấp hơn mức trung bình ngành. Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản thu lãi hoạt động tài chính thì EPS chỉ đạt khoảng 820 đồng/CP. Do vậy, trong bối cảnh triển vọng ngành tích cực hơn, vẫn tồn tại một số thách thức và triển vọng kinh doanh năm 2016 nhiều khả năng sẽ duy trì ổn định, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với KBC.

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015	2016F
DTT (tỷ đồng)	281	1.073	1.069	1.458	1.500
+/- yoy (%)	(55,6)%	281,3%	(0,4)%	36,4%	
LNST (tỷ đồng)	(436)	72	326	629	500
+/- yoy (%)	(1.319)%	%	349%	92,9%	
TTS (tỷ đồng)	11.778	12.532	13.049	13.674	
+/- yoy (%)	(1,4)%	6,4%	4,1%	4,8%	
VCSH (tỷ đồng)	3.978	4.050	5.376	8.055	
+/- yoy (%)	(9,9)%	1,8%	32,7%	49,8%	
Nợ/TTS (%)	59,0%	60,8%	52,1%	41,1%	
TS LN gộp (%)	38,3%	46,2%	55,0%	40,9%	
TS LN ròng (%)	(155,2)%	6,8%	30,5%	43,1%	
ROA (%)	(3,7)%	0,6%	2,5%	4,6%	
ROE (%)	(11)%	1,8%	6,1%	7,8%	
EPS - TTM (đồng)	(1.503)	250	925	1.353	
CPLH (cổ phiếu)	295.711.167	295.711.167	395.711.167	475.711.167	

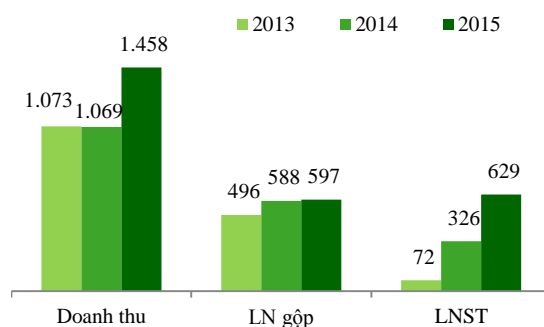
PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH 2015

KQKD 2015: Tăng mạnh so với cùng kỳ do đóng góp của hoạt động tài chính

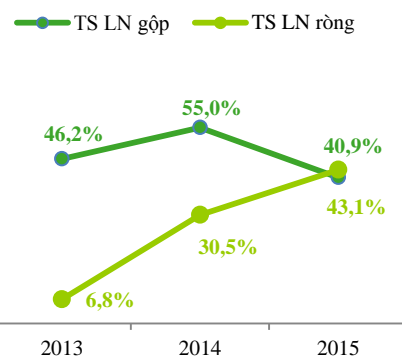
Kết thúc 2015, KBC đã ghi nhận kết quả kinh doanh tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên vẫn đạt kết quả thấp so với kế hoạch năm 2015, với DT đạt 1.457,9 tỷ đồng (+36,4% yoy, hoàn thành 73,7% kế hoạch) và LNST đạt 628,8 tỷ đồng (+92,9% yoy, hoàn thành 85,1% kế hoạch).

Biên LN gộp 2015 đạt 40,9%, giảm so với cùng kỳ do phần lớn doanh thu đến từ hoạt động cho thuê đất và cơ sở hạ tầng tại KCN Trảng Duệ 2, là dự án mới được triển khai mở rộng và có chi phí đền bù cao hơn dự án KCN Trảng Duệ 1. Biên LN ròng tăng mạnh lên 43,1%, do thu lãi hoạt động tài chính 289,8 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng 48,3 triệu cổ phần tại CTCP Năng lượng Sài Gòn Bình Định.

Biểu đồ: Doanh thu, lợi nhuận



Biểu đồ: Tỷ suất lợi nhuận



(Nguồn: BCTC của KBC; VCBS tổng hợp và cập nhật)

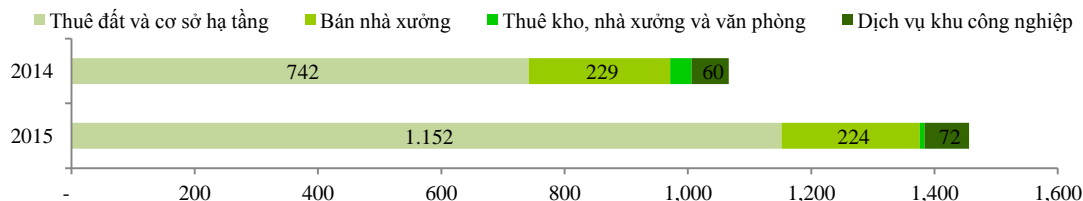
Hoạt động cho thuê đất và cơ sở hạ tầng tăng trưởng mạnh nhất, đạt 1.152 tỷ đồng (+55,2% yoy), chiếm tỷ trọng lớn nhất với 79 % tổng doanh thu. Tuy nhiên, biên gộp chỉ đạt 37,8% thấp hơn so với năm 2014 (51,8%). Các dự án chính đóng góp doanh thu trong năm 2015 bao gồm (1) dự án KCN Trảng Duệ với 7 ha thuộc Trảng Duệ 1 và 37,3 ha thuộc Trảng Duệ 2, (2) cho thuê 24 ha KCN Tân Phú Trung, (3) cho thuê 5 ha KCN Quế Võ hiện hữu và 6,7 ha của KCN Quế Võ mở rộng.

Hoạt động bán nhà xưởng duy trì mức doanh thu tương đương kỳ trước với 224,6 tỷ (-2% yoy) từ việc bán 5 căn nhà xưởng. Tỷ suất LN gộp từ hoạt động bán nhà xưởng đạt 56,3%, giảm so với năm 2014 (65%). Trong năm 2016, KBC tiếp tục xây 4 căn nhà nhà xưởng theo kế hoạch còn lại từ năm 2015.

Hoạt động cho thuê kho bãi, nhà xưởng và văn phòng đạt doanh thu thấp với 8,1 tỷ đồng (-77,2% yoy).

Hoạt động cung cấp dịch vụ tại các khu công nghiệp tiếp tục ổn định với doanh thu đạt 72,5 tỷ đồng (+19% yoy), đóng góp 5% tổng doanh thu với biên LN gộp đạt 42% thấp hơn năm 2014 (47%).

Biểu đồ: Doanh thu theo mảng kinh doanh



(Nguồn: BCTC của KBC; VCBS tổng hợp và cập nhật)

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Tài cơ cấu nguồn vốn theo hướng tích cực

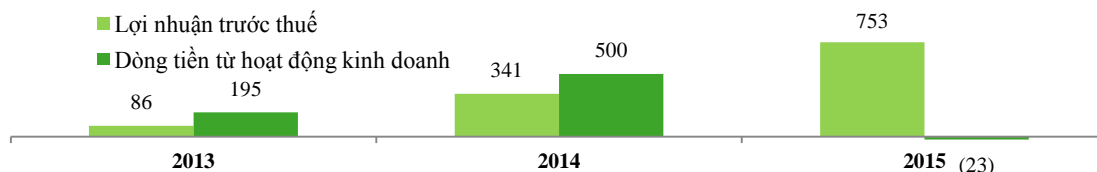
Tồn kho và áp lực trả nợ đến hạn vẫn cao

Kết thúc năm 2015, tổng tài sản KBC không biến động nhiều, nhưng cơ cấu tài sản có một số thay đổi chú ý: (1) Hàng tồn kho tăng lên 8.364 tỷ đồng (+10% yoy), phần tăng thêm chủ yếu thuộc KCN Tràng Duệ 2 và Quế Võ mở rộng – là 2 KCN có khả năng đem lại doanh thu nhiều nhất trong gian đoạn hiện nay, chúng tôi lưu ý đến tỷ trọng lớn của Dự án Trảng Cát (chiếm 3.352 tỷ đồng) do vẫn đang trong giai đoạn đầu tư. (2) Phải thu ngắn hạn tăng mạnh lên 1.495 tỷ đồng (+85% yoy), chủ yếu do tăng 823 tỷ đồng khoản phải thu liên quan đến thương vụ chuyển nhượng 48,3 triệu cổ phần CTCP Năng lượng Sài Gòn Bình Định và thu hồi số vốn góp 19 triệu cổ phần CTCP Thủy điện SGI-Lào.

Hệ số Nợ/TTS giảm xuống 41,1%, tổng nợ vay chịu lãi giảm khá nhiều, đạt 3.226 tỷ đồng so với 4.624 tỷ đồng vào thời điểm đầu năm (nợ vay chịu lãi bao gồm lãi vay phải trả và nợ trái phiếu). Trong quý 1.2015, KBC đã phát hành thành công 80 triệu cổ phiếu KBC để chuyển đổi với 1.200 tỷ đồng trái phiếu. Chúng tôi đánh giá việc chuyển đổi này là bước đi thành công của KBC khi có thể tái cơ cấu nợ và phát hành cổ phiếu với mức giá có lợi cho doanh nghiệp.

Lưu chuyển dòng tiền từ hoạt động kinh doanh âm do hàng tồn kho tăng và lãi từ hoạt động tài chính nằm ở khoản phải thu. Tiền và tương đương tiền cuối năm của KBC đạt 228 tỷ đồng (+54% yoy) nhờ có dòng tích cực từ hoạt động đầu tư do thu hồi vốn góp tại CTCP Thủy điện SGI-Lào.

Biểu đồ: Lợi nhuận và dòng tiền



(Nguồn: BCTC của KBC; VCBS tổng hợp và cập nhật)

TRIỂN VỌNG

Triển vọng tích cực hơn, mặc dù còn một số thách thức hiện hữu

Quỹ đất tích lũy lớn cùng với chi phí giải phóng mặt bằng rẻ tiếp tục là lợi thế. KBC cùng các công ty con, công ty liên kết đang sở hữu 14 dự án Khu công nghiệp với quy mô tổng diện tích khoảng 4.500 ha và 1300 ha cho phát triển khu đô thị, chiếm gần 8% tổng số diện tích đất KCN đang hoạt động trên toàn quốc. Quỹ đất này là lợi thế lớn nhất của KBC trong khi chính sách mở rộng KCN bị thắt chặt, giá đất đền bù tăng từ 2 - 4 lần so với mức giá mà KBC đã đền bù trước đây.

Danh mục các dự án có triển vọng tạo doanh thu trong năm 2016 đang mở rộng: chúng tôi đánh giá các dự án có khả năng mang lại doanh thu trong năm 2016 bao gồm: Khu công nghiệp Quế Võ hiện hữu, Quế Võ mở rộng, Trảng Duệ 2, Tân Phú Trung, Quang Châu, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Khu Đô thị Phúc Ninh. Trong đó, KCN Trảng Duệ 2 có triển vọng doanh thu cao khi nhận được sự quan tâm lớn của nhiều nhà đầu tư và có một số hợp đồng lớn trong quá trình đàm phán và hoàn thiện thủ tục. Khu đô thị Phúc Ninh (đã đền bù được khoảng 60% trong tổng số 136 ha) nhiều khả năng sẽ đủ điều kiện mở bán 6,27 ha khu đất biệt thự (dự kiến triển khai từ 2015) và có thể đem lại doanh thu với tỷ lệ lợi nhuận cao.

Bảng: Các dự án có khả năng mang lại doanh thu năm 2016

STT	Tên KCN	Địa điểm	Diện tích	Tỷ lệ lấp đầy 2015	% KBC sở hữu	Tên cty sở hữu	Sẵn sàng cho thuê
1	Quế Võ hiện hữu	Bắc Ninh	310 ha	92%	100%	KBC	25 ha

2	Quê Võ mở rộng	Bắc Ninh	300 ha	71%	100%	KBC	90 ha
3	Tràng Duệ 2	Hải Phòng	214 ha	17%	86,54%	CTCP KCN Sài Gòn – Hải Phòng	> 80 ha
4	Tân Phú Trung	Tp.HCM	542 ha	24%	60,52%	CTCP Phát triển Đô thị Sài Gòn – Tây Bắc	> 150 ha
5	Quang Châu	Bắc Ninh	426 ha	30%	59,5%	CTCP KCN Sài Gòn – Bắc Giang	200 ha
6	Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	402 ha	0%	100%	KBC	100 ha
7	Khu Đô thị Phúc Ninh	Bắc Ninh	136 ha	0%	100%	KBC	6,27 ha

(Nguồn: VCBS tổng hợp và cập nhật)

Các Hiệp định thương mại tự do FTA sẽ là đòn bẩy tích cực đối với lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp và sẽ làm tăng triển vọng kinh doanh trong dài hạn đối với KBC. Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP), Hiệp định tự do FTA với Hàn Quốc, EU và các Hiệp định đối tác kinh tế khác sẽ làm tăng khả năng thu hút nguồn vốn FDI vào Việt Nam khi nhiều công ty nước ngoài sẽ chuyển nhà máy tới Việt Nam để đón đầu việc cắt giảm thuế quan đối với sản phẩm xuất khẩu của Việt Nam. Do vậy, nhu cầu thuê đất khu công nghiệp được kỳ vọng sẽ tăng mạnh theo dòng vốn FDI trong những năm sắp tới. Chúng tôi cho rằng, tác động tích cực từ TPP sẽ dần được thể hiện từ nửa cuối năm 2016.

Trong năm 2015, theo số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, nguồn vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục khởi sắc. Tổng nguồn vốn FDI đăng ký cấp mới và đã giải ngân đều tăng khá, cụ thể nguồn vốn đăng ký mới đạt 22,757 tỷ USD (+12,5% yoy), nguồn vốn đã giải ngân đạt 14,5 tỷ USD (+17,4% yoy). Đây là cơ sở cho thấy Việt Nam vẫn đang và sẽ tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của nguồn đầu tư nước ngoài.

Ngoài ra, KBC vẫn gặp một số thách thức bên cạnh những thành công trong kinh doanh, tái cơ cấu nguồn vốn trong năm 2015 và triển vọng kinh doanh bất động sản khu công nghiệp tiếp tục tích cực trong những năm sắp tới, cụ thể như sau: (1) quá trình tái cơ cấu nguồn vốn cần tiếp tục thực hiện do KBC hiện đang có 1.020 tỷ đồng trái phiếu đến hạn thanh toán trong 2016 và 670 tỷ đồng chi phí lãi vay phải trả ngân hàng Pvccombank, (2) hàng tồn kho lớn tại dự án Tràng Cát, (3) các KCN phân bổ chủ yếu phía Bắc - là khu vực ít lợi thế hơn phía Nam đối với thu hút các doanh nghiệp dệt may, nhóm được đánh giá sẽ hưởng lợi nhiều từ TPP và (4) sự cạnh tranh ngày càng mạnh hơn từ các đối thủ có dự án và vị trí thuận lợi như Viglacera, VSIP... trong những năm gần đây.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

THEO DÕI

KBC là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản khu công nghiệp, có lợi thế lớn về quỹ đất tích lũy cùng với chi phí đã giải phóng mặt bằng rẻ. Triển vọng kinh doanh trong dài hạn sẽ càng tăng lên do tác động tích cực từ các Hiệp định thương mại tự do FTA sẽ làm tăng khả năng thu hút nguồn vốn FDI vào Việt Nam và nhu cầu thuê đất khu công nghiệp được kỳ vọng sẽ tăng mạnh theo nguồn vốn FDI này trong những năm sắp tới.

Danh mục các dự án có thể tạo doanh thu đang mở rộng giúp KBC có triển vọng duy trì được doanh thu và kết quả kinh doanh ổn định trong năm 2016 và các năm tiếp theo. Tuy vậy, KBC vẫn có một số thách thức đối với quá trình tái cơ cấu nợ vay, hàng tồn kho lớn và cạnh tranh mạnh hơn từ các doanh nghiệp cùng ngành.

Tại mức giá ngày 19.02.2016, KBC có EPS đạt 1.353 đồng/CP, P/E đạt 9,24 lần, P/B đạt 7,3 lần, thấp hơn mức trung bình ngành. Nếu loại trừ khoản thu lãi tài chính thì EPS chỉ đạt khoảng 820 đồng/CP. Do vậy, bối cảnh triển vọng ngành có tích cực hơn, vẫn tồn tại một số thách thức và triển vọng kinh doanh năm 2016 nhiều khả năng sẽ duy trì ổn định, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với KBC.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Anh Tuấn, CFA

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tatuan@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Chuyên viên Phân tích

mdtuan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630