



Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Kinh Bắc

Ngành: Bất động sản

Lĩnh vực: Xây dựng và kinh doanh BĐS

MCK: KBC

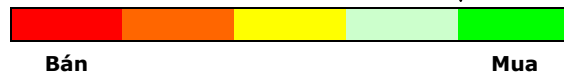
Khuyến nghị đầu tư: Mua

Giá mục tiêu: 77,000 VNĐ

Giá hiện tại (ngày 05/01/2010): 66,500 VNĐ

KL niêm yết	134,083,000	Vốn điều lệ	1,991,243,300
KL lưu hành	195,123,674	EPS trailing Q3	0.700
GVH thị trường (tỷ đồng)	11.204	BVS	15.387
Giá thấp nhất trong 52 tuần	15,400	P/E	95
Giá cao nhất trong 52 tuần	76,400	P/B	4.37

Khuyến nghị của TVSI



Thông tin cơ bản về cổ phiếu

Biểu đồ 1 - Biến động giá KBC 1 năm qua
(cập nhật 05/01/2009)



Bảng 1

ĐV: tỷ đồng

Chỉ tiêu tài chính			
Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	9T2009
Doanh thu	538.610	860.989	629.885
Lợi nhuận gộp	299.734	530.907	352.948
Lợi nhuận từ HĐSXKD	407.710	452.587	80.779
LNST (triệu đồng)	321.157	285.510	346.433
Tổng tài sản	3,236.959	4,780.860	6,711.089
Nguồn VCSH	2,969.262	1,340.861	1,417.061
ROE	14.80%	10.24%	10.90%
ROA	9.92%	5.86%	4.82%
EPS	4.533	2.846	1.676
Giá trị sổ sách	30.627	27.774	15.387

Nguồn: kinhbaccity, TVSI tổng hợp

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

Tên công ty:	CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc
Tên viết tắt:	KINHBACCITY
Tên quốc tế:	Kinhbac City Development Share holding Corporation
Trụ sở chính:	Khu Công Nghiệp Quế Võ - Bắc Ninh
Điện thoại:	0241 - 3634034
Fax:	0241 - 3634035
Website:	www.kinhbaccity.com
Lĩnh vực hoạt động chính:	<ul style="list-style-type: none"> - Đầu tư xây dựng và kinh doanh khu đô thị, khu dân cư, khu tái định cư, khu nhà ở công nhân, khu công nghiệp; - Kinh doanh và phát triển nhà ở, văn phòng, kho bãi ... - Dịch vụ vui chơi, giải trí, dịch vụ cho thuê nhà xưởng, kho bãi ...

Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Giá
Phương pháp chiết khấu luồng tiền (DCF)	
Kịch bản lạc quan	86,755 VNĐ
Kịch bản thận trọng	65,000 VNĐ
Phương pháp hệ số tương đối	
P/E	84,600 VNĐ
P/BV	63,000 VNĐ

Hệ thống số liệu được định dạng theo quy chuẩn quốc tế

Thông tin liên quan

Ngày	Tin tức	Nguồn
07/12/2009	Thu hút mạnh đầu tư vào khu công nghiệp	www.kinhbaccity.com
26/11/2009	Kế hoạch lợi nhuận năm 2010 tăng trưởng 50%, phát hành 400 tỷ đồng trái phiếu	www.kinhbaccity.com
22/11/2009	Chính thức được UBND Tp Hà Nội giao làm chủ dự án Lotus Hotel	www.kinhbaccity.com
11/11/2009	18/12: KBC chuyển sang niêm yết trên HoSTC	www.kinhbaccity.com
06/11/2009	KBC phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 10:3	www.hnx.vn

MÔI TRƯỜNG CẠNH TRANH NGÀNH

Tác động từ phía cung

Ngành bất động sản bao gồm nhiều phân khúc: căn hộ, đất nền dự án, bất động sản du lịch, đất khu công nghiệp ... Ở đây, chúng tôi sẽ nhấn mạnh đến phân khúc đất KCN - phân khúc hoạt động chính của KBC để xác định rõ hơn vị trí của công ty trong ngành bất động sản.

Nguồn cung đối với ngành BĐS nói chung là các quỹ đất, nguyên vật liệu xây dựng các loại ... Thực tế, nguồn cung có sức ảnh hưởng trực tiếp và mạnh mẽ đến khả năng tăng trưởng và phát triển của ngành BĐS. Không giống những ngành sản xuất thông thường là có thể thay đổi nhà cung cấp hay có sản phẩm thay thế, BĐS chỉ có duy nhất một nhà cung cấp về quyền sử dụng đất là nhà nước, vì vậy một thay đổi nhỏ về luật pháp với quyền sử dụng đất của Chính phủ đã đủ tác động đến toàn bộ ngành BĐS. Thêm vào đó đất đai là nguồn tài nguyên hữu hạn nên xét trong dài hạn thì nguồn cung đất là hạn chế, song tại thời điểm hiện tại của Việt Nam thì nguồn cung đất cho hoạt động xây dựng và kinh doanh bất động sản vẫn còn khá dồi dào. Bước vào giai đoạn xây dựng và phát triển chưa lâu, kinh tế đất nước còn nghèo vì vậy chúng ta chưa có điều kiện để xây dựng cơ sở hạ tầng, hầu hết các công trình xây dựng đều đã cũ và không còn đáp ứng kịp sự lớn mạnh của kinh tế đất nước. Như vậy, nguồn cung cho hoạt động của ngành BĐS trong ngắn và trung hạn tại Việt Nam được đảm bảo. Việc phấn đấu thành một nước công nghiệp vào năm 2020 tất yếu đặt ra yêu cầu xây dựng các khu công nghiệp, nhà máy, phân xưởng ... Với các ưu tiên và chính sách hỗ trợ của Chính phủ về đất công nghiệp thì các công ty BĐS thuộc phân khúc đất khu công nghiệp như KBC hoàn toàn có thể yên tâm về nguồn cung. Đảm bảo hơn khi công nghiệp của Miền Bắc mới nên vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển hơn các miền khác của đất nước.

Một phần không nhỏ nguyên vật liệu xây dựng trong nước được nhập khẩu, vì vậy không có được sự ổn định của nguồn cung nguyên vật liệu với ngành bất động sản - lĩnh vực xây dựng. Những biến động về giá xăng dầu, sắt thép trên thị trường thế giới đều tác động không nhỏ tới hoạt động xây dựng và giá cả bất động sản trong nước. Tuy nhiên, với phân khúc đất công nghiệp thì tác động của nguồn cung này bị hạn chế hơn do đặc thù của xây dựng ở phân khúc này là không đòi hỏi nhiều nguyên vật liệu như các phân khúc khác. Đối với KBC thì cung nguyên vật liệu ít tác động hơn do công ty chủ yếu cho thuê đất công nghiệp.

Tác động từ phía cầu

Cầu với bất động sản đến từ tất cả các đối tượng thuộc nền kinh tế cả trong nước và nước ngoài, xét riêng với Việt Nam thì cầu với bất động sản ở hầu hết các phân khúc hiện đều ở mức cao và có sự gia tăng. Cầu bất động sản bao gồm cả cầu sử dụng và cầu đầu tư - tác động chính đến sự phát triển của ngành.

Gia tăng dân số và sự giàu lên của dân cư dẫn đến nhu cầu với phân khúc nhà ở, chung cư và căn hộ cao cấp tăng mạnh. Quá trình đô thị hóa, công nghiệp hóa và hiện đại hóa đưa nhu cầu với đất nền dự án, đất công nghiệp, mặt bằng bán lẻ, văn phòng cho thuê liên tục gia tăng và mới đây nổi lên là cầu với bất động sản du lịch nhằm đáp ứng một xu hướng chi tiêu và hưởng thụ mới. Không chỉ xuất phát từ nhu cầu sử dụng mà cầu với bất động sản còn đến như một kênh đầu tư hấp dẫn, chính vì vậy cầu với bất động sản luôn có những biến động khó lường so với thị trường chứng khoán và thị trường ngoại tệ, tuy nhiên xu hướng biến động của cầu bất động sản vẫn cùng chiều với nền kinh tế.

Tại phân khúc đất khu công nghiệp - chế xuất và cơ sở hạ tầng mà KBC hiện đang có thế mạnh, cầu chủ yếu xuất phát từ nhu cầu sử dụng: doanh nghiệp trong nước và nước ngoài đầu tư tại Việt Nam đều có nhu cầu thuê hoặc cần đất và mặt bằng để xây dựng nhà xưởng, kho bãi ... Phát triển công nghiệp là bánh xe để rút ngắn khoảng cách phát triển của Việt Nam với thế giới, đó là lý do giai đoạn này nhu cầu đầu tư cho cơ sở hạ tầng là rất lớn. Thêm vào đó, Chính Phủ Việt Nam đã có chính sách di chuyển các nhà máy ở gần thành phố vào các KCN, các nhà đầu tư nước ngoài buộc phải xây nhà máy trong các KCN, do đó, cầu với đất KCN trong giai đoạn tới được xác định sẽ tăng mạnh.

Thêm vào đó Việt Nam có sức hút mạnh với nhà đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực sản xuất nhờ giá thuê đất, nhân công rẻ và thị trường tiêu thụ giàu tiềm năng. Tuy nhiên, khác với phân khúc nhà ở hay văn phòng cho thuê, tại phân khúc này khách hàng có ít khả năng mặc cả và ít sự lựa chọn hơn. Khách hàng của KBC phần lớn là các doanh nghiệp và nhà đầu tư nước ngoài - 80% là các tập đoàn, phần lớn đến từ Nhật Bản, Đài Loan, Singapore, Hồng Kông. Khách hàng quốc tế vì vậy những rủi ro và biến động của kinh tế thế giới đều có tác động lớn đến hoạt động của KBC.

Đất và nguyên vật liệu là nguồn cung chính của ngành BĐS.

Nguồn cung đất được quyết định bởi Chính phủ và là nguồn tài nguyên hữu hạn.

Đất phục vụ công nghiệp hiện được Nhà nước ưu tiên, dồi dào.

Nguyên vật liệu có ảnh hưởng lớn với lĩnh vực xây dựng - BĐS. Song mức tác động với phân khúc KCN thấp.

Cầu với BĐS bao gồm cầu sử dụng và cầu đầu tư đến từ mọi đối tượng thuộc nền kinh tế cả trong nước và quốc tế.

Cầu với phân khúc đất KCN - chế xuất và cơ sở hạ tầng chủ yếu là cầu sử dụng vì vậy sức mạnh mẽ của cầu trong phân khúc này bị hạn chế.

Khách hàng của KBC 80% là tập đoàn nước ngoài và đa quốc gia.

MÔI TRƯỜNG CẠNH TRANH NGÀNH

Sự đối mặt với các rào cản của thị trường

Ngành bất động sản ở lĩnh vực đầu tư và kinh doanh bất động sản được biết đến với đặc điểm nổi bật là yêu cầu vốn lớn và quỹ đất rộng. Mặc dù rào cản để gia nhập ngành không quá khó như ngành ngân hàng hay ngành điện, song để tồn tại và phát triển lớn mạnh trong ngành bất động sản thì thực sự không dễ dàng. Mức lợi nhuận kỳ vọng cao là động lực lớn để thúc đẩy các doanh nghiệp gia nhập ngành bất động sản, chính vì vậy bằng cách này hay cách khác các công ty luôn có định hướng mở rộng lĩnh vực kinh doanh sang cả bất động sản.

Điều kiện để tham gia ngành BĐS không quá khó song để phát triển và xác định chỗ đứng trong ngành không dễ.

Cần có vốn lớn hoặc quỹ đất rộng mới có thể tham gia lĩnh vực đầu tư và kinh doanh BĐS.

Rào cản tham gia phân khúc đất KCN - chế xuất và cơ sở hạ tầng rất lớn.

Trong thực tế chúng ta có thể thấy rõ có rất nhiều công ty bất động sản lớn trên sàn lại không phải bắt đầu từ hoạt động xây lắp hay đầu tư kinh doanh bất động sản. Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai (HAG) là một ví dụ tiêu biểu - tiền thân là xưởng đóng gỗ, dần mở rộng quy mô và lĩnh vực hoạt động, đồng thời tận dụng quỹ đất sẵn có, HAG đã trở thành một trong những công ty bất động sản hàng đầu hiện nay. Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu Khánh hội với mã KHA cũng là một ví dụ, bắt đầu từ hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu với tiềm lực tài chính được gây dựng dần và một số khu đất có vị trí đẹp, KHA hiện nay cũng được nhắc đến là một công ty bất động sản; CTCP Cơ điện lạnh - REE cũng có những điểm tương tự như trên ... Rõ ràng các công ty đều cần phải tích lũy cho mình tiềm lực tài chính hoặc quỹ đất - điều này để thực hiện trong giai đoạn đầu phát triển của kinh tế đất nước khi mà bất động sản chưa có được nhiều sự chú ý giống như HAG, KHA và REE đã làm. Nhưng kể từ khi kinh tế đất nước đi vào giai đoạn tăng trưởng nhanh, bất động sản nhận được nhiều sự chú ý thì khó khăn hơn rất nhiều để công ty đáp ứng được hai điều kiện tiên quyết ở trên - tham gia vào ngành bất động sản.

Phân khúc đất khu công nghiệp - chế xuất và cơ sở hạ tầng đòi hỏi không chỉ vốn lớn, quỹ đất rộng có vị trí phù hợp mà còn yêu cầu công ty phải có khả năng thu hút nhà đầu tư và khách hàng. Hiện nay, trong tổng số gần 30 công ty bất động sản trên cả hai sàn mới có 4 công ty hoạt động ở phân khúc này, điều đó cho thấy rào cản tham gia phân khúc này là rất lớn. Nhất là tại thời điểm hiện tại, khi diện tích đất nông nghiệp đang bị thu hẹp và vấn đề môi trường được chú trọng thì để được cấp phép xây dựng các khu công nghiệp sẽ càng khó khăn hơn.

Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành

Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành bất động sản không có biểu hiện rõ ràng, các doanh nghiệp cạnh tranh nhau chủ yếu bằng vị trí của các dự án - giá của các dự án ở vị trí đẹp sẽ cao hơn hẳn các dự án thông thường, trong khi đó mỗi doanh nghiệp đều có quỹ đất riêng và nằm ở các vị trí khác nhau. Do đó, xác định lợi thế cạnh tranh của các doanh nghiệp hiện nay chủ yếu dựa vào vị trí và quỹ đất: các doanh nghiệp có quỹ đất rộng được mua cách đây một vài năm với giá rẻ và ở các vị trí có đường giao thông thuận tiện sẽ có khả năng tăng giá và mang lại lợi nhuận đột biến hơn.

Cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành không thể hiện rõ ràng.

KBC không có đối thủ cạnh tranh ở miền Bắc.

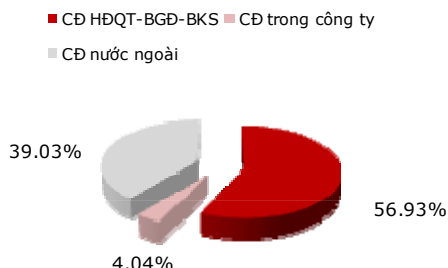
Tham gia với phân khúc đất khu công nghiệp và cơ sở hạ tầng, hiện đang niêm yết trên cả hai sàn chỉ có một số ít mã: KBC, ITA, BCI, D2D, STL ... được biết đến như doanh nghiệp hoạt động chính thuộc phân khúc này chỉ có KBC - miền Bắc và ITA, BCI - miền Nam. Như vậy, cạnh tranh ngành ở phân khúc này rất hạn chế. Thực tế, các doanh nghiệp bất động sản tham gia phân khúc này tập trung chủ yếu ở miền Nam, miền Bắc mới chỉ được biết đến qua KBC - hiện tại không có đối thủ cạnh tranh trong hoạt động kinh doanh.

Thời gian gần đây, phân khúc đất khu công nghiệp nhận được nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài. Rào cản hiện nay với các doanh nghiệp này liên quan đến thủ tục pháp lý, các chính sách của Chính phủ Việt Nam. Vì vậy, nhà đầu tư nước ngoài dù nhìn thấy nhiều tiềm năng song vẫn chưa thể tham gia phân khúc này dưới hình thức làm chủ đầu tư xây dựng các khu công nghiệp.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Biểu đồ 1

Cơ cấu cổ đông



Cổ đông sáng lập	Số CP	Tỷ lệ
CTCP Đầu tư Sài Gòn	5,000,000	5.68
Ông. Đặng Thành Tâm	30,000,000	33.90
Bà. Đặng Thị Hoàng Phượng	6,500,000	7.39

Nhân sự chủ chốt	Chức vụ	Tỷ lệ (%)
Hội đồng quản trị		
Đặng Thành Tâm	Chủ tịch kiêm TGD	33.9
Đặng T. Hoàng Phượng	TV HĐQT	7.34
Chung Trí Phong	TV HĐQT	0.03
Ngô Mạnh Hùng	TV HĐQT	0.11
Trần Quang Sơn	TV HĐQT	0.05
Ban Giám Đốc		
Nguyễn T. Thu Hương	Phó TGD	0.10
Đào Hùng Tiến	Phó TGD	0.09
Ban kiểm sát		
Nguyễn Tri Hồ	Trưởng ban	0.03
Trần Ngọc Diệp	Kế toán trưởng	0.08

Tỷ lệ trả cổ tức	Hình thức
2008 43% 7%	Cổ tức bằng cổ phiếu Cổ phiếu thưởng
2009 20% 30% 33.3%	Quyền mua cho CĐ hiện hữu Cổ phiếu thưởng Cổ phiếu thưởng

Nguồn: kinhbaccity, TVSI tổng hợp

Chiến lược phát triển và triển vọng

Hoạt động kinh doanh chính của KBC vẫn là đầu tư phát triển KCN, đô thị mới, kinh doanh bất động sản và du lịch ... **Hiện, công ty đang hướng tới những cơ hội đầu tư trong lĩnh vực năng lượng** - lĩnh vực đòi hỏi sự đầu tư lớn song lợi nhuận kỳ vọng và tiềm năng tăng trưởng thực sự hấp dẫn.

Do quỹ đất ngày càng thu hẹp nên KBC xây dựng chiến lược "Thu hút đầu tư song song" - phát triển nhiều KCN mới ở nhiều địa điểm khác nhau. Đây là chiến lược hợp lý bởi nó tạo ra cho nhà đầu tư nhiều sự lựa chọn hơn và mang lại nguồn thu ổn định cho công ty.

Trong 5 năm tiếp theo, chiến lược kinh doanh của KBC vẫn tập trung vào lĩnh vực kinh doanh chính với mục tiêu trở thành doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực này. Lĩnh vực chính là nền tảng để mở rộng đầu tư sang một số lĩnh vực mũi nhọn có gắn liền và hỗ trợ cho hoạt động đầu tư, kinh doanh bất động sản.

Việt Nam định hướng trở thành một nước công nghiệp, trong khi đó xuất phát điểm của chúng ta lại là một nước nông nghiệp, tất yếu rằng nhu cầu với cơ sở hạ tầng KCN là rất lớn và sẽ còn tiếp tục gia tăng, bởi nhu cầu không chỉ đến từ các doanh nghiệp trong nước. **Diện tích đất có thể sử dụng dùng làm khu công nghiệp ngày càng hạn chế, vì vậy với chiến lược đề ra của KBC - cho thấy hướng đi đúng đắn và kỳ vọng mang lại mức tăng trưởng tốt trong tương lai.**

Quan hệ với cổ đông chiến lược

Cổ đông chiến lược của công ty chủ yếu là các quỹ: Mekong Capital, một vài quỹ của Malaysia, SSI ... tuy nhiên hiện nay số lượng cổ phần nắm giữ của các cổ đông chiến lược đã có nhiều thay đổi. Cổ đông chiến lược không có quan hệ với công ty về hoạt động kinh doanh, trái lại đều là các tổ chức tài chính - KBC được nhà đầu tư tổ chức lớn cả trong nước và nước ngoài quan tâm và kỳ vọng khả năng sinh lời.

Cơ cấu cổ đông và thành viên ban lãnh đạo

Ông Đặng Thành Tâm - người giàu nhất trên thị trường chứng khoán hiện nay là Chủ tịch HĐQT kiêm TGD công ty KBC, hiện đang nắm giữ 33.9% số lượng cổ phiếu phát hành của KBC. Hội đồng quản trị, ban giám đốc, ban kiểm soát và kế toán của KBC nắm giữ khoảng 39.03% cổ phiếu - **sở hữu tập trung trong tay HĐQT và BGD nên mọi quyết định có thể đưa ra để nắm bắt nhanh các cơ hội**, đặc biệt với các dự án lớn. Điều đó cũng có nghĩa sự phồn thịnh hay suy thoái của công ty gắn chặt với tài sản của thành viên ban điều hành. Mọi quyết định hay chiến lược phát triển của công ty đều nhằm một mục đích là tối đa hóa giá trị vốn chủ sở hữu - là các cổ đông. Do đó, **tất cả cổ đông của công ty có thể yên tâm về tính hiệu quả và minh bạch của các quyết định được đưa ra bởi ban điều hành.**

Một trong số các tiêu chí mà nhà đầu tư quan tâm là tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài. Trước đây, tỷ lệ này thấp - khoảng 4.04%, đến nay theo thống kê mới nhất của chúng tôi, tỷ lệ sở hữu nước ngoài của công ty trên 15.05% - tỷ lệ không cao như TDH song cũng không phải là nhỏ - thể hiện **KBC là mã chứng khoán có mức độ tin cậy cao nhận được nhiều sự chú ý của nhà đầu tư nước ngoài.**

Thành phần ban lãnh đạo của công ty là những người có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản, được đào tạo bài bản về quản trị kinh tế, kế toán, kiến trúc ... đồng thời có nhiều năm kinh nghiệm công tác với các doanh nghiệp về xây dựng. **Đáng chú ý, ban lãnh đạo còn có mối quan hệ mật thiết với nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt các nhà đầu tư Nhật Bản, Đài Loan. Ông Đặng Thành Tâm là chủ tịch diễn đàn DN Việt Nam - Nhật Bản từ năm 2006 đến nay.** Ông có quan hệ rất tốt đẹp với chính phủ và nhà đầu tư Nhật Bản, nên hầu hết các nhà đầu tư từ các quốc gia này đều chọn Kinh Bắc để xây dựng nhà máy.

Chính sách cổ tức của công ty

Tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty trong thời gian qua ở mức rất cao, năm 2008 là 50%, 2009 là 83.3%. **Với đặc thù của doanh nghiệp trong giai đoạn đầu tăng trưởng và phát triển, cần nhiều vốn để tái đầu tư nên hình thức chi trả của công ty chủ yếu là bằng cổ phiếu, nguồn vốn tái đầu tư sẽ làm tăng giá trị nội tại của công ty giúp tăng giá cổ phiếu.**

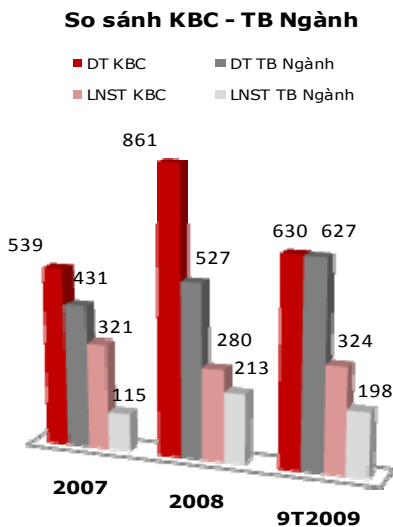
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty

KBC có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ấn tượng ngay cả trong suy thoái kinh tế.

Chiến lược của công ty với khách hàng trong giai đoạn suy thoái cho thấy sự mềm mỏng, tầm nhìn xa và mang lại hiệu quả tốt cho công ty khi kinh tế phục hồi.

Biểu đồ 2

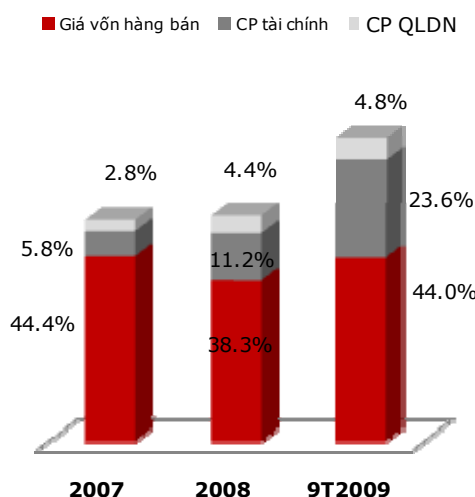


KBC có khả năng kiểm soát chi phí ở mức hợp lý. Việc tăng cường nhân lực một mặt làm tăng chi phí quản lý DN song sẽ mang lại lợi ích lâu dài cho công ty.

Bổ sung vốn bằng việc vay ngân hàng làm tăng chi phí tài chính, song thời điểm vay thích hợp do nhận được nhiều ưu đãi về lãi suất và đáp ứng vốn kịp thời cho các dự án.

Biểu đồ 3

Cơ cấu chi phí - KBC



Nguồn: kinhbaccity, TVSI tổng hợp

Hoạt động kinh doanh của công ty 2 năm gần đây và 9T đầu năm 2009 đã thể hiện sức bật mạnh mẽ của doanh nghiệp. Cả ba mốc thời gian đều cho thấy, doanh thu và lợi nhuận của công ty cao vượt bậc so với mức trung bình ngành.

Mặc dù năm 2008, công ty không hoàn thành kế hoạch đề ra song DT vẫn cao vượt bậc so với năm 2007 và với DT trung bình ngành. Điều đáng chú ý là việc công ty cho khách hàng thanh lý một số hợp đồng đã ký để khách hàng giải quyết khó khăn trong giai đoạn kinh tế khủng hoảng - việc làm này đã làm giảm gần 40% DT trong năm, tương đương với 55% lợi nhuận của công ty. **Động thái này cho thấy công ty có tầm nhìn xa, tạo mối quan hệ gắn bó lâu dài với khách hàng, xây dựng uy tín và củng cố thương hiệu của KBC.**

90% khách hàng của công ty là các công ty, tập đoàn nước ngoài - ảnh hưởng của suy thoái kinh tế tới hoạt động của khách hàng, qua đó tác động tới hoạt động của công ty là rất lớn. **Kinh tế bước qua suy thoái và bắt đầu phục hồi từ đầu năm 2009, nhờ đó kết quả kinh doanh của công ty cũng dần được cải thiện.**

DT 9T/2009 không vượt trội so với trung bình ngành song lợi nhuận cao gấp 1.64 lần. Kết quả kinh doanh 9T, công ty hoàn thành 62.99% so với kế hoạch mới đề ra của công ty (1,000 tỷ đồng doanh thu thuần) và 57.74% kế hoạch lợi nhuận sau thuế 600 tỷ đồng. Mới đây công ty công bố kết quả kinh doanh tháng 11 - với 100 tỷ đồng tiền lãi và số dư tiền mặt 1,000 tỷ đồng để sẵn sàng mua lại các dự án rẻ đang gặp khó khăn về tài chính, đồng thời sẵn sàng vốn để đảm bảo thực hiện đúng tiến độ các dự án đang triển khai. **UBND Tp. Hà Nội đã quyết định chọn KBC là chủ đầu tư cho dự án Lotus Hotel thay cho nhà đầu tư Nhật Bản với tổng mức đầu tư 500 triệu USD. Những kết quả trên đã khẳng định uy tín và vị thế của KBC không chỉ với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước, mà còn thể hiện sức cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài.**

Cơ cấu chi phí của doanh nghiệp

Giá vốn hàng bán giảm trong năm 2008 theo đà giảm của doanh thu, song do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế làm các khoản chi phí tài chính và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh - chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu.

Những biến động của chính sách tiền tệ trong năm 2008, lãi suất tăng cao - lãi suất cơ bản tăng 14%/năm, lãi suất cho vay 20.5%/năm - là lý do chính làm chi phí tài chính của công ty tăng từ 5.8% lên 11.2% trong tổng DT. Tuy vậy, **trong giai đoạn này công ty chủ yếu sử dụng vốn nội tại nên tác động của biến động lãi suất đến kết quả hoạt động kinh doanh được hạn chế phần nào.**

Năm 2008 cũng là năm công ty kiện toàn bộ máy tổ chức và tăng cường chất lượng quản trị công ty bằng cách mời thêm **những nhân viên mới, tăng cường nhân lực cho hầu hết các bộ phận.** Do đó, chi phí quản lý doanh nghiệp của công ty trong năm tăng gần gấp đôi từ 2.8% lên 4.4% so với tổng doanh thu. Thực tế trong năm này, các khoản chi phí của công ty đều được cắt giảm đáng kể so với năm 2007.

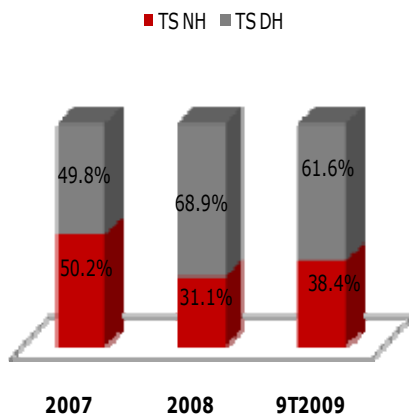
Tương ứng với sự phục hồi của kinh tế và đi lên của hoạt động kinh doanh, giá vốn hàng bán 9T/2009 tăng tỷ lệ lên so với năm 2008, tương đương năm 2007 và ở mức 44% trong tổng doanh thu. Tuy nhiên trong năm này, do công ty tăng nợ lên hơn 2.5 lần so với năm 2008 nên chi phí tài chính của công ty cũng tăng mạnh - tăng gấp hơn 2 lần so với năm 2008 về tỷ trọng so với doanh thu - chiếm mức cao 23.6%. Chi phí quản lý doanh nghiệp được giữ ở mức ổn định 4.8% tương đương năm 2008.

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của công ty giai đoạn 2007 - 2009 cho thấy công ty đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh và thể hiện chiến lược kinh doanh cũng như chính sách đối ngoại của khôn ngoan của công ty. Việc cắt giảm và thắt chặt một phần chi phí của công ty trong năm 2008 cho thấy chính sách quản lý chi phí linh hoạt với các hướng đầu tư mang tính dài hạn.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

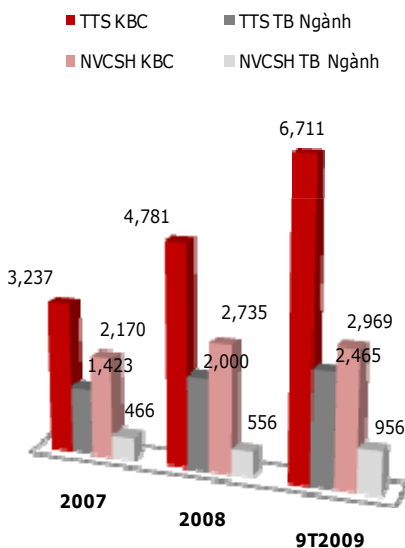
Biểu đồ 4

Cơ cấu tài sản- KBC



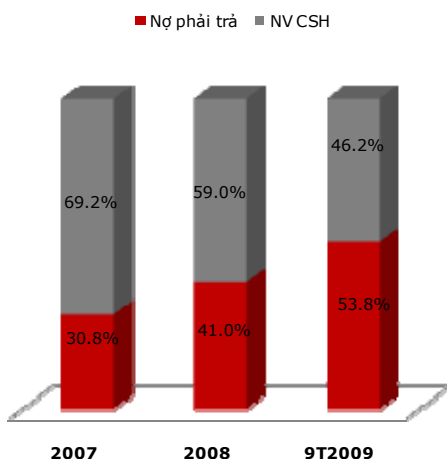
Biểu đồ 5

So sánh KBC - TB Ngành



Biểu đồ 6

Cơ cấu nguồn vốn- KBC



Nguồn: kinhbaccity, TVSI tổng hợp

Tình hình tài sản của doanh nghiệp

Đang trong giai đoạn đầu của giai đoạn tăng trưởng nhanh trong chu kỳ sống của doanh nghiệp nên công ty liên tục mở rộng quy mô, tăng cường đầu tư đưa KBC trở thành tập đoàn và là một trong ba công ty bất động sản lớn hàng đầu niêm yết.

Tăng trưởng tổng tài sản của công ty năm 2007 so với 2006 là 215%, năm 2008 tăng 47.7% so với năm 2007 và tiếp tục tăng thêm 40.4% tính đến 30/09/2009. **Tăng trưởng nhanh quy mô là tất yếu với công ty trong giai đoạn này và tương ứng với tốc độ tăng trưởng là việc đẩy mạnh đầu tư:** bắt đầu đầu tư KCN Quế Võ đến Quế Võ mở rộng cùng với KCN Huế, Nhơn Trạch, Cà Mau; Quang Châu; Trảng Bàng; Đô thị mới Phúc Ninh; KCN Sài Gòn Chân Mây ... hàng loạt dự án được triển khai theo hình thức gói đầu đảm bảo cho KBC nguồn thu dài hạn và khả năng tăng trưởng nhanh.

Đặc điểm chung của hầu hết các công ty đầu tư và kinh doanh bất động sản là tài sản dài hạn luôn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản. **Xu hướng tăng được xác định với tỷ trọng tài sản dài hạn của KBC:** năm 2008, tỷ trọng này tăng mạnh từ 49.8% lên 68.9% - KBC đẩy mạnh đầu tư và các khoản đầu tư chuyển thành doanh thu chậm do tình hình xấu của kinh tế trong nước và thế giới; năm 2009, công ty tiếp tục đẩy mạnh đầu tư và doanh thu cũng tăng nhanh do đó tỷ lệ này giảm nhẹ ở mức 61.6%.

Khoản mục tài sản dài hạn có thể được xem như một tiêu chí để đánh giá tiềm năng tăng trưởng dài hạn của công ty, do các khoản mục đầu tư trong tài sản dài hạn có khả năng chuyển hóa thành doanh thu và có khả năng sinh lợi. Xét theo tiêu chí này thì chỉ sau HAG - KBC đứng thứ 2 với 4,137 tỷ đồng TSDH tại thời điểm 30/09/2009. Như vậy, xét về dài hạn KBC có nhiều khả năng để tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Tình hình nguồn vốn của doanh nghiệp

Tương ứng với tốc độ tăng trưởng quy mô là gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu, tuy nhiên nguồn vốn chủ sở hữu của KBC tăng chậm hơn so với tổng tài sản.

Năm 2008, NVCSH tăng 40.5% so với năm 2007 chậm hơn tốc độ 47.7% của TTS - hình thức tăng NV trong năm này là trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 43% và cổ phiếu thưởng 7%. Năm 2009, công ty tăng 23.25% vốn chủ bằng cách phát hành thêm cổ phiếu với quyền mua cho cổ động hiện hữu 20% và 63.3% cổ phiếu thưởng. Bằng cách này công ty vừa có thể đảm bảo quyền lợi và tăng lợi ích cho cổ đông trong khi vẫn đảm bảo nguồn vốn nội tại phục vụ cho kinh doanh cho công ty. **Tuy nhiên xu hướng chung cho thấy công ty đang giảm dần việc sử dụng vốn chủ thay vào đó là vay nợ** - sử dụng đòn bẩy tài chính mang lại nhiều lợi ích đi kèm hàng loạt rủi ro mà chúng ta sẽ phân tích ở các phần tiếp theo.

Xu hướng tăng nợ, giảm vốn chủ của KBC được thể hiện rất rõ, tỷ lệ nợ phải trả của công ty đã tăng từ 30.8% năm 2007 lên 41% năm 2008 và 53.8% ở thời điểm cuối Q3/2009 tương đương tăng 1.179 lần xét về tương đối. Tuy nhiên, **không có gì đáng ngại với việc sử dụng nợ như vậy vì KBC liên tục triển khai các dự án mới và các dự án dùng nợ để tài trợ vẫn triển khai đúng tiến độ và tạo doanh thu liên tục.**

Qua phân tích tăng trưởng và cơ cấu quy mô TTS - nguồn vốn, kết hợp với tăng trưởng DT - lợi nhuận. Chúng tôi khẳng định lại, KBC đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh với nhu cầu vốn lớn và khả năng sinh lời cao. Tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn thể hiện dòng tiền tương lai của công ty, tăng cường sử dụng nợ để đảm bảo tiến độ các dự án cũng như tận dụng nguồn vốn rẻ trong giai đoạn kinh tế mới hồi phục mang đến nhiều lợi ích cho KBC về dài hạn. Song tính hợp lý và an toàn của việc sử dụng nợ sẽ được đánh giá trong phần tiếp theo.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Cơ cấu vốn

Bảng 2	2007	2008	9T/2009					
			KBC	ITA	BCI	ITC	SJS	DIG
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.31	0.41	0.54	0.33	0.51	0.53	0.48	0.57
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	0.46	0.72	1.22	0.49	1.19	1.13	0.92	1.39
Nợ dài hạn/Nguồn vốn chủ sở hữu	0.12	0.09	0.52	0.21	0.28	0.16	0.35	0.36

Cơ cấu vốn của công ty có sự chuyển dịch rõ ràng trong giai đoạn 2007 - 9T/2009. Tỷ lệ nợ so với tổng tài sản tăng từ 0.46x lên tới 1.22x - tăng hơn 2.6 lần, tuy nhiên, vốn chủ cũng liên tục gia tăng, vì vậy nợ so với Nguồn vốn chủ sở hữu tăng nhưng không mạnh - tăng hơn 1.7 lần giai đoạn 2007 - 9T/2009. Động thái này cho thấy tham vọng mở rộng và nâng cao vị thế của KBC trong lĩnh vực đầu tư và kinh doanh bất động sản.

Tăng cường sử dụng nợ, đây mạnh đầu tư vào hàng loạt dự án đang cho thấy tham vọng mở rộng và nâng cao vị thế của KBC trong lĩnh vực đầu tư và kinh doanh bất động sản.

KBC chủ yếu vay nợ dài hạn NH nhằm đáp ứng vốn xây dựng cơ sở hạ tầng cho các dự án KCN.

Thành công với các đợt phát hành trái phiếu cho thấy nhà đầu tư rất tin tưởng vào tiềm năng các dự án của KBC đồng thời khẳng định khả năng sử dụng nợ một cách có hiệu quả của công ty.

Các dự án bất động sản luôn kéo dài vì vậy nguồn vốn vay để tài trợ cho các dự án phần lớn là nợ dài hạn. Các khoản vay ngắn hạn của công ty chủ yếu từ NHTMCP Miền Tây và CTCP Khu Công Nghệ Cao Sài Gòn với mục đích bổ sung vốn lưu động cho công ty. Các khoản người mua trả tiền trước chiếm tỷ trọng lớn, cho thấy khách hàng tin tưởng vào KBC và công ty có khả năng thu hút vốn đầu tư tốt.

Sử dụng nhiều nợ là đặc trưng của các công ty bất động sản, song hình thức chủ yếu vẫn là vay nợ dài hạn ngân hàng, ít công ty huy động vốn bằng phát hành trái phiếu, do để đảm bảo phát hành thành công là vấn đề không đơn giản. Đảm bảo thành công cho một đợt phát hành, tổ chức phát hành cần phải có uy tín lớn với các dự án tiềm năng có tỷ suất sinh lời kỳ vọng cao. KBC đáp ứng đủ các yêu cầu kể trên nên tỏ ra rất nhanh nhạy với hình thức huy động mới này, sau 3 đợt phát hành trong tháng 11 và 12/2009, KBC huy động 1,200 tỷ đồng để phục vụ cho các dự án KCN và khu đô thị đang triển khai. Điều đó cho thấy nhà đầu tư kỳ vọng lớn vào các dự án của KBC cũng như đặt niềm tin vào khả năng sử dụng nợ một cách có hiệu quả của công ty.

Khả năng thanh toán

Bảng 3	2007	2008	9T/2009					
			KBC	ITA	BCI	ITC	SJS	DIG
Khả năng thanh toán hiện hành	2.23	0.87	1.25	1.77	1.78	2.01	1.27	1.33
Khả năng thanh toán nhanh	2.23	0.87	1.25	0.68	0.45	0.82	1.22	0.72
Khả năng thanh toán bằng tiền	0.22	0.08	0.24	0.07	0.07	0.08	0.34	0.23

Gia tăng sử dụng nợ trong năm 2008 trong khi chính sách tiền tệ biến động theo chiều hướng không tốt với các doanh nghiệp vay nợ - tăng lãi suất cơ bản và lãi suất cho vay, trong khi đó tình hình kinh doanh gặp khó khăn - doanh thu và lợi nhuận đều không hoàn thành được kế hoạch đề ra. Tình hình trên làm khả năng thanh toán của công ty sụt giảm đáng kể, các chỉ tiêu thể hiện khả năng thanh toán đều thấp hơn 1 - mức thấp đáng lo ngại.

Gia tăng sử dụng nợ song khả năng thanh toán của công ty vẫn được cải thiện rõ rệt. KBC hoàn toàn được đảm bảo về khả năng thanh toán ở thời điểm hiện tại.

KBC có khả năng thanh toán vượt trội so với ITA hay BCI mặc dù hai doanh nghiệp này dùng ít nợ hơn.

Tình hình đã được cải thiện rõ rệt trong năm 2009, khi kinh tế phục hồi và tình hình kinh doanh của KBC khởi sắc trở lại. Khả năng thanh toán nhanh và thanh toán hiện hành đều đã tăng ở mức 1.25x - mức trung bình ngành - đảm bảo khả năng thanh toán. Khả năng thanh toán bằng tiền tăng mạnh từ 0.08x lên 0.24x - mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành.

KBC không có hàng tồn kho, đây là điểm khác biệt của KBC so với các doanh nghiệp cùng ngành, do đó khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh của công ty bằng nhau. Tính ở thời điểm 30/09/2009, khả năng thanh toán nhanh của công ty cao vượt trội so với các doanh nghiệp khác, tương tự như vậy với khả năng thanh toán bằng tiền. KBC sử dụng nợ nhiều hơn so với ITA và BCI song khả năng thanh toán của công ty cao hơn hẳn hai công ty cùng phân khúc đất KCN này.

Tăng cường sử dụng nợ một mặt mang lại các lợi ích về thuế và đáp ứng kịp thời nhu cầu vốn phục vụ hoạt động đầu tư, đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng của công ty. Mặt khác, lại tăng gánh nặng nợ, gánh nặng lãi vay và gây áp lực với khả năng thanh toán. Kết quả kinh doanh 9T/2009 giúp loại bỏ những lo lắng về tác động không tốt với việc sử dụng nợ của công ty. Chúng tôi đánh giá tốt về tính thanh khoản của công ty và cho rằng tình hình tài chính của công ty tại thời điểm hiện tại an toàn và lành mạnh.

Nguồn: kinhbaccity, TVSI tổng hợp

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Năng lực hoạt động

Bảng 4	2007	2008	9T/2009					
			KBC	ITA	BCI	ITC	SJS	DIG
Vòng quay tổng tài sản	0.17	0.18	0.09	0.13	0.11	0.21	0.14	0.17
Vòng quay tồn kho	-	-	-	0.44	0.10	0.24	2.81	0.32
Vốn lưu động/Doanh thu	3.01	1.73	4.09	2.57	6.34	4.33	2.76	3.32
Vòng quay Tài sản cố định	0.77	0.93	0.51	3.91	0.45	24.08	0.26	1.77
Kỳ thu tiền bình quân	254.68	435.28	910.80	312.13	471.35	569.68	210.48	375.12
Nợ phải trả/Doanh thu	1.85	2.28	5.74	2.53	4.66	2.50	3.52	3.35
Tiền mặt/Doanh thu	29.27%	15.05%	79.50%	9.78%	24.25%	16.27%	72.83%	57.10%

Những năm đầu của giai đoạn tăng trưởng đòi hỏi vốn đầu tư lớn trong khi các dự án chưa tạo được doanh thu hoặc dòng tiền thu về vẫn còn nhỏ. **Giá tăng quy mô liên tục, trong khi tốc độ tăng trưởng doanh thu chậm hơn là nguyên nhân chính làm giảm vòng quay tổng tài sản. Đầu tư mạnh vào tài sản cố định bắt đầu từ năm 2008, do đó hiệu suất sử dụng tài sản cố định trong giai đoạn này cũng chưa cao.** Tuy nhiên, xét về dài hạn với các khoản đầu tư, danh mục dự án hiện tại cho thấy KBC có nhiều khả năng để nâng cao năng lực hoạt động, đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng.

Chu trình kinh doanh của KBC có thể được miêu tả đơn giản là công ty bỏ vốn để có quyền sử dụng đất, bỏ vốn để thuê các đơn vị xây lắp cơ sở hạ tầng cho các khu công nghiệp và sau đó KBC cho thuê hoặc bán nhà xưởng, cung cấp dịch vụ hoặc chuyển nhượng lại quyền sử dụng đất. Vì lý do này mà KBC không có hàng tồn kho.

Kỳ thu tiền bình quân của công ty dài hơn các doanh nghiệp khác do phương thức thu tiền thường kéo dài trong 3 năm, đặt cọc 20-30%, sau đó khi khách hàng nhận được giấy phép đầu tư KBC mới tiến hành giao cơ sở và khách hàng thanh toán 50%, 20% - 30% sẽ thanh toán trong vòng 1 năm tiếp theo. Mặc dù kỳ thu tiền bình quân dài, song tỷ lệ tiền mặt so với doanh thu của công ty lại rất cao, cho thấy chất lượng thu tiền của công ty tốt.

Hiện tại, công ty chưa thể hiện hết năng lực hoạt động của mình, song qua đánh giá chiến lược đầu tư và danh mục dự án của công ty, chúng tôi cho rằng công ty có đủ khả năng để nâng cao năng lực hoạt động vượt xa mức hiện tại.

Khả năng sinh lời

Bảng 5	2007	2008	9T/2009					
			KBC	ITA	BCI	ITC	SJS	DIG
Tỷ suất LNB gộp	55.65%	61.66%	56.03%	30.67%	53.64%	39.25%	69.19%	51.35%
Tỷ suất LNB ST	59.63%	32.53%	51.40%	21.22%	48.11%	18.26%	90.72%	45.60%
ROE	14.80%	10.24%	10.90%	4.14%	12.26%	8.25%	23.69%	18.96%
ROA	9.92%	5.86%	4.82%	2.77%	5.23%	3.87%	12.34%	7.79%
Tăng trưởng								
LN từ HĐSXKD	-	11.01%	-15.87%	-22.21%	-46.50%	-15.58%	204.02%	-44.13%
LNST	-	-12.80%	15.61%	-38.37%	-27.36%	-23.65%	203.40%	-35.29%

Các chỉ tiêu thể hiện năng lực hoạt động của công ty không cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành, song nhóm khả năng sinh lời của công ty lại thể hiện sự vượt trội - lợi thế hơn hẳn các công ty khác.

Như chúng tôi đã phân tích trong phần cơ cấu chi phí, công ty có chính sách quản lý chi phí hợp lý và hiệu quả, do đó công ty cải thiện được khả năng sinh lời, và duy trì nhóm chỉ tiêu này của công ty ở mức cao so với hầu hết các doanh nghiệp được chọn ra để so sánh ở thời điểm 30/09/2009. Tỷ suất lợi nhuận biên gộp của công ty là 56.03%, trong khi đó cùng thuộc phân khúc đất KCN như KBC, tỷ suất lợi nhuận biên gộp của ITA chỉ là 30.67%, BCI là 53.64%. Tỷ suất lợi nhuận biên sau thuế cũng thể hiện cùng một quan điểm - KBC ở mức 51.4% còn BCI là 48.11% và ITC là 21.22%.

Liên tục gia tăng tổng tài sản và nguồn vốn chủ sở hữu, công ty vẫn duy trì nhóm chỉ tiêu ROE, ROA ở mức cao. Không trong Top đứng đầu so với các doanh nghiệp cùng ngành, song nếu so sánh với ITA thì KBC vượt trội hơn hẳn và so với BCI thì KBC chỉ thấp hơn một chút. **Với các khoản đầu tư hiện tại, KBC chắc chắn có thể cải thiện nhóm chỉ tiêu này trong năm tới và trong dài hạn.**

Chỉ với 9T hoạt động, KBC đã có LNST tăng trưởng 15.61% so với cả năm 2008, cho thấy sức bật mạnh mẽ của KBC và khẳng định hơn tiềm năng tăng trưởng của công ty trong thời gian tới.

Nguồn: kinhbaccity, TVSI tổng hợp

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ số giá trị thị trường

Bảng 6	2007	2008	9T/2009					
			KBC	ITA	BCI	ITC	SJS	DIG
Giá trị sổ sách	30.627	27.774	15.378	23.669	55.540	58.237	24.500	40.712
EPS cơ bản Q3	4.533	2.846	1.676	0.979	6.805	4.805	5.805	7.805
EPS điều chỉnh	-	-	1.510	1.010	2.680	-	-	-
P/E cơ bản (Giá ngày 05/01)	-	-	39.67	37.79	9.70	18.73	15.16	10.57
P/B (Giá ngày 05/01)	-	-	4.32	1.56	1.19	1.55	3.59	2.03

Với các chỉ tiêu EPS và BVPS tính đến thời điểm 30/09/2009 và giá đóng cửa ngày 31/12/2009. Tỷ số giá trị thị trường cho thấy KBC đang ở mức đắt tương đối so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Tuy nhiên, như đã phân tích trong các phần trước, KBC chịu ảnh hưởng mạnh mẽ của suy thoái kinh tế trong năm 2008, mặc dù có sự phục hồi đáng kể trong quý 3, song phân khúc đất KCN thể hiện sự phục hồi chậm hơn các phân khúc khác do tác động của chính sách pháp lý. (Quá trình đàm phán, ký kết hợp đồng, hoàn thiện thủ tục pháp lý để nhà đầu tư giải ngân kéo dài). Vì vậy, các chỉ tiêu EPS và BVPS của KBC tính đến cuối quý 3 vẫn thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành, song, với kết quả kinh doanh khả quan đã được công bố trong tháng 10, tháng 11 (mỗi tháng lãi 100 tỷ đồng), KBC hoàn toàn có khả năng hoàn thành vượt kế hoạch 600 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2009 tương đương EPS 3,106 VNĐ.

Các hệ số giá trị thị trường cho thấy kỳ vọng của nhà đầu tư với khả năng tăng trưởng của cổ phiếu KBC là rất lớn. Qua quá trình phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng, kỳ vọng này hoàn toàn có cơ sở.

Phân tích Dupont

Bảng 7	2007	2008	9T/2009					
			KBC	ITA	BCI	ITC	SJS	DIG
ROE	14.80%	10.24%	10.90%	4.14%	12.26%	8.25%	23.69%	18.96%
LNST biên	59.63%	32.53%	51.40%	21.22%	48.11%	18.26%	90.72%	45.60%
Vòng quay TTS	0.17	0.18	0.09	0.13	0.11	0.21	0.14	0.17
TTS/NVCSH	149.17%	174.77%	226.02%	149.16%	234.39%	213.12%	191.97%	243.35%

Bằng cách tách ROE thành các nhân tố khác nhau nhằm phân tích ảnh hưởng của từng nhân tố tới thu nhập của chủ sở hữu. Chúng tôi sẽ chỉ ra KBC dùng cách nào để tăng ROE.

KBC dùng đòn bẩy tài chính mạnh hơn các doanh nghiệp cùng ngành để tăng sinh lời cho vốn chủ.

KBC có đủ khả năng để nâng cao năng lực hoạt động và đảm bảo tăng trưởng cũng như chất lượng tăng trưởng.

Năm 2008, do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế nên chỉ tiêu lợi nhuận biên sau thuế của công ty giảm mạnh, công ty đã duy trì sinh lời trên vốn chủ bằng cách đồng thời nâng cao hiệu suất sử dụng tổng tài sản và tăng sử dụng nợ. Sang năm 2009, kết quả kinh doanh 9T cho thấy, KBC tăng sinh lời trên vốn chủ bằng các sử dụng đòn bẩy tài chính.

Việc mở rộng quy mô liên tục đã làm giảm đáng kể hiệu suất sử dụng tổng tài sản, song bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính một cách hợp lý - lãi suất cơ bản và lãi suất cho vay thấp, nhận được nhiều sự hỗ trợ của Chính phủ - KBC đã cải thiện được một phần chỉ tiêu ROE. Điều đó cho thấy việc tăng cường sử dụng nợ của công ty trong giai đoạn vừa qua là hợp lý và có tính chiến lược.

Tuy nhiên, ROE hiện giờ của công ty ở mức trung bình khá trong ngành, đồng thời việc sử dụng nợ cũng không thể tăng thêm hay lạm dụng. Trong tương lai, với gánh nặng nợ và lãi vay, công ty cần phải nâng cao năng lực hoạt động và tăng hiệu suất sử dụng tổng tài sản để có thể đảm bảo tăng trưởng. Chúng tôi cho rằng, thời gian tới khi kinh tế phục hồi và với danh mục dự án hiện tại, công ty có thể đảm bảo chắc chắn việc nâng cao năng lực, đảm bảo chất lượng tăng trưởng ROE.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

- KBC là công ty hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư phát triển KCN ở phía Bắc, với 3 KCN lớn 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.
- KBC là thành viên chủ chốt của Tập đoàn Saigon Invest, nhận được nhiều sự hỗ trợ của tập đoàn: được tập đoàn giao thực hiện một số dự án KCN trong thời gian tới.
- Sở hữu tập trung vào HĐQT và BGĐ - lợi thế ra quyết định và nắm bắt cơ hội nhanh.
- KBC có các mối quan hệ tốt đẹp với nhiều đối tác và khách hàng nước ngoài. Là doanh nghiệp có khả năng thu hút vốn đầu tư nước ngoài lớn nhất khu vực miền Bắc.
- Hướng tới hoạt động theo hình thức tập đoàn với 4 công ty con và 9 công ty liên kết với chiến lược phát triển đa lĩnh vực nhằm hỗ trợ cho hoạt động chính - đầu tư kinh doanh bất động sản.

Điểm yếu

- Danh mục với nhiều dự án gối đầu đòi hỏi vốn lớn để đảm bảo tiến đúng tiến độ, công ty phải tăng cường sử dụng nợ dẫn đến các rủi ro lãi suất, đặc biệt trong giai đoạn kinh tế mới phục hồi.
- Gia tăng liên tục quy mô tổng tài sản làm giảm hiệu suất và năng lực hoạt động của công ty trong giai đoạn hiện nay.

Cơ hội

- Các KCN ở miền Nam được sử dụng với hiệu suất 100%, trong đó có nhiều khu đã đưa vào triển khai giai đoạn 3, 4 thậm chí giai đoạn 5, miền Bắc tỷ lệ lấp đầy cao.
- Nguồn vốn đầu tư nước ngoài đổ vào Việt Nam ngày càng tăng, tới 70% các dự án thuộc ngành bất động sản. Hiện cả nước có 2,600 dự án có vốn đầu tư nước ngoài trị giá 25.3 tỷ USD chiếm 72% quỹ đất của KCN, khu chế xuất và bằng 60% nguồn vốn FDI. Bất động sản KCN sẽ là phân khúc sôi động với các tập đoàn đa quốc gia trong thời gian tới.
- Phục vụ cho quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa, nhu cầu cơ sở hạ tầng và mặt bằng để xây dựng nhà máy, phân xưởng, kho bãi ... của các doanh nghiệp trong nước ngày càng tăng. Các doanh nghiệp sản xuất nước ngoài cũng chọn Việt Nam là điểm đến hứa hẹn vì vậy cầu với cơ sở hạ tầng đến từ khu vực này cũng trong xu thế gia tăng mạnh mẽ.

Thách thức

- Diện tích đất dành cho KCN ngày càng thu hẹp.
- Vấn đề môi trường ở các KCN luôn khiến dư luận quan tâm, ngày càng có nhiều yêu cầu hơn về bảo vệ môi trường, đây là thách thức lớn với tất cả các KCN. Thách thức lớn hơn khi các KCN của KBC ở miền Bắc và ở các tỉnh gần Hà Nội - trung tâm văn hóa xã hội của đất nước, thuận lợi về giao thông nhưng lại không tách biệt hẳn khu dân cư.
- Sự gia nhập của các công ty nước ngoài và tập đoàn đa quốc gia ở phân khúc bất động sản KCN, một mặt là cơ hội để thu hút vốn đầu tư mặt khác lại là thách thức với KBC cũng như các doanh nghiệp khác thuộc lĩnh vực này do sự cạnh tranh nội bộ ngành gia tăng.

Nguồn: kinhbaccity, TVSI tổng hợp

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu KBC theo ba phương pháp cơ bản: DCF, P/E và P/B. Giá cổ phiếu KBC được xác định dựa trên hai kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với doanh nghiệp.

Kịch bản 1: Được xây dựng dựa trên những giả định như nền kinh tế trong nước và thế giới phục hồi và bước vào giai đoạn tăng trưởng mới. Ngành bất động sản tiếp tục tăng trưởng cao, phân khúc bất động sản KCN sẽ sôi động trong một vài năm tới. Trên những giả định về kinh tế và ngành, chúng tôi sẽ đánh giá tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn để xác định mức giá kỳ vọng hợp lý với cổ phiếu của công ty.

Kịch bản 2: Sẽ chỉ ra tiềm năng tăng trưởng của công ty trong trường hợp nền kinh tế trong nước và thế giới khó hoặc mất nhiều thời gian hơn để bắt đầu khỏi trạng thái hiện tại, kéo theo hoạt động của ngành bất động sản và của phân khúc bất động sản KCN cũng kém sôi động hơn.

Bảng đánh giá và nhận định mang tính chủ quan, chúng tôi sẽ xác định mức giá cuối cùng bằng cách lấy tỷ trọng của mỗi phương pháp và mỗi kịch bản dựa trên xác suất xảy ra của mỗi kịch bản.

Cơ sở lý luận xác định mô hình định giá theo phương pháp FCFF

Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF chỉ sử dụng được khi có khả năng ước lượng dòng tiền tương lai của doanh nghiệp. Chúng tôi căn cứ vào những đặc điểm sau của KBC để đưa ra mô hình định giá:

Doanh thu khá ổn định, có thể ước lượng, phù hợp với mô hình FCFF.

Tăng trưởng của KBC trong các năm tiếp theo sẽ diễn ra theo 2 giai đoạn là giai đoạn tăng trưởng nhanh, sau đó tốc độ tăng trưởng giảm dần và đi vào giai đoạn tăng trưởng đều.

Giai đoạn tăng trưởng nhanh trong mô hình định giá chiết khấu dòng tiền sẽ có thời gian là 6 năm.

- Doanh thu của KBC chủ yếu từ hoạt động cho thuê, bán nhà xưởng, kho bãi, các dịch vụ đi kèm và chuyển nhượng quyền sử dụng đất. Hợp đồng cho thuê nhà xưởng và mặt bằng kèm theo cung cấp các dịch vụ điện nước, kho bãi ký dài hạn, thông thường kéo dài khoảng 50 năm. Hợp đồng bán nhà xưởng hoặc chuyển nhượng quyền sử dụng đất, phương thức thanh toán trong 3 năm, đặt cọc 20% - 30%, sau đó từ 6 tháng đến 1 năm sau khi khách hàng nhận được giấy phép đầu tư, KBC tiến hành giao đất, khách hàng thanh toán 50% và phần còn lại thanh toán trong năm tiếp theo.
- Đầu tư tài chính ngắn hạn vào một số mã như ITA, REE, SGT ... chủ yếu là Saigontel với mục tiêu thu tóm công ty này. Đầu tư dài hạn tập trung vào các công ty con và công ty liên doanh liên kết. Vì vậy, doanh thu từ hoạt động tài chính sẽ đến từ các nguồn cổ tức được chia, lãi từ trái phiếu, kỳ phiếu ... hoàn nhập dự phòng nếu có. Một phần nữa là từ chênh lệch tỷ giá hối đoái, phần này có được là do 90% đối tác của công ty là công ty nước ngoài và tập đoàn đa quốc gia.
- KBC chính thức đi vào hoạt động từ năm 2002, tính đến nay đã hoạt động được 7 năm. Thành tựu lớn nhất của công ty trong giai đoạn đầu là đưa vào hoạt động KCN Quế Võ - Bắc Ninh và đến nay đã triển khai xong thêm 3 dự án: KCN Quế Võ mở rộng, KCN Trần Duệ, KCN Tân Phú Trung và hàng loạt dự án KCN, khu phức hợp, căn hộ cao cấp, khu đô thị ở nhiều tỉnh thành. Cho thấy, KBC vừa qua giai đoạn đầu, bắt đầu bước vào giai đoạn thứ hai - giai đoạn tăng trưởng nhanh trong chu kỳ sống của doanh nghiệp, trước khi bước sang giai đoạn 3 - giai đoạn tăng trưởng đều hay giai đoạn bão hòa.
- Vòng đời các dự án do KBC thực hiện thường kéo dài trong 12 năm và năm bắt đầu thực hiện dự án đầu tiên là năm 2003, năm thực hiện các dự án kế tiếp là năm 2007, thời gian hoàn vốn của các dự án từ 3 năm đến 5 năm. Nhu cầu đất khu công nghiệp sẽ còn tăng mạnh trong tối thiểu 5 đến 6 năm nữa, như vậy, khả năng duy trì được tốc độ tăng trưởng nhanh của công ty sẽ kéo dài trong 6 năm, các năm tiếp theo tốc độ tăng trưởng đi vào mức ổn định.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Kịch bản lạc quan

Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô bắt đầu từ năm 2010.

- Nền kinh tế trong nước và cả thế giới thực sự phục hồi và bước vào giai đoạn tăng trưởng mới với tốc độ 5.5% cho năm 2009 và tăng dần trong các năm tiếp theo (2010: 6.5%, 2011: 7%), lạm phát được kiểm soát ở mức 1 con số và dự tính sẽ không thấp hơn 7% trong năm 2010.
- Gói kích cầu thứ hai sẽ tiếp nối gói kích cầu thứ nhất phát huy những tác động tích cực đối với nền kinh tế. Thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nâng cao đời sống của dân cư giúp đẩy mạnh nhu cầu với bất động sản.
- Không có thêm nhiều biến động đối với chính sách tiền tệ, cụ thể là lãi suất cơ bản sẽ không tăng đột biến như năm 2008, theo đó lãi suất cho vay cũng sẽ được kiểm soát.
- Dòng vốn FDI tiếp tục đổ vào Việt Nam, tỷ trọng sẽ giảm dần với ngành bất động sản để chuyển dịch sang khu vực sản xuất song sẽ vẫn ở mức cao và tỷ lệ giải ngân với các dự án hiện tại tăng. Việc chuyển sang đầu tư vào khu vực sản xuất sẽ làm tăng nhu cầu cơ sở hạ tầng, nhà xưởng và kho bãi tăng cao.
- Giá nguyên vật liệu sẽ tăng nhưng khó tăng nhanh và biến động trong giới hạn có thể kiểm soát được, không nằm ngoài dự tính của các doanh nghiệp. Giá sắt thép, xi măng, đá ... nguyên liệu nặng tăng tối đa 5%/năm và sẽ có những giai đoạn giảm trong năm 2010.
- Cùng với đầu tư nước ngoài, sản xuất trong nước được đẩy mạnh, các KCN và khu chế xuất miền Bắc được lấp đầy với tỷ lệ gia tăng nhanh.

Dự báo một số các yếu tố liên quan hoạt động đầu tư và kinh doanh của công ty bắt đầu từ năm 2010.

- Tất cả các khách hàng được công ty thanh lý hợp đồng để giải quyết khó khăn trong thời kỳ suy thoái đều quay lại với công ty.
- Các dự án triển khai đều được đảm bảo vốn và tiến hành đúng tiến độ.
- Các dự án đang đàm phán và thương lượng cuối năm 2009 với các đối tác Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Anh và Việt Nam ... đều đi đến kết quả, được giải ngân trong năm 2010 và các năm tiếp theo.
- Các khu công nghiệp Quế Võ mở rộng, Trảng Cát, Quang Châu, Trảng Duệ, Tân Trung Phú ... tỷ lệ lấp đầy sẽ tiến đến 100% trong vòng 6 năm tới.
- Các dự án khu đô thị, khu liên hợp, nhà ở cao cấp ... tại Tp. HCM và Hà Nội bắt đầu cho doanh thu từ năm 2010 và tạo dòng tiền liên tục trong 6 năm tiếp theo.
- KBC sẽ chia thưởng với tỷ lệ 30% cổ phiếu và 20% tiền mặt vào năm 2010.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Bảng 8

ĐV: triệu đồng

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần	1,787,211.751	2,591,457.039	3,498,467.003	4,373,083.753	5,247,700.504	5,510,085.529
Giá vốn hàng bán	789,741.601	1,259,637.854	1,746,888.679	2,222,258.828	2,713,088.169	2,921,787.259
Lợi nhuận gộp	997,470.150	1,331,819.185	1,751,578.324	2,150,824.925	2,534,612.335	2,588,298.270
Lợi nhuận sau thuế	907,697.836	1,198,637.266	1,558,904.708	1,892,725.934	2,281,151.101	2,303,585.460

Giai đoạn 1: Giai đoạn tăng trưởng nhanh

Căn cứ để ước lượng doanh thu, lợi nhuận của KBC trong giai đoạn tăng trưởng nhanh

Với những giả định về kinh tế vĩ mô trong kịch bản lạc quan, cùng với tình hình hoạt động hiện tại của KBC: sản phẩm được đầu tư trong giai đoạn 2008 và 2009 với chi phí vốn rẻ như nhà xưởng có tiêu chuẩn cao, các KCN của KBC và các công ty con có sẵn mặt bằng giá vốn thấp để sẵn sàng cho thuê.

Bắt đầu từ năm 2010, KBC kỳ vọng có nguồn thu lớn từ 4 KCN đang hoạt động:

- KCN Quế Võ với 50 nhà đầu tư nước ngoài, tổng vốn đầu tư được cấp phép lên tới 300 triệu USD; KCN Quế Võ mở rộng với tỷ lệ lấp đầy đạt 15% với các nhà đầu tư lớn về công nghệ cao như Tenma, Yamato, Tyco ... - còn 75% diện tích để tăng doanh thu;
- KCN Quang Châu đã cho thuê 10% diện tích, với 10 nhà đầu tư đăng ký xây dựng nhà máy tại KCN này, Sanyo Nhật Bản đã khởi công nhà máy số 1 với tổng vốn đầu tư là 95 triệu USD trên diện tích 14.4 ha, dự kiến nhà máy số 2 hoàn thành năm 2010. Công ty TNHH UMEC Việt Nam với quy mô đầu tư giai đoạn 1 là 16 triệu USD, giai đoạn 2 dự kiến vốn 35 triệu USD vào năm 2010. Tháng 12/2009, chủ tịch Gemtek đã ký kết hợp đồng với KBC, thuê 100 ha để xây dựng nhà máy có vốn đầu tư 1 tỷ USD.
- KCN Trảng Duệ, Tân Phú Trung ... đang trong quá trình đàm phán ký kết hợp đồng với một số đối tác lớn đến từ Nhật Bản, Đài Loan ...
- Năm 2010, KBC bắt đầu có doanh thu và lợi nhuận từ các dự án căn hộ cao cấp tại Tp HCM và Hà Nội. Trong năm, KBC sẽ triển khai tháp tài chính Kinh Bắc trị giá 100 triệu USD, dự án này dự kiến mang lại lợi nhuận khoảng 50 triệu USD cho KBC ngay trong năm 2010. Dự án là tòa tháp cao 32 tầng tại số 1 A - Láng Hạ. KBC cũng khởi công dự án quần thể phức hợp với chức năng tiêu chuẩn quốc tế với mức đầu tư lên đến 500 triệu USD. Trước đó, KBC cũng ký kết với 2 tập đoàn khách sạn lớn nhất của Mỹ xây dựng khách sạn Marriot, Shara-ton và Le Meridien.
- KBC đang nắm giữ 50 tỷ mệnh giá SQC, hiện SQC đang ở mức giá 139,900 đồng, sở hữu tỷ lệ lớn cổ phiếu SGT với mục đích thu tóm công ty nhiều tiềm năng này.

Giá vốn hàng bán

Phần lớn cơ sở hạ tầng và mặt bằng cho thuê của KBC có giá vốn rẻ, vì vậy trong năm 2010 công ty có nhiều khả năng để kiểm soát giá vốn hàng bán. Với giả định về giá nguyên vật liệu, tỷ lệ lạm phát và chính phủ sẽ không có những quy định mới nhằm tăng thêm chi phí đến bù giải tỏa đất trong kịch bản lạc quan, chúng tôi đã ước lượng giá vốn hàng bán của KBC mỗi năm. Tương tự với các mục còn lại, từ đó ước lượng được LNST của KBC trong 6 năm tới, tuy nhiên mọi sự ước lượng đều cần dựa trên cơ sở là những giả định nên không phải là số chính xác tuyệt đối, luôn có những sai lệch.

Nguồn: kinhbaccity, TVSI tổng hợp

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Bảng 9

ĐV: triệu đồng

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Khấu hao nhà xưởng	142.150	144.062	145.973	147.885	149.797	151.708
Máy móc thiết bị	41.409	20.704	33.660	33.660	33.660	34.000
Phương tiện vận tải	1,490.432	1,863.040	1,956.192	2,148.232	2,196.242	2,208.244
Thiết bị quản lý	453.015	453.015	339.761	283.134	441.690	396.388
Phần mềm máy tính	17.054	18.779	18.779	21.250	21.250	23.750
Tổng khấu hao	2,144.061	2,499.601	2,494.366	2,634.161	2,842.638	2,814.091

Khấu hao tài sản cố định

Tài sản cố định hữu hình của KBC gồm có: nhà xưởng, máy móc thiết bị, phương tiện vận tải và thiết bị quản lý. Khấu hao theo phương pháp đường thẳng: 4 - 10 năm với nhà xưởng, phương tiện vận tải; 3 - 4 năm với thiết bị và dụng cụ quản lý.

Tài sản cố định vô hình chỉ có phần mềm máy tính, được khấu hao 25% mỗi năm trên nguyên giá.

Ước tính khấu hao mỗi năm dựa trên cơ sở tài sản cố định hiện tại và ước tính tái đầu tư mỗi năm của công ty với mỗi loại tài sản.

Thay đổi vốn lưu động ròng và chi tiêu vốn

ĐV: triệu đồng

Bảng 10

Thay đổi VLĐR

Chi tiêu vốn

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Thay đổi VLĐR	564,575.439	508,117.895	513,199.074	518,331.065	523,514.375	528,749.519
Chi tiêu vốn	2,363.428	1,505.724	1,893.625	1,971.484	2,178.816	2,211.534

Dòng tiền của doanh nghiệp

$$FCFF = \text{Thu nhập ròng} + \text{Khấu hao} - \text{Chi tiêu vốn} - \text{Thay đổi vốn lưu động ròng}$$

Lãi suất chiết khấu trong giai đoạn tăng trưởng nhanh được xác định theo phương pháp chi phí vốn bình quân gia quyền: WACC = 16.20%. Trong đó, tỷ suất sinh lời kỳ vọng trên vốn cổ đông được xác định bằng 25%/năm; chi phí vốn vay xác định bằng 12.75%/năm - chi phí bình quân phát hành trái phiếu và vay nợ dài hạn ngân hàng.

Giai đoạn 2: Giai đoạn tăng trưởng đều

Kết thúc giai đoạn nhanh, giá định KBC sẽ chuyển ngay sang giai đoạn tăng trưởng đều, với tốc độ tăng trưởng giảm xuống còn 6%/năm. Lãi suất chiết khấu trong giai đoạn này được xác định bằng 12%/năm.

Giá trị nợ của doanh nghiệp

Cuối năm 2009, KBC đã phát hành 3 đợt trái phiếu thu về 700 tỷ đồng trái phiếu không chuyển đổi với lãi suất 12%/năm, kỳ hạn 5 năm, thanh toán lãi 1 lần/năm; 500 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 5 năm, lãi suất 13.8%/năm đầu tiên, các năm tiếp theo trả lãi bằng lãi suất trung bình tiền gửi tiết kiệm 1 năm của 4 ngân hàng: BIDV, VCB, Vietinbank, Agribank.

Giá trị doanh nghiệp bao gồm cả giá trị vốn chủ sở hữu và giá trị nợ vì vậy phải loại bỏ giá trị nợ doanh nghiệp. Tiến hành chiết khấu dòng tiền thanh toán nợ của doanh nghiệp về năm 2010, chúng tôi xác định được giá trị riêng của vốn chủ bằng 16,759 tỷ đồng.

Với số lượng cổ phiếu lưu hành đầu năm 2010 là 193,173,675 cổ phiếu.

Giá cổ phiếu KBC được xác định trong kịch bản lạc quan bằng 86,755 VNĐ. KBC dự định sẽ thưởng cổ phiếu với tỷ lệ 30% và 20% bằng tiền mặt. Như vậy, trong năm 2010, giá cổ phiếu có thể bị pha loãng xuống còn 66,735 VNĐ

Nguồn: kinhbaccity, TVSI tổng hợp

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Kịch bản thận trọng

Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô bắt đầu từ năm 2010.

Kịch bản dựa trên những giả định thận trọng hơn về tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế cũng như triển vọng của ngành bất động sản.

Cơ sở để đưa ra những giả định thận trọng với kinh tế vĩ mô là kinh tế thế giới hiện chưa đi vào xu thế ổn định, thị trường vàng - tài chính - tiền tệ thế giới vẫn có nhiều biến động, một số quốc gia đã thoát khỏi suy thoái và có tốc độ tăng trưởng tốt, cũng có những quốc gia đứng trước nguy cơ phá sản ...

Dù xu hướng tăng cầu trên thị trường bất động sản được khẳng định, song trong giai đoạn hiện tại cầu vẫn trong tình trạng mất ổn định. Đặc biệt với phân khúc đất KCN - phụ thuộc lớn vào tăng trưởng kinh tế trong nước và thế giới. Với 90% khách hàng là nhà đầu tư nước ngoài, hoạt động kinh doanh của KBC bị tác động mạnh hơn với những biến động kinh tế của các quốc gia như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Anh ...

Xem xét một cách thận trọng và ước tính dòng tiền tương tự với kịch bản lạc quan. Chúng tôi đưa ra dòng tiền cho giai đoạn 1 kể từ năm 2010 như sau:

Bảng 10

ĐV: triệu đồng

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lợi nhuận sau thuế	680,773.377	898,977.950	1,169,178.531	1,419,544.451	1,710,863.326	1,727,689.095
Khấu hao	1,822.451	2,124.661	2,120.211	2,239.037	2,416.242	2,391.977
Thay đổi VLĐR	479,889,123.163	431,900,210.846	436,219,212.955	440,581,405.084	444,987,219.135	449,437,091.327
Chi tiêu vốn	2,008,914.013	1,279,865.741	1,609,581.000	1,675,761.775	1,851,994.012	1,879,804.032
FCFF	200,697,791.43	467,922,533.89	733,469,948.61	979,526,320.94	1,266,440,355.20	1,278,764,176.88

Tương tự với kịch bản lạc quan, lãi suất chiết khấu giai đoạn tăng trưởng nhanh được xác định bằng $WACC = 12.27\%$, trong đó tỷ suất sinh lời kỳ vọng trên vốn cổ động được xác định bằng 16% , chi phí vốn vay được điều chỉnh theo giả định tăng lạm phát bằng 12.30% . Giai đoạn tăng trưởng đều với tốc độ tăng trưởng $6\%/năm$. Giá cổ phiếu KBC xác định trong kịch bản thận trọng là 64,686 VNĐ. Khi có sự pha loãng do phát hành cổ phiếu thưởng trong năm 2010, giá cổ phiếu sẽ bị pha loãng bằng 51,057 VNĐ.

KẾT LUẬN:

Việc định giá doanh nghiệp thực chất là việc ước lượng với mức độ tin cậy cao nhất dựa trên những giả định về kinh tế, ngành và doanh nghiệp có nhiều khả năng xảy ra nhất. Các biến số trong mô hình được xác định dựa trên quá trình tìm hiểu thông tin, phân tích công ty và các giả định vì vậy khi giả định thay đổi giá sẽ có sự điều chỉnh tương ứng.

Trung bình theo hai kịch bản giá của KBC được xác định bằng 75,721 VNĐ

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Định giá theo phương pháp P/E và P/B

Theo phương pháp P/E

Giá CP KBC: 84,600 VNĐ

Chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu KBC theo phương pháp P/E và P/B theo kịch bản lạc quan do chúng tôi cho rằng khả năng xảy ra với kịch bản này nhiều hơn kịch bản còn lại.

P/E trung bình ngành bất động sản tính theo giá ngày 25/12/2009 bằng 19.27x. Tiến hành điều chỉnh theo tỷ trọng giá trị vốn hóa, tổng tài sản và nguồn vốn chủ sở hữu. Chúng tôi cho rằng, P/E mục tiêu cho giá cổ phiếu KBC trong năm 2010 bằng 18x. EPS ước tính trong năm 2010 bằng 4,700 VNĐ. Giá KBC xác định theo phương pháp P/E bằng 84,600 VNĐ.

Bảng 11

ĐV: '000 VNĐ

	KBC	BCI	HAG	NTL	TDH	ITA	SJS	HDC
Giá hiện tại (31/12/2009)	58	61	78	142	67	35	80	60.5
Trailing EPS Điều chỉnh	0.700	3.030	5.020	22.100	13.410	1.320	9.510	6.240
Book value 9T	15.230	21.830	25.280	21.070	48.440	23.670	35.650	22.130
P/E điều chỉnh (trailing)	13.36	20.46	15.64	6.52	4.74	27.65	8.41	9.70
P/B	3.97	2.84	3.11	6.83	1.31	1.54	2.24	2.73
SLCP LH hiện tại	193,173,675	54,200,000	269,953,168	16,316,660	25,250,000	205,908,324	100,000,000	10,800,000
Giá trị vốn hóa	11,204,073	3,306,200	21,056,347	2,316,965	1,691,750	7,206,791	8,000,000	653,400

Theo phương pháp P/E

Giá CP KBC: 63,000 VNĐ

P/B trung bình ngành bất động sản tính theo giá ngày 25/12 bằng 2.98x. Tương tự P/E, chúng tôi tiến hành điều chỉnh theo tỷ trọng giá trị vốn hóa thị trường, quy mô tổng tài sản và nguồn vốn chủ sở hữu của KBC so với trung bình ngành. Chúng tôi xác định P/B mục tiêu cho giá của KBC trong năm 2010 là 3.5x. Book value của KBC ước tính trong năm 2010 vào khoảng 18,000 VNĐ. Giá KBC xác định theo phương pháp P/B bằng 63,000 VNĐ.

Nhận định giá cổ phiếu

Chúng tôi tiến hành định giá cho cả hai phương pháp DCF và tỷ số. Nếu như phương pháp P/E và P/B thích hợp cho việc đầu tư trong ngắn hạn thì phương pháp DCF với các dự báo sát với tình hình hoạt động của công ty hơn sẽ thích hợp cho việc đầu tư trong dài hạn.

Dựa trên những phân tích trên chúng tôi lấy tỷ trọng cho mỗi phương pháp lần lượt là 40%, 30% và 30%. Tổng hợp lại giá mục tiêu cho cổ phiếu KBC trong quý tới xác định bằng 76,536 VNĐ.

	Bán với khối lượng lớn
	Nên bán
	Cầm giữ
	Nên mua
	Mua với khối lượng lớn

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Chuyên viên phân tích:

Lưu Thị Hương

Email: huonglt@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

• Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

• Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

• Báo cáo thống kê

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

• Sản phẩm giao dịch

I-trade Home

I-trade Pro

• Hội thảo

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283