Quick Report

KBC

21/10/2013

DVCSpeculator

Target 2013: >13.000 VNĐ/CP

(Trong ĐK VNI Uptrend)

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

(KBC - HOSE)

I. Điểm nhấn đầu tư:

- Sau 11 năm phát triển, thương hiệu KBC đã trở thành 1 trong những công ty phát triển BĐS KCN có **quỹ đất lớn và uy tín nhất Việt Nam** đặc biệt ở khu vực miền Bắc. Với 7 KCN sẵn sáng thu hút đầu tư với tổng diễn tích hơn 3.000 ha đảm bảo **đủ để cho Công ty phá triển cho 10 năm, 20 năm tới**.

- Các dự án đều thu hút vốn đầu tư FDI tốt, có 80% khách hàng nước ngoài như Nhật Bản, Hàn Quốc…tập trung tại các KCN tiêu biểu như KCN Quế Võ mở rộng, KCN Quang Châu, **KCN Tràng Duệ**, KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh...

- KBC đang tập trung củng cố lại các mảng kinh doanh cốt lõi, tái cơ cấu các hoạt động đầu tư không hiệu quả, tinh gọn bộ máy và qua đó cắt giảm chi phí. Công ty thoái vốn ngân hàng Phương Tâykhi quyết định bán 26,55 triệu cổ phần tại Western Bank với trị giá 265 tỷ VNĐ. Điều này, cũng khiến Công ty giảm bớt được quy mô tài sản, nợ vay và qua đó tăng hiệu quả hoạt động trong tương lai.

- Từ đầu năm 2013, LGE đã ký thỏa thuận hợp đồng thuê lại đất với diện tích hơn 40 ha tại Khu Tràng Duệ. Được biết, đây là KCN của do Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC-HOSE), hiện đang là một trong những địa điểm thu hút dòng vốn FDI tốt trong lĩnh vực công nghệ cao. Với mức giá thuê đất hiện nay là 60 USD/m2 cho thời hạn thuê 50 năm, nếu thỏa thuận này được thực hiện thì số tiền mà **KBC thu được từ thương vụ này sẽ là 480 tỷ VNĐ**, khoản thu trên sẽ cải thiện cơ bản triển vọng kinh doanh và sức khỏe tài chính của doanh nghiệp. KQKD 4 quý gần nhất cho thấy triển vọng đang tích cực khi doanh thu quý 2 đang tăng trở lại và mức lỗ theo quý đang giảm dần.

- Trong các năm tới, nếu **Việt Nam gia nhập TPP** thì nhiều khả năng vốn đầu tư FDI vào Việt Nam sẽ tăng đột biến và đây sẽ là cơ hội đáng kể cho KBC với quỹ đất lớn và sẵn sàng để cho thuê tại các địa phương hấp dẫn nguồn vốn đầu tư nước ngoài như Bắc Ninh và Tp Hồ Chí Minh.

II. Phân tích HĐ.SXKD của Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC – HOSE)

1. Thông tin cơ bản:

- KBC tập trung vào 4 mảng chính: **(1)** phát triển KCN; **(2)** đầu tư và xây dựng BĐS thương mại; **(3)** năng lượng; **(4)** đầu tư tài chính. Hoạt động kinh doanh chính của KBC là phát triển KCN với tỷ trọng chiếm đến 84.22% vốn đầu tư.

- KBC là một nhà phát triển BĐS với nguồn đất lớn nhất là 15.000 ha và 1.000 ha đất đô thị ở TP.HCM và Hà Nội. Trong năm 2012, tổng các khoản đầu tư của công ty đạt gần 1.522 tỷ đồng, trong đó, công ty chú trọng vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là KCN với tỷ trọng đầu tư chiếm 84,22%, tập trung đặc biệt ở các KCN Tràng Cát và KCN Quang Châu.Trong đó, KBC có lợi thế về các KCN như KCN Quế Võ, KCN Quang Châu, KCN – Đô thị Tràng Cát… với sự thu hút vốn đầu tư FDI cao và các đô thị như KĐT Phúc Ninh, KĐT Tây Bắc… có vị trí đắc địa.

- Đứng thứ 2 về vốn đầu tư là lĩnh vực năng lượng với 13,97%, công ty tiếp tục đầu tư dài hạn vào dự án thủy điện tại Lào. Mặt khác, hoạt động kinh doanh BĐS thương mại lại chỉ nhận được số vốn chiếm 1,24% do tình hình kinh tế khó khăn, BĐS bị "đóng băng".

2. Hoạt động SXKD trong nhưng năm gần đây:

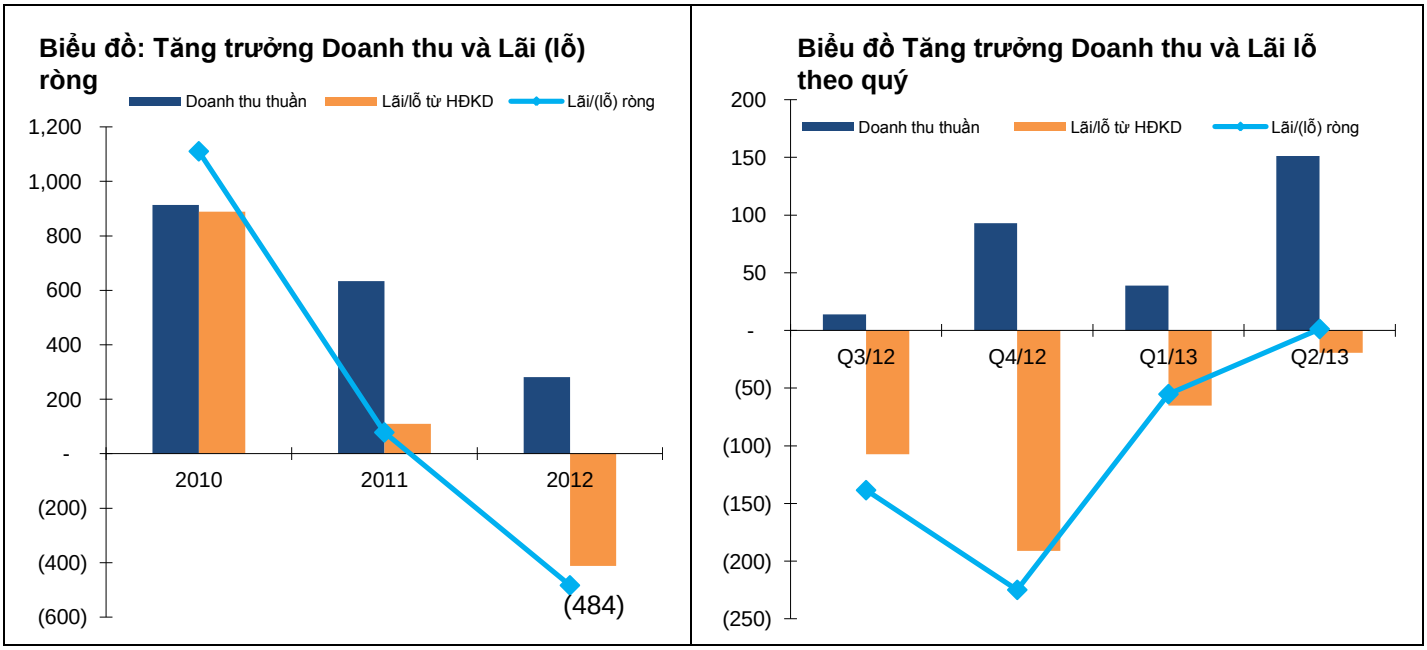
❖ **Hoạt động SXKD 3năm trở lại đây:**

- Về thị trường, năm 2012 là một năm khó khăn với hầu hết các công ty bất động sản do tình hình kinh tế khó khăn và thị trường bất động sản ảm đạm với số lượng hàng tồn kho và lãi suất cao. Hoạt động kinh doanh của KBC cũng không nằm ngoài ảnh hưởng nhất là khi hoạt động cho thuê khu công nghiệp cũng trở nên trầm lắng. Nguyên nhân một phần do FDI đầu tư vào Việt Nam có xu hướng giảm mạnh và một phần do kinh tế khó khăn DN hạn chế mở rộng SXKD.

- Ngoài những khó khăn chung, năm 2012 KBC phải đối diện với những khoản vay đến hạn trả từ những năm trước, chi phí lãi vay cao lên đến 345 tỷ đồng tăng đến 106% so với cùng kỳ là nguyên nhân chính khiến KBC thua lỗ trong năm 2012. Cụ thể doanh thu thuần của công ty đạt 281.4 tỷ đồng (-56% so với năm trước) và lỗ sau thuế là -483,9 tỷ đồng.

- Năm 2012, hoạt động cho thuê KCN tăng không đáng kể trong đó tỷ lệ doanh thu tăng mới từ các khu CN là không nhiều. Tại dự án KCN Quế Võ, KBC cho thuê thêm được 11,2 ha với tỷ lệ lấp đầy đạt 97,6%. Trong đó, KCN Quế Võ mở rộng, KBC cho thuê được thêm 3,65 ha và tỷ lệ lấp đầy đạt 60,7%. KCN Quang Châu cho thuê thêm được 3,5ha với tỷ lệ lấp đầy đạt 42%, KCN Tràng Duệ (Giai đoạn 1) cho thuê thêm được 2,98 ha với tỷ lệ lấp đầy là 43% và KCN Tân Phú Trung là 17,6%. **Trong đó, doanh thu chính vẫn đến từ từ KCN Quế Võ và Quế Võ mở rộng đóng góp 76% tổng doanh thu cho công ty.**

- Năm 2012, tổng các khoản đầu tư của công ty đạt 1.522 tỷ đồng tập trung vào phát triển khu công nghiệp (chiếm 84% tổng vốn đầu tư), trong đó 71% được giải ngân vào KCN và ĐT Tràng Cát. Công ty cũng đầu tư tài chính dài hạn vào lĩnh vực năng lượng với 212,6 tỷ đồng (chiếm 14% tổng vốn đầu tư) vào Công ty cổ phần đầu tư SGI – Lào để phát triển một dự án thủy điện ở Lào. Năm 2012, KBC đã thoái vốn một số khoản đầu tư trong lĩnh vực tài chính và ngân hàng để tập trung vốn vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của Công ty.



(Nguồn: Stoxplus)

❖ **Phân tích SWOT - KBC**

▪ **<u>ĐIỂM MẠNH:</u>**

– **1. Là nhà phát trển BĐS với nguồn đất lớn 15.000ha và 1.000 ha đất đô thị ở TP. HCM và HN.** KBC có hơn 20 KCN với quy mô từ 200 ha trở lên, bao gồm cả các KCN mà KBC làm chủ đầu tư và góp vốn vào các công ty con, công ty liên kết, chạy dọc cả nước từ Bắc và Nam. Trong đó có các địa bàn kinh doanh chủ yếu là thành phố Bắc Giang, Bắc Ninh, Hài Phòng, Đà Nẵng và TP. HCM với các KCN Quế Võ, Quang Châu, Tràng Cát… Các KCN mà KBC hiện đang đầu tư đều nằm tại các vùng có chỉ số PCI cao do đó khả năng thu hút đầu tư vào các KCN của KBC là lớn. Sau 11 năm phát triển, thương hiệu KBC đã trở thành 1 trong những công ty phát triển BĐS KCN lớn và uy tín nhất Việt Nam. Đặc biệt ở khu vực miền Bắc, KBC được đưa vào sử dụng với diện tích khoảng 1,438 ha ở các vị trí giao thông thuận lợi; dự kiến tổng diện tích công ty đầu tư sẽ lên tới 6,480 ha chiếm 13% tổng diện tích KCN ở Việt Nam.

– **2. Các dự án đều thu hút vốn đầu tư FDI tốt, có 80% khách hàng nước ngoài như Nhật Bản, Hàn Quốc…**

  Năm 2013, KCN vẫn tiếp tục tìm kiếm các tập đoàn lớn nước ngoài để đầu tư vào các KCN đang hoạt động và sẵn sàng hoạt động như KCN Quế Võ mở rộng, KCN Quang Châu, KCN Tràng Duệ, KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh… Hiện nay, KBC đã ký kết được hợp đồng cho thuê đất và bán nhà xưởng trị giá 500 tỷ đồng cho thấy tiềm năng KCN năm 2013 sẽ được cải thiện. Năm 2013, tổng công ty lập kế hoạch với tổng doanh thu dự kiến là 979 tỷ đồng và LNST đạt 68 tỷ đồng.

– **3. DN dở hữu tập trung vào HĐQT và BGĐ, do vậy có thể đưa ra quyết định nhanh và nắm bắt cơ hội nhanh, chính xác.**

- **ĐIỂM YẾU:**

1. **Danh mục dự án KCN đòi hỏi vốn lớn nên để đòi hỏi đảm bảo kịp tiến độ, công ty phải vay nợ, chấp nhận rủi ro lãi suất.**

2. **Đầu tư tài chính vào các công ty khác khá dàn trải, chưa có chiến thuật không ngoan khiến dòng tiền của công ty bị phân bổ dàn trải.**

Điểm yếu của KBC hiện nay là quy mô hoạt động quá lớn và đầu tư dàn trải dẫn tới sự kém hiệu quả trong hoạt động. Công ty có vay nợ lớn song không tạo đủ nguồn tiền mặt để duy trì hoạt động do đó áp lực lãi vay tích lũy đang đè nặng lên Công ty. Một số dự án của Công ty đang bị đình trệ và có khả năng bị thu hồi cho thấy sức khỏe tài chính của Công ty đang khá yếu. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng đầu tư vào Công ty cần tầm nhìn dài hạn khi quá trình tái cơ cấu Công ty đang diễn ra. Nếu Công ty có thể giảm nợ vay bằng cách bán bớt tài sản, thoái vốn khỏi các dự án kém hiệu quả thì khả năng phục hồi của Công ty là cao và triển vọng tương lai sẽ là sáng sủa nhờ quỹ đất KCN rất lớn của mình.

- **CƠ HỘI**

1. **KCN miền Bắc có tỷ lệ lấp đầy cao, KCN miền Nam được sử dụng với hiệu suất 100%.**

2. **VN là đất nước hứa hẹn sẽ thu hút nhiều vốn FDI do vậy nhu cầu cơ sở hạ tầng, mặt bằng xây dựng nhà máy, phân xưởng ngày càng tăng, làm tăng cơ hội kinh doanh cho KBC.**

3. **Triển vọng Việt Nam gia nhập TPP(Hiệp ước Đối tác xuyên Thái Bình Dương) trong thời gian tới sẽ tạo điều kiện thu hút và gia tăng thêm vốn FDI vào Việt Nam. Với lợi thế Số 1 trong lĩnh vực phát triển KCN, Công ty sẽ có thể đạt được những đột phá trong thời gian tới.**

- **THÁCH THỨC:**

1. **Diện tích đất dành cho KCN bị thu hẹp.**

2. **Vấn đề môi trường ở các KCN và KCN ở các tỉnh gần HN chưa thực sự tách biệt với khu dân cư.**

3. **Sự cạnh tranh nội bộ tăng cao do sự gia nhập của các cổ đông là công ty nước ngoài.**

4. **Dao động của vòng kinh tế ảnh hưởng đến kinh doanh của công ty.**

❖ **Triển vọng kinh doanh 2013:**

- Doanh thu và lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2013 của KBC tương đối kém khả quan khi nền kinh tế diễn biến còn nhiều khó khăn trong khi áp lực nợ vay tiếp tục đè nặng lên Công ty mặc dù mặt bằng lãi suất cho vay đã hạ khá nhiều. Doanh thu 6 tháng 2013 đạt mức 199 tỷ đồng, tăng nhẹ so với cùng kỳ song vẫn ở mức thấp so với quy mô của Công ty. LNST đạt mức -70 tỷ VNĐ.

- Nguyên nhân chủ yếu là do Công ty chưa cho thuê được nhiều đất KCN trong các tháng đầu năm trong khi nợ vay cao, chi phí lãi vay tăng cao, ăn mòn lợi nhuận của Công ty.

- Về tổng thể, biên lợi nhuận gộp của Công ty vẫn khá tốt cho thấy giá vốn đất KCN của Công ty là khá rẻ, cộng thêm các chi phí quản lý và chi phí bán hàng được quản lý khá tốt và giảm mạnh so với cùng kỳ. Rõ ràng Công ty đang tiến hành tái cơ cấu hoạt động và hiệu quả kinh doanh của Công ty sẽ cải thiện đáng kể nếu Công ty cải thiện được doanh thu của mình.

- Thứ nhất, KBC đang tập trung củng cố lại các mảng kinh doanh cốt lõi, tái cơ cấu các hoạt động đầu tư không hiệu quả, tinh gọn bộ máy và qua đó cắt giảm chi phí. Công ty thoái vốn ngân hàng Phương Tâydo ngân hàng hoạt đông kinh doanh kém nên KBC đã quyết định bán 26,55 triệu cổ phần tại Western Bank với trị giá 265 tỷ VNĐ. Điều này, cũng khiến Công ty giảm bớt được quy mô tài sản, nợ vay và qua đó tăng hiệu quả hoạt động trong tương lai.

- Chúng tôi đánh giá cao bước chuyển dịch chiến lược quyết đoán này của ban lãnh đạo Công ty. Tuy nhiên, hành động trên là không đủ để Công ty cải thiện cơ bản tình trạng tài chính của mình. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ bán bớt một số bất động sản đang có để giảm đáng kể nợ vay qua đó có nguồn lực tài chính mới để vượt qua giai đoạn khó khăn này.

- Thứ 3, Triển vọng lợi nhuận của Công ty trong năm 2013 nhiều khả năng chỉ thực sự khởi sắc vào quý 4/2013. Khi hợp đồng cho thuê khu công nghiệp lớn trong năm nay của Công ty được ghi nhận doanh thu và dòng tiền bắt đầu về Công ty. Từ đầu năm 2013, LGE đã ký thỏa thuận hợp đồng thuê lại đất với diện tích hơn 40 ha tại Khu Tràng Duệ. Được biết, đây là KCN của do Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC-HOSE), hiện đang là một trong những địa điểm thu hút dòng vốn FDI tốt trong lĩnh vực công nghệ cao. Với mức giá thuê đất hiện nay là 60 USD/m2 cho thời hạn thuê 50 năm, nếu thỏa thuận này được thực hiện thì số tiền mà **KBC thu được từ thương vụ này sẽ là 480 tỷ VNĐ.** Chúng tôi đánh giá khoản thu trên sẽ cải thiện cơ bản triển vọng kinh doanh và sức khỏe tài chính của doanh nghiệp. Không chỉ đơn giản là lợi nhuận, thương vụ trên sẽ giúp KBC giảm đáng kể nợ vay qua đó giảm mạnh chi phí tài chính trong các quý sau nhờ đó Công ty sẽ không còn tình trạng kinh doanh thua lỗ trong thời gian tới.

3. Đánh giá tài chính

❖ Doanh thu:

- Doanh thu của KBC có sự chững lại và suy giảm trong 2 năm gần đây do hai yếu tố cơ bản. Thứ nhất, nhu cầu về đất KCN chững lại trong các năm 2011 và 2012 do tăng trưởng kinh tế suy giảm khiến các doanh nghiệp giảm quy mô các hoạt động đầu tư xây dựng nhà máy mới. Thứ hai, Áp lực cạnh tranh hết sức quyết liệt do xuất hiện rất nhiều KCN mới trên cả nước do tình trạng cấp phép khá dễ dãi của các địa phương. Cả nước đã có 249 khu công nghiệp với tổng diện tích đất tự nhiên 63.173 ha, diện tích đất công nghiệp có thể cho thuê đạt khoảng 38.858 ha. Hiện tại, 162 khu công nghiệp đã đi vào hoạt động với tổng diện tích đất tự nhiên 38.804 ha và 74 khu công nghiệp đang trong giai đoạn đền bù giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ bản với tổng diện tích đất tự nhiên 14.792 ha. Tỷ lệ lấp đầy diện tích đất công nghiệp tại các khu công nghiệp đã vận hành đạt 48%.

- Mặc dù có quỹ đất lớn với giá vốn rẻ khiến biên lợi nhuận gộp vẫn ở mức khả quan song việc doanh thu tụt giảm nghiêm trọng khiến KBC lâm vào tình trạng khó khăn do quy mô công ty khá lớn và chi phí duy trì hoạt động cao.

- Trong các năm trước, mô hình kinh doanh của Công ty khá đơn giản là gia tăng vay nợ và huy động vốn để tích lũy rất nhiều quỹ đất tại các địa phương trên cả nước. Điều này khiến chi phí lãi vay trở thành một gánh nặng cho Công ty khi doanh thu đột ngột sụt giảm. Các khu công nghiệp trên cả nước hiện nay đang tích cực đưa ra nhiều ưu đãi để thu hút đầu tư do đó gây sức ép lên giá cho thuê đất tại các khu công nghiệp.

- Chúng tôi cho rằng trong một hai năm tới, khả năng tăng trưởng doanh thu của KBC phụ thuộc lớn vào triển vọng phục hồi của nền kinh tế Việt Nam. Nếu kinh tế vĩ mô ổn định và phục hồi thì vốn đầu tư từ các doanh nghiệp FDI và các doanh nghiệp trong nước sẽ tăng và sẽ tạo thêm cơ hội cho KBC. Chúng tôi đánh giá sau 2 năm khó khăn nền kinh tế Việt Nam đã bắt đầu có dấu hiệu chạm đáy và đi lên. Nền kinh tế cho thấy nhiều dấu hiệu đã vượt qua được giai đoạn khó khăn nhất. Các chỉ số trọng yếu của nền kinh tế như tăng trưởng GDP, lạm phát, tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán, sản xuất công nghiệp, hàng tồn kho, tăng trưởng tín dụng và đầu tư toàn xã hội đã thể hiện sự bình ổn và các hoạt động kinh tế đang dần dần tăng tốc. Nếu nền kinh tế phục hồi thì KBC với quỹ đất lớn tại các vị trí đắc địa chắc chắn sẽ tận dụng được cơ hội và phục hồi theo đà phục hồi của nền kinh tế.

- Doanh thu hai quý đầu năm 2013 của KBC ở mức khá thấp so với quy mô công ty đã có sự suy giảm đáng kể do sự cạnh tranh và khó khăn chung của nền kinh tế. Tuy nhiên doanh thu của Công ty hứa hẹn sẽ cải thiện mạnh vào Quý 4/ 2013, khi thương vụ cho thuê 40 ha đất tại KCN Tràng Duệ của KBC cho LGE được thực thi. Chúng tôi ước tính thương vụ này có thể đem lại 480 tỷ VNĐ doanh thu cho KBC và cải thiện đáng kể hiệu quả kinh doanh và sức khỏe tài chính của Công ty.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
KBC	860.99	889.67	913.94	633.63	281.37	**715.92**	2%
Financial Services	323.76	401.68	449.46	445.89	510.00	**444.87**	
%Δ diff of indus	166%	121%	103%	42%	-45%	**61%**	
Revenue Growth		**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**ave 4y**	0
KBC		3.3%	2.7%	-30.7%	-55.6%	**-4.1%**	2%
Financial Services		24.1%	11.9%	-0.8%	14.4%	**13.8%**	
%D diff of indus		-86%	-77%	3768%	-487%	**-130%**	

❖ Lợi nhuận:

- Lợi nhuận của KBC suy giảm đều trong 4 năm gần đây**. Công ty lỗ nặng trong năm 2012 và tiếp tục lỗ trong 2 quý đầu năm 2013.** Nguyên nhân chủ yếu vẫn là cho thuê đất KCN suy giảm do cạnh tranh ác liệt, thị trường bão hòa (dấu hiệu rõ ràng xuất hiện từ năm 2012) cộng thêm áp lực lãi vay tăng cao khi mức độ nợ vay và mặt bằng lãi suất cho vay đều tăng cao.

- Trong các tháng đầu năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh, cộng thêm các chi phí quản lý và bán hàng được chủ động tiết giảm song không giúp Công ty có lợi nhuận do các yếu tố cơ bản là doanh thu vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét. Rõ ràng một thương vụ cho thuê đất với diện tích lớn như thương vụ với LGE là rất cần thiết cho Công ty lúc này và có khả năng xoay chuyển tình trạng khó khăn của Công ty.

- Giá vốn của Công ty vẫn khá nhỏ do chi phí đầu tư đất KCN ban đầu là thấp do đó lợi nhuận gộp của KBC vẫn khả quan. Vấn đề của Công ty chỉ là chi phí lãi vay quá cao và doanh thu sụt giảm. Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận 2013 của Công ty khả quan hơn năm 2012 khi thương vụ với LGE được thực hiện và Công ty đã chủ động cắt giảm chi phí trung gian khá tốt.

- **Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của KBC sẽ chủ yếu xuất hiện trong quý 4 và vào khoảng 200 tỷ VNĐ trong năm 2013.** Tuy nhiên, chúng tôi **lưu ý các nhà đầu tư rằng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tiếp theo là cao nếu nền kinh tế Việt Nam phục hồi và Công ty cho thuê được nhiều đất hơn.**

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
KBC	280.78	600.58	1,095.37	35.73	-439.49	**314.59**	2%
Financial Services	-5.96	103.24	104.55	17.35	30.42	**48.25**	
%Δ diff of indus	-4814%	482%	948%	106%	-1545%	**552%**	

- Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của Công ty trong các năm tới sẽ tùy thuộc vào mức độ phục hồi của nền kinh tế Việt Nam.

❖ **Hiệu quả quản lý:**

- ROA và ROE của KBC bị suy giảm đều trong bốn năm trở lại đây do các khó khăn chung của nền kinh tế và Công ty đã chậm chân trong việc tái cơ cấu hoạt động kinh doanh giảm bớt quy mô tài sản và vay nợ dẫn tới áp lực lãi vay cao ăn mòn lợi nhuận. Do áp lực cạnh tranh dẫn tới Công ty không thể tăng giá cho thuê đất trong khi doanh thu sụt giảm mạnh cộng chi phí lãi vay tăng cao khiến biên lợi nhuận giảm mạnh. Lợi nhuận biên của KBC giảm đều đặn trong 4 năm liên tục song nhiều khả năng hiện tượng này sẽ chấm dứt vào quý 4/2013 khi dòng tiền lớn từ thương vụ với LGE sẽ khiến Công ty giảm được quy mô vay nợ.

- Mặt bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm.Trong năm 2013 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.

- Quy mô tổng tài sản của Công ty tăng lên trong các năm gần đây do các khoản đầu tư vào nhiều KCN tại các địa phương khác nhau. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư chưa mang lại hiệu quả khi doanh thu không tăng được tương ứng do kinh tế khó khăn và nhiều KCN tại các địa phương khó thu hút vốn đầu tư.

- Từ năm 2014 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ cải thiện được khả năng sinh lời hiện tại khi thúc đẩy được một số thương vụ cho thuê đất lớn và giảm quy mô tài sản, tái cơ cấu Công ty qua việc bán bớt bất động sản và trả nợ vay. Tuy nhiên, Chúng tôi không kỳ vọng biên lợi nhuận tăng lên đáng kể do quá trình tái cơ cấu là quá trình đòi hỏi thời gian.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	7
KBC	9.9%	17.5%	20.9%	0.7%	-9.1%	**7.3%**	2.5%
Financial Services	-0.9%	13.6%	10.9%	1.6%	2.8%	**5.7%**	
%Δ diff of indus	-	29%	92%	-58%	-423%	**27%**	

	1231%						
ROA	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**ave 5y**	10
KBC	5.9%	7.0%	9.6%	0.3%	-3.8%	**3.3%**	2.5%
Financial Services	-0.3%	3.9%	3.5%	0.5%	1.0%	**1.8%**	
%D diff of indus	-2281%	78%	170%	-45%	-496%	**76%**	

❖ Cơ cấu vốn:

- Mức độ sử dụng vốn vay khá cao khiến hoạt động của Công ty trở nên khá rủi ro và nhậy cảm với sự biến động của lãi suất. Lượng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh chính của Công ty không nhiều và không đủ để trả bớt vay nợ và điều này khiến cho Công ty rất dễ thua lỗ khi doanh thu giảm và lãi suất có diễn biến bất lợi. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là ở mức trung bình và tình trạng này sẽ tiếp diễn cho đến hết quý 4/2013 khi KBC thu được tiền từ thương vụ với LGE.

- Nhìn vào các chỉ số thanh khoản tăng theo từng năm, khả năng thanh toán của KBC đang suy giảm và ở mức đáng báo động khi hệ số tiền mặt và hệ số thanh toán nhanh luôn rất thấp. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng hàng tồn kho của KBC chủ yếu là dự án bất động sản dở dang nên mức độ thanh khoản rất thấp do đó hệ số thanh toán hiên thời <1 không đảm bảo khả năng thanh khoản cho KBC. Hệ số thanh toán bằng tiền mặt giảm nhẹ còn 0,03 cho thấy lượng tiền mặt của KBC thấp hơn các năm trước.
- Cơ cấu vốn của Công ty đang cho thấy diễn biến đáng ngại khi vay nợ gia tăng lên mức đáng báo động. Khả năng trả lãi vay là một dấu hỏi khi tỷ lệ EBIT/lãi vay năm 2012 chỉ còn -0.51 (mức nguy hiểm). Có thể thấy, lãi vay đang tích lũy vào các khoản nợ gốc và chất thêm gánh nặng lên Công ty.

- Nhìn chung sức khỏe tài chính của KBC là đáng quan ngại, song chúng tôi cho rằng đó là tình trạng tạm thời. Khi dòng tiền dự kiến từ thương vụ với LGE (khoảng 480 tỷ) chảy về Công ty. Mức độ nợ vay chắc chắn sẽ giảm mạnh và các chỉ tiêu thanh khoản và cơ cấu vốn sẽ trở về mức bình thường.

Liablities / Equity	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**ave 5y**	**9**
KBC	0.72	1.57	1.42	1.50	1.40	**1.24**	3.3%
Financial Services	2.33	2.56	2.10	1.97	2.19	**2.10**	
%Δ diff of indus	-69%	-39%	-33%	-24%	-36%	**-41%**	
Current Liablities / Equity	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**ave 5y**	5
KBC	0.63	0.64	0.55	0.66	0.52	**0.54**	3.3%
Financial Services	0.54	0.76	0.72	0.39	0.34	**0.59**	
%D diff of indus	15%	-16%	-24%	69%	53%	**-8%**	
Longterm Liablities / Equity	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**ave 5y**	10
KBC	0.09	0.93	0.86	0.84	0.77	**0.67**	3.3%
Financial Services	2.65	2.21	1.69	1.97	1.03	**1.63**	
%D diff of indus	-97%	-58%	-49%	-57%	-26%	**-59%**	

Chúng tôi đánh giá mức độ vay nợ hiện nay của Công ty khá rủi ro với vốn vay chủ yếu là ngắn hạn cộng thêm mức độ đòn bẩy cao. Các chỉ số về khả năng thanh khoản và thanh toán của Công ty không đủ tốt để chịu đựng các cú sốc về lãi suất và thắt chặt tín dụng bất ngờ. Sức khỏe tài chính của Công ty sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào sự thành công của thương vụ với LGE.

Định giá:

PB của KBC hiện nay đều ở mức khá thấp trong khi PE không tồn tại do lợi nhuận 2012 và 6 tháng 2013 là âm. Hiện tượng trên cho thấy thị trường đang không kỳ vọng nhiều vào triển vọng tăng trưởng tương lai của Công ty. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường chưa phản ánh được kỳ vọng phục hồi của nền kinh tế và lĩnh vực cho thuê đất KCN với quỹ đất lớn và đắc địa của KBC.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng với dự báo lợi nhuận trong năm 2013 sẽ khả quan khi lợi nhuận từ thương vụ với LGE sẽ khắc phục tình trạng thua lỗ kéo dài của Công ty. Lợi nhuận năm 2014 sẽ phụ thuộc lớn vào việc Công ty có tái cơ cấu, giảm vay nợ thành công hay không và triển vọng phục hồi của nền kinh tế Việt Nam. Trong năm 2014, Công ty không còn hưởng lợi từ xu hướng giảm lãi suất cho vay khi mặt bằng lãi suất cho vay đã chạm đáy.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	1
KBC	28.42	16.72	8.99	82.11	-3.56	**20.37**	6.7%
Financial Services	-120.26	11.13	12.26	103.82	15.06	**15.22**	
%Δ diff of indus	-124%	50%	-27%	-21%	-124%	**34%**	
P/B	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**ave 5y**	0
KBC	2.97	3.41	2.25	0.66	0.39	**1.98**	6.7%
Financial Services	0.88	1.73	1.42	0.72	0.78	**1.09**	
%D diff of indus	239%	97%	58%	-8%	-50%	**82%**	
Dividend in 2012			**No of company**		**Paid**	**Plan**	**0**
KBC					0	**0**	6.7%
Financial Services			30		928	**1,392**	
%Δ diff of indus							
MBS valuation						**2013**	**0**
KBC						**0**	10%
Price						**13,059**	
%Δ diff of indus							

Chúng tôi cho rằng KBC nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận sau thuế khả quan trong năm nay, khoảng 200 tỷ VND và mức EPS dự kiến khoảng 700 VNĐ/CP, Giá trị sổ sách (Book value) khoảng 13.700 đồng/cổ phiếu. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận cao cộng thêm quỹ đất lớn đắc địa và vị thế ngành vững chắc, mức PE kỳ vọng cho KBC từ 12 đến 13 (tương đương so với bình quân ngành) là hợp lý, giá hợp lý của KBC là 13,059 VNĐ/cp.

Kết luận:

KBC là một công ty có tiềm lực quỹ đất lớn và vị thế ngành tốt song tạm thời đang gặp khó khăn do đã vay nợ quá lớn trong khi doanh thu suy giảm. Tăng trưởng lợi nhuận tương lai phụ thuộc vào sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam (điều này nhiều khả năng sẽ diễn ra trong năm 2014). Mức giá hiện nay đã phản ánh triển vọng

lợi nhuận năm nay song chưa phản ánh quỹ đất dồi dào có vị trí đẹp của Công ty. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để **MUA**.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111