



TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (KBC: HSX)



Địa chỉ: Lô B7, Khu công nghiệp Quế Võ, xã Phương Liễu, Huyện Quế Võ, Tỉnh Bắc Ninh
 Điện thoại: +84 (241) 3634034
 Email: kinhbaccity@hn.vnn.vn; info@kinhbaccity.com
 Website: www.kinhbaccity.com

| CỔ ĐÔNG LỚN | TỶ LỆ % |
|--|---------|
| Đặng Thành Tâm | 16.02 |
| CTCP Tư vấn & Đầu tư Kinh Bắc | 8.20 |
| Mutual Fund Elite (Non-UCITS) | 6.83 |
| Vietnam Enterprise Investments Limited | 4.71 |
| Phạm Thị Lê | 4.11 |
| Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn | 3.55 |
| Quách Thị Nga | 3.15 |
| Nguyễn Thị Kim Xuân | 2.82 |

Một số chỉ số chính

| | |
|----------------------------------|-------------|
| Số lượng CP lưu hành | 469,760,189 |
| Book Value (đồng) | 16,361 |
| EPS 4 quý (đồng) | 1,689 |
| P/E | 8.38 |
| KLGD trung bình 10 phiên | 2,670,873 |
| Giá cao nhất 1 năm | 19,400 |
| Giá thấp nhất 1 năm | 10,300 |
| Hệ số beta (lần) | 1.12 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 6,647.11 |
| % NĐTNN được sở hữu | 49% |
| % NĐTNN đang sở hữu | 30.55% |
| Số lượng NĐTNN còn được phép mua | 87,754,208 |
| Thời điểm lập báo cáo | 10/01/2017 |

Chuyên viên phân tích

Đỗ Trung Nguyễn
nguyendt@ivs.com.vn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cơ cấu tài chính hiện tại của KBC tương đối lành mạnh, vay nợ thấp và đòn bẩy tài chính vừa phải. Khoản lãi vay phải trả đến hạn tuy đặt trách nhiệm thanh toán lên vai KBC trong năm 2017 nhưng doanh nghiệp hoàn toàn có khả năng xử lý hoặc tái cơ cấu với các chủ nợ.

Kết quả kinh doanh 9 tháng 2016 của KBC cho thấy những dấu hiệu rất tích cực như: Lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh chiếm phần lớn tỷ trọng (95.69%) lợi nhuận trước thuế, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh dồi dào và đóng góp hầu hết vào lưu chuyển tiền dương trong kỳ.

Khả năng thu hút đầu tư của KBC trong năm 2016 được cải thiện vô cùng đáng kể với một loạt những hợp đồng lớn. Dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam trong những năm gần đây dự đoán sẽ còn tiếp tục xu hướng tăng trong những năm tới với các hiệp định thương mại tự do. Dự kiến 2017 sẽ tiếp tục là một năm thành công của KBC.

TPP nhiều khả năng không được thông qua nhưng điều này cũng không gây quá nhiều bất lợi cho KBC.

Biên lãi gộp hợp lý của KBC trong giai đoạn 2014 – 9 tháng 2016 ở mức rất cao là 51.42% và sẽ còn được tiếp tục duy trì hoặc cải thiện trong ít nhất là 5 năm nữa.

Động thái hủy phát hành trái phiếu chuyển đổi và quyết định mua cổ phiếu quỹ cho thấy nỗ lực cân đối quyền lợi trong ngắn hạn và dài hạn của cổ đông và doanh nghiệp. Nhìn chung sẽ có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu.

Chúng tôi cho rằng triển vọng của KBC là rất khả quan. Dự kiến EPS 2016 đạt 1,800 đồng/cổ phiếu, P/E hợp lý đạt 11.5 lần, giá kỳ vọng 20,700 đồng. Với mức giá tại ngày 09/01/2017 là 14,150 đồng, theo chúng tôi KBC đang có mức giá tốt và khuyến nghị MUA với cổ phiếu KBC.

I. Hoạt động sản xuất kinh doanh

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) là doanh nghiệp tiêu biểu hoạt động trong lĩnh vực Bất động sản Khu công nghiệp. Các khu công nghiệp của KBC tập trung chủ yếu ở 3 khu vực chính là Đồng bằng sông Hồng, Đông Nam Bộ và Bắc Trung Bộ - Duyên hải miền Trung.

| Danh sách các dự án chính của KBC | | | | |
|-----------------------------------|----------------------|----------------|----------------|--|
| Tên | Tỷ lệ sở hữu của KBC | Vị trí | Diện tích (ha) | Tỷ lệ lấp đầy (ước tính tại cuối năm 2016) |
| Quế Võ hiện hữu | 100% | Bắc Ninh | 300 | 97% |
| Quế Võ mở rộng | 100% | Bắc Ninh | 311 | 70% |
| Tràng Duệ I | 86.54% | Hải Phòng | 186 | 100% |
| Tràng Duệ II | 86.54% | Hải Phòng | 214 | 55% |
| Tràng Duệ III (1) | 86.54% | Hải Phòng | 600 | - |
| Quang Châu | 59.5% | Bắc Giang | 426 | 80% |
| Tân Phú Trung | 60.52% | TP Hồ Chí Minh | 542 | 40% |
| Nam Sơn Hạp Lĩnh (2) | 100% | Bắc Ninh | 432.5 | - |
| Phúc Ninh (3) | 100% | Bắc Ninh | 136.5 | - |
| Tràng Cát (4) | 100% | Hải Phòng | 790 | - |
| Sài Gòn – Chân Mây (5) | 28.14% | Huế | 650 | - |
| Đại Đồng Hoàn Sơn | 21.48% | TP Hồ Chí Minh | 268 | 70% |
| Tổng Cộng | | | 4.856 | |

Nguồn: KBC, IVS ước tính.

- (1) Ngày 19/09/2016, KBC đã được UBND Thành phố Hải Phòng đồng ý giao cho lập dự án mở rộng và làm chủ đầu tư xây dựng phát triển hạ tầng khu công nghiệp Tràng Duệ giai đoạn 3, quy mô 600 ha, nằm trong khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, huyện An Lão, Hải Phòng.
- (2) Khu công nghiệp Nam Sơn Hạp Lĩnh tại tỉnh Bắc Ninh có vị trí địa lý tiếp giáp với đường quốc lộ 18B, cách nhà máy Samsung 15km, thuận lợi về kết nối giao thông với cảng biển, sân bay. Khu công nghiệp này có tổng diện tích đất thương phẩm ước tính 283.11 ha, trong đó 100 ha đã đền bù. Năm 2016 KBC triển khai việc đầu tư xây dựng hạ tầng và phát triển kinh doanh trong phạm vi 100 ha đã đền bù. KBC đánh giá đây là khu công nghiệp có tiềm năng phát triển nhất của mình trong bối cảnh diện tích đất khu công nghiệp ở Bắc Ninh không còn nhiều và việc thành lập khu

công nghiệp mới bị hạn chế, trong khi đó nhu cầu từ các nhà đầu tư (Hàn Quốc, Đài Loan...) vẫn tăng lên.

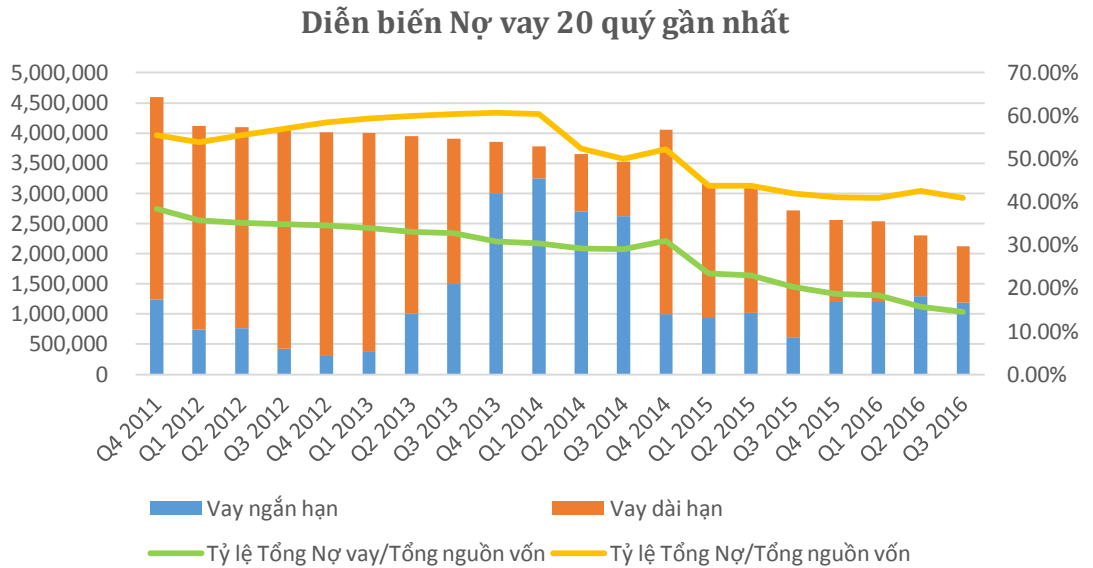
- (3) Khu Đô thị Phúc Ninh nằm tại trung tâm Thành phố Bắc Ninh, đã đền bù 75 ha, nộp tiền sử dụng đất gần 18.1 ha đất thương phẩm, đã xây thô 16 căn biệt thự, đầu tư hoàn thiện hạ tầng 6.27 ha. Theo KBC, dự án có lợi thế từ cơ sở hạ tầng xung quanh đã phát triển hoàn thiện, có người dân ở xung quanh và đặc biệt nhu cầu nhà ở cho các chuyên gia đang làm việc trong các khu công nghiệp và nhu cầu đất ở của người dân có thu nhập khá trên địa bàn tỉnh đang tăng cao. Năm 2016 KBC cho biết sẽ đưa vào kinh doanh 6.27 ha (tương đương với 3.46 ha đất thương phẩm được phân lô bán nền) song do chưa có thông tin xác minh nên chúng tôi không ước tính tỷ lệ lấp đầy.
- (4) Ngày 01/07/2015, KBC đã khởi công xây dựng dự án Khu công nghiệp – Dịch vụ và đô thị Trảng Cát, với quy hoạch gồm 4 khu chức năng: Khu Công nghiệp kỹ thuật cao, Khu đô thị, Khu dịch vụ tổng hợp nhà ở xã hội và Khu cây xanh. Dự án hiện vẫn đang trong quá trình xây dựng, vị trí nằm ngay sau sân bay Cát Bi và tiếp giáp với điểm cuối cùng của đường cao tốc Hà Nội - Hải Phòng với tốc độ thiết kế 120km/h.
- (5) Khu công nghiệp và khu phi thuế quan Sài Gòn – Chân Mây nằm tại xã Lộc Tiến, Lộc Vĩnh, huyện Phú Lộc, Thừa Thiên Huế; cách trung tâm thành phố Huế 50km, trung tâm thành phố Đà Nẵng 32 km, gần sân bay và cảng biển. Khu công nghiệp này thuộc Khu kinh tế Chân Mây Lăng Cô, vì vậy các nhà đầu tư sẽ được hưởng nhiều ưu đãi miễn giảm thuế quan cho cả doanh nghiệp và người lao động tại đây theo chính sách của đặc khu kinh tế. Dự án chưa thu hút được đầu tư, KBC kỳ vọng trong những năm tới nhờ khu vực kinh tế miền Trung phát triển sẽ giúp cải thiện tình hình kinh doanh.

Các giai đoạn trong hoạt động kinh doanh của KBC những năm gần đây:

- Giai đoạn 2010 – 2012: những dấu hiệu bất ổn trong hoạt động kinh doanh và đầu tư dần trải bắt đầu mạnh mẽ từ năm 2011 và lên đến đỉnh điểm vào năm 2012 với khoản lỗ hơn 480 tỷ.
- Giai đoạn 2013 – nay: bắt đầu quá trình tái cấu trúc toàn diện, từ việc rút khỏi các lĩnh vực đầu tư ngoài ngành đến cơ cấu lại các khoản nợ, tái cấu trúc tài chính và tập trung phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi là Bất động sản khu công nghiệp.

II. Nợ phải trả

1. Diễn biến Nợ từ Q4/2011 – Q3/2016



Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

- Quý 4/2011 chính là thời điểm số dư Vay nợ của KBC lên mức cao nhất từ năm 2010 đến nay, xấp xỉ 4,600 tỷ (chiếm 33.75% tổng Nguồn vốn), trong đó chủ yếu là Vay dài hạn (hơn 3,300 tỷ). Đến hết Quý 3/2016, tổng Vay nợ đã giảm xuống còn 2,128 tỷ (tức giảm xấp xỉ 2,472 tỷ, tương đương 53.69%), qua đó chỉ còn chiếm 14.5% tổng Nguồn vốn.
- Khoảng thời gian 2 năm từ Quý 2/2012 đến hết Quý 1/2014, có thể thấy tuy tỷ trọng tổng Nợ vay nhìn chung giảm nhưng tỷ trọng tổng Nợ phải trả của KBC có xu hướng tăng. Lí do là tuy trong 8 quý này số Vay nợ của KBC giảm nhẹ nhưng các khoản Phải trả khác (cả ngắn hạn và dài hạn) lại tăng mạnh, từ xấp xỉ 257 tỷ lên hơn 1,200 tỷ. Các khoản phải trả này, theo quan sát và nhận xét từ phía chúng tôi, bao gồm chủ yếu là các khoản vay mà KBC nhận từ các công ty liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp (thông qua chủ tịch Đặng Thành Tâm).

Một sự biến chuyển khác có thể nhận thấy là cơ cấu các khoản Vay nợ có sự thay đổi, sự chuyển dịch từ Vay dài hạn sang Vay ngắn hạn mà nguyên nhân chính là các khoản vay dài hạn đến hạn trả và được chuyển sang mục Vay nợ ngắn hạn.

Như vậy, có thể thấy trong hơn 2 năm, từ đầu năm 2012 đến hết Quý 1/2014, tình hình tài chính của KBC hết sức bất lợi, doanh nghiệp bị chìm trong gánh nặng và áp lực nợ nần từ quãng thời gian phát triển ồ ạt bằng tín dụng trước đó để lại.

- Quý 2/2014 đánh dấu bước tiến đầu tiên và quan trọng trong quá trình tái cơ cấu tài chính của KBC, doanh nghiệp thực hiện nghiệp vụ “Chứng khoán hóa nợ” (mà chính xác hơn có lẽ nên gọi là “Cổ phần hóa nợ”). Cụ thể, KBC phát hành 100 triệu cổ phiếu ở mệnh giá, tương đương 1,000 tỷ, cho chính các chủ nợ của mình, qua đó hoán đổi các khoản nợ phải trả thành vốn chủ sở hữu, tỷ trọng tổng Nợ phải trả trong tổng Nguồn vốn qua đó giảm rõ rệt. Tuy nhiên, tổng các khoản Vay nợ hầu như không thay đổi.
- Quý 4/2014, KBC thu được 900 tỷ từ trái phiếu chuyển đổi, do chưa chuyển đổi nên tạm thời ghi nhận vào khoản Nợ ngắn hạn, qua đó khiến tỷ trọng Vay nợ và Nợ phải trả tăng vọt. Tuy nhiên, sang quý 1/2015, toàn bộ 1,200 tỷ trái phiếu chuyển đổi được chào bán thành công cho

6 nhà đầu tư tổ chức (2 nước ngoài và 4 trong nước) và ngay sau đó được chuyển đổi thành cổ phiếu. Nhờ dòng tiền thu được, KBC tiến hành giảm hơn 910 tỷ Nợ phải trả, trong đó Vay dài hạn giảm hơn 890 tỷ, tổng Vay nợ còn 3,160 tỷ. Vốn chủ sở hữu tăng và Nợ giảm giúp tỷ trọng Nợ của KBC giảm mạnh.

- Từ Quý 2/2015 đến nay, tỷ trọng Nợ phải trả của KBC không biến động nhiều, nhưng tỷ trọng Vay nợ thì tiếp tục được giảm mạnh. Qua đó, giúp cơ cấu tài chính lành mạnh hơn và giảm được áp lực từ chi phí lãi vay.

2. Chi tiết các khoản Phải trả vay nợ của KBC tại 30/09/2016

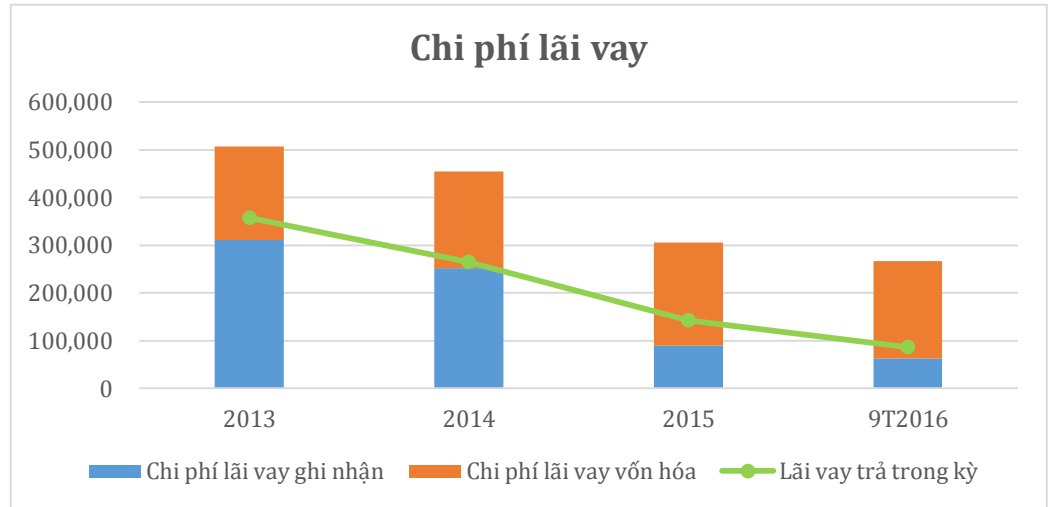
| Các khoản Phải trả vay nợ của KBC tại 30/09/2016 | |
|---|------------------|
| I. Chi phí lãi vay phải trả | 1,024,522 |
| - Ngắn hạn | 241,128 |
| - Dài hạn | 783,394 |
| II. Nợ vay | 2,127,515 |
| II.1. Vay ngắn hạn | 145,366 |
| - Vay ngắn hạn các Đối tượng khác * | 31,535 |
| - Vay ngắn hạn các bên liên quan | 113,831 |
| II.2. Vay dài hạn đến hạn trả | 1,048,255 |
| - Vay dài hạn ngân hàng đến hạn trả | 73,922 |
| - Trái phiếu đến hạn trả | 974,333 |
| Mệnh giá | 974,528 |
| Chi phí bảo lãnh | -195 |
| II.3. Vay dài hạn | 933,894 |
| - Vay dài hạn ngân hàng | 715,824 |
| - Trái phiếu | 218,070 |
| TỔNG VAY NỢ PHẢI TRẢ | 3,152,037 |
| Trong đó: | |
| TỔNG PHẢI TRẢ VAY NỢ NGẮN HẠN | 1,434,749 |
| TỔNG PHẢI TRẢ VAY NỢ DÀI HẠN | 1,717,288 |

Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

(* Đối tượng khác ở đây cụ thể là Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn và Công ty Cổ phần Dịch vụ Kinh Bắc)

- Tại 30/9/2016, tổng Vay nợ của KBC ghi nhận là hơn 2,127 tỷ, các khoản Vay ngắn hạn được ghi nhận là không phải từ ngân hàng và chiếm tỷ trọng rất nhỏ, vay nợ ngắn hạn chủ yếu là các khoản đến hạn của vay dài hạn. Ngoài ra, trách nhiệm phải trả liên quan đến Vay nợ còn bao gồm các khoản Chi phí lãi vay phải trả trong tương lai là hơn 1,024 tỷ, chủ yếu là lãi trái phiếu phải trả cho PVComBank, được điều chỉnh thời hạn trả vào năm 2017 và 2019. Như vậy, theo quan điểm của chúng tôi, nghĩa vụ phải trả liên quan đến Vay nợ của KBC được ghi nhận tại thời điểm kết thúc Quý 3/2016 là hơn 3,152 tỷ, chiếm 21.47% tổng Nguồn vốn. Trong đó, nghĩa vụ ngắn hạn là hơn 1,400 tỷ.

3. Chi phí lãi vay phải trả



Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

- Nhìn chung thì tổng Chi phí lãi vay phải trả của KBC được giảm dần theo thời gian, từ mức hơn 506 tỷ năm 2013 về đến xấp xỉ 306 tỷ năm 2015 và trong 9 tháng 2016 là 267 tỷ. Trong đó, phần giảm hầu như đến từ phần chi phí lãi vay ghi nhận trên báo cáo kết quả kinh doanh hàng năm. Chi phí lãi vay ghi nhận năm 2013 là 310 tỷ, đến năm 2015 giảm mạnh còn xấp xỉ 90 tỷ và trong 9 tháng đầu năm 2016 là 63 tỷ. Phần lãi vay được vốn hóa hàng năm vào Hàng tồn kho được duy trì ở quanh mức 200 tỷ, là các khoản lãi liên quan đến các khoản vay nhằm đầu tư xây dựng phát triển các khu công nghiệp, khu đô thị của KBC. Xét về dòng tiền thực tế chi trả lãi vay, hàng năm KBC luôn trả đủ số lãi vay ghi nhận trong kỳ và trả thêm một phần các khoản lãi vay vốn hóa. Phần lãi vay chưa đc trả hết tồn tại dưới dạng khoản Chi phí lãi vay phải trả như đề cập đến ở trên.
- Như vậy, có thể thấy **áp lực chi trả lãi vay của KBC đã được giảm thiểu khá nhiều trong hơn 3 năm qua. Điều này giúp kết quả kinh doanh cải thiện cũng như giảm bớt phần nào áp lực về dòng tiền. Tuy nhiên, các khoản lãi vay chưa được trả hết qua các kỳ vẫn đặt lên vai doanh nghiệp trách nhiệm thanh toán hàng năm.**
- * **Các khoản Bảo lãnh bảo đảm và cam kết của KBC tại 30/09/2016**

Báo cáo tài chính Quý 3/2016 của KBC ghi nhận các khoản bảo lãnh, bảo đảm và cam kết như sau:

Các khoản bảo đảm theo hợp đồng thế chấp tài sản với PVComBank

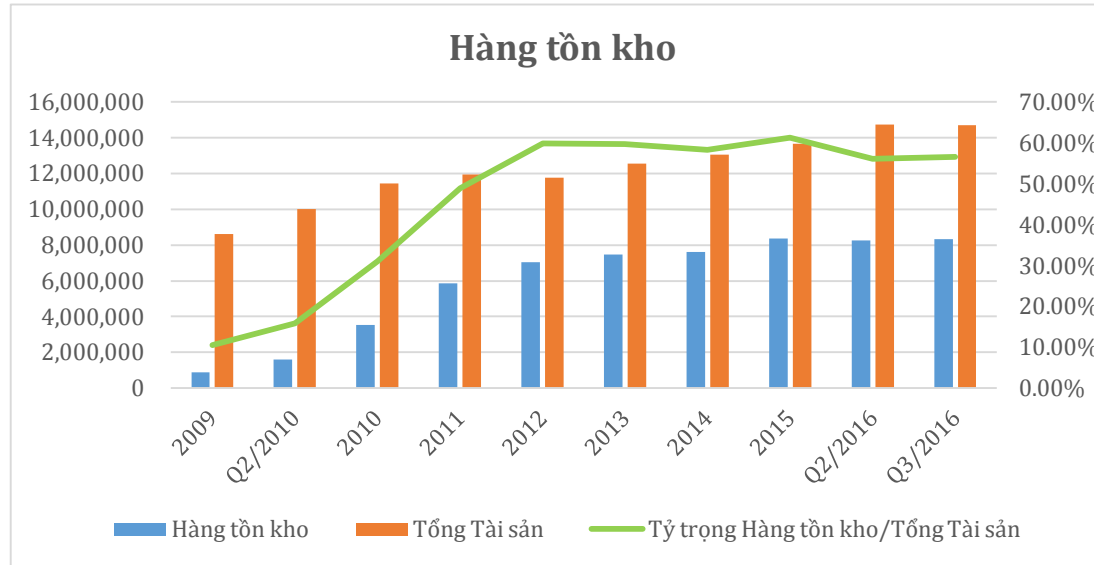
KBC, thông qua Công ty TNHH MTV Phát triển đô thị Tràng Cát, đã tiến hành thế chấp toàn bộ dự án Tràng Cát (bao gồm tất cả quyền và lợi ích kinh tế, các tài sản phát sinh) để đảm bảo cho các nghĩa vụ của KBC và cả các bên khác.

Trong đó, dựa trên số liệu báo cáo tài chính Quý 3/2016 hợp nhất, KBC có 2 khoản vay bằng trái phiếu với PVComBank, giá trị 650 tỷ đồng, được thế chấp bằng Hàng tồn kho Dự án Khu đô thị và công nghiệp Tràng Cát. Giá trị Hàng tồn kho của Khu công nghiệp và đô thị Tràng Cát được ghi nhận là hơn 3,400 tỷ đồng.

Các cam kết với BIDV

Theo thỏa thuận điều chỉnh kỳ hạn trái phiếu ký ngày 27/12/2014 giữa KBC và BIDV, KBC cam kết hỗ trợ Công ty Cổ phần Khoáng sản Sài Gòn Quy Nhơn và một nhóm các công ty liên quan trong việc thanh toán các nghĩa vụ tại ngân hàng.

III. Hàng tồn kho



Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

- Diễn biến Hàng tồn kho của KBC cũng tiếp tục có thể chia ra theo 2 giai đoạn: 2010 – 2012 và 2013 – nay. Trong đó, 3 năm 2010-2012 chứng kiến số dư Hàng tồn kho của KBC tăng nhanh phi mã, từ xấp xỉ 900 tỷ cuối 2009 đầu 2010 lên đến hơn 7,000 tỷ vào cuối năm 2012, tỷ trọng trên Tổng Tài sản từ 10.45% tăng lên 59.88%. Sau đó, Hàng tồn kho vẫn tăng nhưng tốc độ không quá đột biến, tỷ trọng cũng được duy trì ổn định ở quanh mức 60% Tổng Tài sản.
- Xét trên mối quan hệ tương quan với Tổng tài sản, giai đoạn 2010 – 2012 lại có thể được chia ra thêm thành 2 giai đoạn nhỏ hơn nữa: (1) Năm 2010, Hàng tồn kho tăng đi liền cùng tăng trưởng của Tổng Tài sản, gắn liền với tăng trưởng số dư Hàng tồn kho Khu công nghiệp Tân Phú Trung, và (2) Năm 2011 – 2012, Hàng tồn kho vẫn tăng rất mạnh nhưng Tổng Tài sản chỉ tăng nhẹ, gắn liền với diễn biến này là Hàng tồn kho Khu đô thị và công nghiệp Trảng Cát.

| | 2009 | Q2/2010 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Q2/2016 | Q3/2016 |
|--------------------------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Khu đô thị và công nghiệp Trảng Cát | 0 | 0 | 9,228 | 1,992,482 | 3,078,488 | 3,080,646 | 3,180,330 | 3,352,809 | 3,445,622 | 3,409,180 |
| Khu công nghiệp Tân Phú Trung | 0 | 754,736 | 2,466,598 | 2,547,050 | 2,622,480 | 2,658,186 | 2,660,448 | 2,559,882 | 2,571,390 | 2,547,082 |
| Khu đô thị Phúc Ninh | 84,072 | 89,145 | 86,915 | 100,477 | 115,841 | 725,657 | 763,876 | 791,242 | 809,241 | 817,165 |
| Khu công nghiệp và đô thị Quang Châu | 249,048 | 249,367 | 345,022 | 345,694 | 431,445 | 476,065 | 505,692 | 551,643 | 578,709 | 588,319 |
| Khu công nghiệp Trảng Duệ | 311,740 | 275,193 | 277,214 | 366,865 | 308,529 | 171,374 | 81,797 | 463,112 | 260,779 | 345,742 |
| Trảng Duệ I | | | | | | | | 16,498 | 13,850 | |
| Trảng Duệ II | | | | | | | | 446,614 | 246,929 | |
| Khu công nghiệp Nam Sơn - Hạp Lĩnh | 0 | 0 | 107,047 | 125,528 | 154,748 | 179,692 | 194,506 | 206,869 | 208,884 | 214,567 |
| Khu công nghiệp Quế Võ hiện hữu | 107,318 | 71,648 | 101,574 | 92,933 | 71,236 | 73,525 | 74,815 | 64,212 | 52,884 | 50,173 |
| Khu công nghiệp Quế Võ mở rộng | 144,734 | 137,627 | 138,675 | 235,599 | 234,304 | 70,091 | 117,841 | 337,106 | 314,738 | 323,566 |
| Khu nhà thu nhập thấp | | | | 21,344 | 23,050 | 23,897 | 23,897 | 23,897 | 0 | 0 |
| Khác | 1,425 | 12,958 | 9,682 | 12,717 | 12,834 | 13,873 | 13,147 | 13,675 | 13,560 | 13,557 |
| TỔNG | 898,337 | 1,590,674 | 3,541,955 | 5,840,689 | 7,052,955 | 7,473,006 | 7,616,349 | 8,364,447 | 8,255,807 | 8,309,351 |
| Tăng/Giảm HTK | | 692,337 | 1,951,281 | 2,298,734 | 1,212,266 | 420,051 | 143,343 | 748,098 | (108,640) | 53,544 |
| TỔNG TÀI SẢN | 8,595,600 | 10,017,478 | 11,438,646 | 11,947,343 | 11,778,305 | 12,532,339 | 13,066,261 | 13,653,707 | 14,714,777 | 14,678,699 |
| Tăng/Giảm TS | | 1,421,878 | 1,421,168 | 508,697 | (169,038) | 754,034 | 533,922 | 587,446 | 1,061,070 | (36,078) |
| Tỷ trọng HTK/TS | 10.45% | 15.88% | 30.96% | 48.89% | 59.88% | 59.63% | 58.29% | 61.26% | 56.11% | 56.61% |

- **Khu công nghiệp Tân Phú Trung**

Vào đúng ngày 30/6/2010, KBC đã mua thêm 47.83% cổ phần của Công ty Cổ phần Phát triển đô thị Sài Gòn – Tây Bắc (Phát triển đô thị Sài Gòn – Tây Bắc), qua đó nâng mức sở hữu tại công ty này lên thành 59%. KBC chính thức trở thành công ty mẹ của Phát triển đô thị Sài Gòn – Tây Bắc và hợp nhất số liệu tài chính của công ty con vào công ty mẹ tại thời điểm này. Đây cũng chính là công ty sở hữu dự án Khu công nghiệp Tân Phú Trung.

Báo cáo tài chính soát xét 6 tháng 2010 hợp nhất của KBC ghi nhận giá trị hợp lý tài sản thuần có thể xác định được của Phát triển đô thị Sài Gòn – Tây Bắc đúng bằng giá trị sổ sách, 222 tỷ, do đó khoản Hàng tồn kho Khu công nghiệp Tân Phú Trung cũng được hợp nhất và xuất hiện trên bảng cân đối kế toán của KBC với giá trị đúng bằng giá trị sổ sách như từng được ghi nhận tại Phát triển đô thị Sài Gòn - Tây Bắc, 754 tỷ. Với việc bỏ ra 535 tỷ để thanh toán thông qua khoản ủy thác đầu tư tại Công ty cổ phần Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc, KBC ghi nhận khoản Lợi thế thương mại 404 tỷ.

Đến cuối năm 2010, theo Báo cáo tài chính hợp nhất 2010 của KBC, giá trị hợp lý của hàng tồn kho là phần diện tích đất đã giải phóng mặt bằng và có quyết định giao đất thuộc Khu công nghiệp Tân Phú Trung tại thời điểm hợp nhất trước đó được đánh giá lại (theo một báo cáo định giá phát hành từ 30/6/2010), tăng lên thành 2,403 tỷ thay vì 754 tỷ (chú ý đây là con số được xác định lại cho ngày 30/6, không phải số dư cuối năm). Giá trị tài sản thuần của Phát triển đô thị Sài Gòn – Tây Bắc tăng lên thành xấp xỉ 1,547 tỷ, việc sở hữu 60.52% (tăng thêm 1.52% trong tháng 12) cổ phần của công ty con này với giá chỉ 543 tỷ đem lại cho KBC một khoản Lợi thế thương mại là -394 tỷ và được ghi nhận vào Lợi nhuận khác của doanh nghiệp như một khoản lợi. Giá trị kết thúc năm của Hàng tồn kho Khu công nghiệp Tân Phú Trung là 2,466 tỷ.

Khoản Hàng tồn kho này sau đó cũng được đem đi làm tài sản đảm bảo cho một số khoản vay nợ của KBC. Như vậy, có thể thấy việc ghi nhận khoản Hàng tồn kho như vừa đề cập ở trên đem lại cho KBC khá nhiều lợi ích: tăng quy mô tài sản, đem lại một khoản thu nhập khác không hề nhỏ, và có thể sử dụng để đem đi làm tài sản đảm bảo vay nợ.

(Thông tin bổ sung: Năm 2009, KBC từng ghi nhận một giao dịch tương tự với Khu công nghiệp Trảng Cát sau khi mua Công ty Cổ phần Khu công nghiệp Sài Gòn – Hải Phòng, Hàng tồn kho được đánh giá lại tăng từ 42 tỷ lên xấp xỉ 346 tỷ, tuy nhiên doanh nghiệp ghi nhận một khoản lợi thế thương mại dương và do đó không phát sinh thu nhập khác.)

- **Khu đô thị và công nghiệp Trảng Cát**

Khoản Hàng tồn kho tiếp theo cần xem xét và cũng là khoản Hàng tồn kho lớn nhất của KBC, với giá trị ghi nhận là hơn 3,400 tỷ tại thời điểm 30/9/2016, Khu công nghiệp và đô thị Trảng Cát. Tuy lớn như vậy nhưng hầu như toàn bộ khoản mục này (hơn 3,000 tỷ) được ghi nhận chỉ trong vòng 1 năm, mà cụ thể hơn là vào 2 quý: Quý 4/2011 và Quý 3/2012. Một điểm đáng chú ý nữa đó là dù Khoản mục Hàng tồn kho tăng mạnh nhưng tổng Tài sản trong khoảng thời gian này không biến động nhiều. Do đó, chúng tôi tiến hành liệt kê và so sánh một số sự thay đổi lớn trên các khoản mục tài sản của KBC.

Quý 4/2011, công ty mẹ KBC ghi nhận thêm hơn 1,900 tỷ Hàng tồn kho Khu đô thị và công nghiệp Trảng Cát, đồng thời ghi nhận giảm đáng kể 2 khoản tài sản khác:

| Khoản mục | Tăng | Khoản mục | Giảm |
|-------------------------------------|------------------|--------------------------------|------------------|
| Khu đô thị và công nghiệp Tràng Cát | 1,980,879 | Phải thu thương mại khách hàng | 160,441 |
| | | Đầu tư dài hạn khác | 1,714,000 |
| TỔNG | 1,980,879 | TỔNG | 1,874,441 |

Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

Quý 3/2012, Hàng tồn kho Khu đô thị và công nghiệp Tràng Cát ghi nhận tăng hơn 1,000 tỷ đồng thời giảm một loạt khoản phải thu:

| Khoản mục | Tăng | Khoản mục | Giảm |
|-------------------------------------|------------------|---|----------------|
| Khu đô thị và công nghiệp Tràng Cát | 1,084,166 | Phải thu ngắn hạn khác - Cho vay không lãi | 282,165 |
| | | Phải thu dài hạn KH | 106,163 |
| | | Phải thu dài hạn khác | 540,727 |
| | | - Lãi cho vay CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc | 71,704 |
| | | - Phải thu từ chuyển nhượng cổ phần CTCP Đầu tư và Thương mại Kinh Bắc | 11,219 |
| | | - Phải thu từ chuyển nhượng cổ phần CTCP Năng lượng Sài Gòn - Bình Định | 254,418 |
| | | - Lãi cho vay CTCP Sài Gòn - Đà Nẵng và CTCP Sài Gòn - Cần Thơ | 203,386 |
| TỔNG | 1,084,166 | TỔNG | 929,055 |

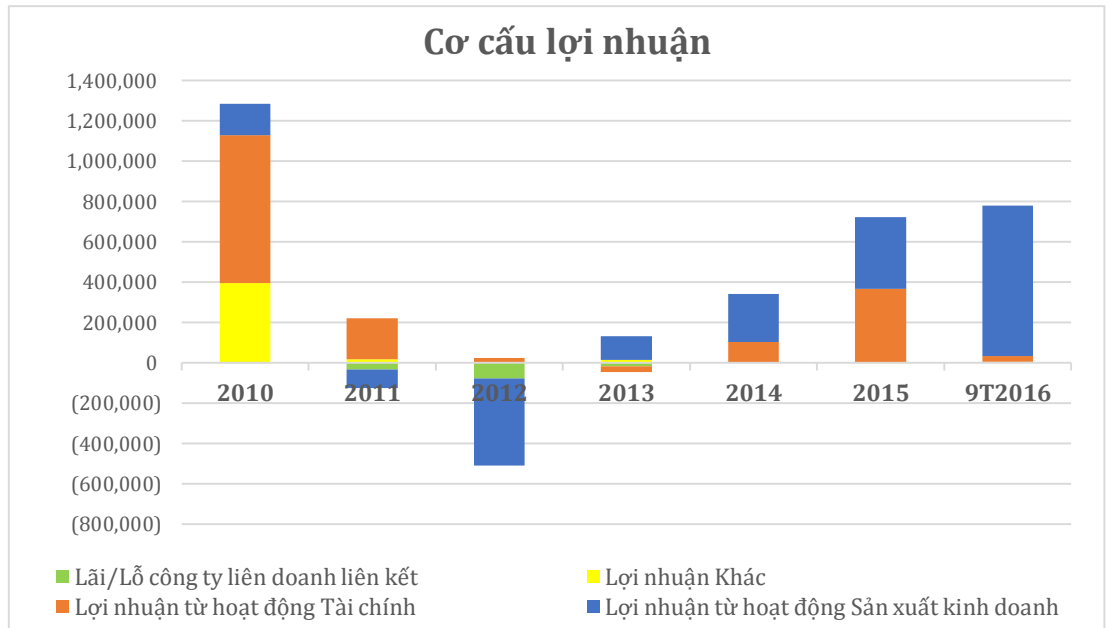
Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

Như đã đề cập ở trên, Dự án Tràng Cát sau đó được KBC đem đi thế chấp để bảo lãnh cho một số khoản vay bằng trái phiếu cũng như bảo lãnh bảo đảm cho một số công ty khác.

- **Tổng giá trị Hàng tồn kho từ 2 khu công nghiệp và đô thị Tân Phú Trung và Tràng Cát của KBC tính đến 30/6/2016 là 5,956 tỷ, chiếm 40.58% tổng Tài sản. Nếu tính giá trị bình quân hàng tồn kho của 2 khu công nghiệp và đô thị này thì vào khoản 20 USD/m², tuy không phải là quá cao so với mặt bằng chung giá đất công nghiệp và đô thị nhưng do thời gian tồn kho lâu cũng như theo những phân tích ở trên, chúng tôi đánh giá số hàng tồn kho này có chất lượng thấp hơn phần còn lại.**

IV. Phân tích kết quả kinh doanh

1. Cơ cấu lợi nhuận



Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

(Trong tính toán của mình, chúng tôi xác định Chi phí lãi vay là một chi phí thuộc hoạt động Sản xuất kinh doanh và do đó được tính đến khi xác định lợi nhuận từ hoạt động Sản xuất kinh doanh, loại trừ chi phí này khi tính lợi nhuận từ hoạt động Tài chính.)

- Có thể thấy dấu hiệu bất thường trong hoạt động kinh doanh của KBC xuất hiện từ năm 2010, trong hơn 1,200 tỷ Lợi nhuận trước thuế thì có đến hơn 730 tỷ lợi nhuận tài chính và gần 400 tỷ lợi nhuận khác (chiếm tổng cộng xấp xỉ 88% lợi nhuận trước thuế). Hai khoản lợi nhuận này chủ yếu đến từ: (1) Chuyển nhượng dự án 1A Láng Hạ cho Công ty cổ phần Kum Ba (Kum Ba sau đó tiếp tục chuyển nhượng lại dự án cho PVComBank, PVComBank lại bán lại cho Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Nhà máy điện Sài Gòn – Bình Thuận, vốn là 1 công ty mà KBC góp vốn) và (2) Mua cổ phần của Công ty cổ phần Phát triển đô thị Sài Gòn – Tây Bắc với giá thấp hơn giá trị hợp lý (như đã đề cập ở trên).
- Năm 2011, hoạt động Sản xuất kinh doanh khiến KBC lỗ hơn 91 tỷ, lỗ từ các công ty liên doanh liên kết là hơn 33 tỷ, đóng góp toàn bộ vào lợi nhuận trong năm vẫn là hoạt động Tài chính (hơn 201 tỷ - phần lớn tiếp tục đến từ khoản thu với Kum Ba) và hoạt động khác (gần 19 tỷ). Sang đến năm 2012, lợi nhuận từ 2 mảng này sụt giảm mạnh, không còn gánh nổi lỗ từ hoạt động Sản xuất kinh doanh (lên đến hơn 433 tỷ) và công ty liên doanh liên kết (hơn 76 tỷ), khiến cho KBC lỗ ròng hơn 486 tỷ trước thuế.
- Năm 2013 và 2014, cơ cấu lợi nhuận của KBC đã bắt đầu có sự dịch chuyển về đúng với cốt lõi khi mà lợi nhuận từ hoạt động Sản xuất kinh doanh chiếm phần lớn tỷ trọng lợi nhuận trước thuế (138.28% và 69.54%). Lợi nhuận từ hoạt động Tài chính năm 2014 chiếm 30.26% tổng lợi nhuận trước thuế chủ yếu đến từ việc thoái vốn tại Công ty cổ phần Địa ốc Nam Việt và Công ty cổ phần Thủy điện Sông Tranh 4.
- Lợi nhuận trước thuế 2015 của KBC đến từ hoạt động sản xuất kinh doanh (49.36%) và hoạt động tài chính (chiếm 50.77%, tăng rất mạnh so với năm 2014). Trong đó, lợi nhuận từ hoạt động tài chính đến từ việc chuyển nhượng cổ phần của Công ty cổ phần Năng lượng Sài Gòn –

Bình Định cho Công ty cổ phần Dịch vụ Kinh Bắc (công ty liên quan gián tiếp). Do đó, tuy tổng lợi nhuận trước thuế tăng gấp 2.1 lần nhưng hoạt động sản xuất kinh doanh chỉ có mức tăng trưởng lợi nhuận là 49.61%.

- Qua 9 tháng 2016, cơ cấu lợi nhuận của KBC lúc này có thể nói là rất lành mạnh khi mà hoạt động sản xuất kinh doanh đem lại tới 95.69% lợi nhuận trước thuế.

| TỶ TRỌNG LỢI NHUẬN SXKD TRONG TỔNG LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ | | | | |
|---|---------|----------|--------|---------|
| Năm | Quý 1 | Quý 2 | Quý 3 | Quý 4 |
| 2013 | 124.61% | 84.01% | 97.67% | 117.14% |
| 2014 | -24.52% | -496.51% | 92.86% | 120.10% |
| 2015 | 99.61% | -39.55% | 87.22% | 40.04% |
| 2016 | 89.70% | 97.52% | 96.12% | |

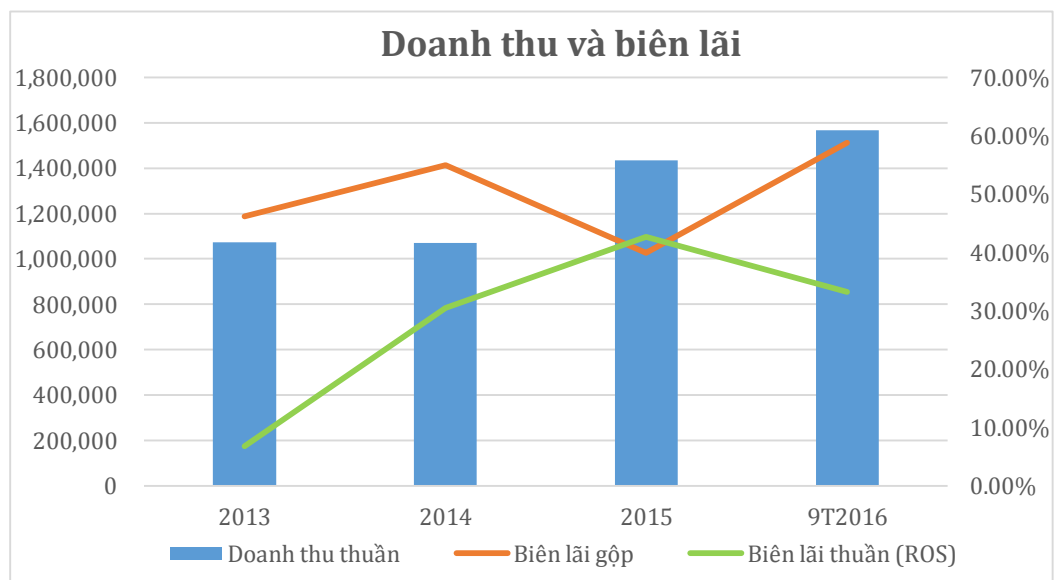
Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp.

Qua số liệu ở bảng trên, ta cũng có thể thấy tỷ trọng lợi nhuận hoạt động Sản xuất kinh doanh của các quý trong năm 2016 là rất ổn định chứ không biến động quá lớn giữa các quý như các năm về trước.

Như vậy, chúng tôi cho rằng nếu xét đến cơ cấu lợi nhuận, cho đến năm 2015, cơ cấu lợi nhuận của KBC vẫn cho thấy nếu không kém lành mạnh thì cũng thiếu ổn định. Tuy nhiên, 9 tháng 2016 cho thấy những dấu hiệu tích cực khi hoạt động sản xuất kinh doanh đóng góp hầu như toàn bộ lợi nhuận và tỷ trọng cũng rất ổn định qua các quý.

2. Doanh thu và hiệu quả kinh doanh

Chúng tôi xem xét kết quả kinh doanh của KBC trong giai đoạn từ 2013 – nay, lí do là để hiểu rõ quá trình cải thiện, phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp từ đỉnh điểm khủng hoảng cuối năm 2012.



Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

- Cho đến hết 9 tháng đầu năm 2013, có thể nói KBC vẫn còn đang chìm sâu trong khủng hoảng và điều này thể hiện rất rõ qua kết quả kinh doanh, cả 3 quý trong năm doanh nghiệp đều phải ghi nhận các khoản lỗ sau thuế, tổng cộng lên tới gần 130 tỷ. Lí do chính là doanh thu tạo ra không thể bù đắp chi phí mà trong đó lãi vay phải gánh là quá lớn.

Tuy nhiên, quý 4/2013 đã đánh dấu một sự kiện có thể nói là bước ngoặt trong quá trình hồi phục của KBC, doanh nghiệp thu hút được LG Electronics (LGE) đầu tư vào khu công nghiệp Trảng Duệ. Để có được thành công đó phải kể đến việc vào tháng 9/2013, với sự hỗ trợ của chính quyền thành phố Hải Phòng, KBC đã được Chính phủ đồng ý đưa khu công nghiệp Trảng Duệ vào trực thuộc Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải (dù Trảng Duệ nằm cách Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải tới hơn 10 km). Qua đó giúp LGE được hưởng những ưu đãi đầu tư thuộc dạng tốt nhất của Chính phủ, áp dụng cho khu kinh tế. Doanh thu quý 4 nhờ vậy tăng vọt lên hơn 743 tỷ, lợi nhuận sau thuế xấp xỉ 198 tỷ. KBC thoát lỗ và ghi nhận 1.072 tỷ doanh thu, 72.5 tỷ lợi nhuận cả năm.

Với hiệu ứng lan tỏa từ LGE, KBC có được cơ hội thu hút thêm nhiều công ty vệ tinh khác đi theo LGE, đồng thời cũng giúp những khu công nghiệp của KBC hấp dẫn hơn với các nhà đầu tư khác, trong đó trọng điểm vẫn là Trảng Duệ. Cuối tháng 8/2014, KBC được cấp giấy chứng nhận đầu tư giai đoạn 2 của KCN Trảng Duệ của với quỹ đất 214 ha, nâng tổng diện tích KCN 2 giai đoạn lên 401 ha. Tháng 12/2014, LGE tiếp tục ký thêm hợp đồng với KBC thuê thêm 40 ha đất, nâng tổng diện tích thuê lên 80 ha. Toàn bộ giai đoạn 1 KCN này là 186 ha đã được lấp đầy và chỉ còn 10ha đất thương phẩm, toàn bộ diện tích văn phòng, nhà xưởng 78.137m² đã được bán hết. Doanh thu trong năm 2014 của KBC chủ yếu đến từ 3 khu công nghiệp: (1) Quế Võ (419 tỷ), (2) Trảng Duệ (451.3 tỷ) và (3) Tân Phú Trung (110 tỷ).

Hoạt động nổi bật trong năm 2015 của KBC là việc trong quý 4 đã ký kết Hợp đồng nguyên tắc thuê đất diện tích 13.86 ha tại Khu công nghiệp Trảng Duệ giai đoạn 2 với Công ty Heesung Electronics (Hàn Quốc), tổng giá trị hợp đồng gần 250 tỷ đồng. Đóng góp vào doanh thu 2015 của KBC vẫn là 3 khu công nghiệp Quế Võ, Trảng Duệ và Tân Phú Trung, lần lượt: 410.9 tỷ, 711.2 tỷ và 314.6 tỷ, qua đó giúp tổng doanh thu tăng lên 1.435 tỷ. Ngoài khu công nghiệp Quế Võ đã hoạt động từ lâu và đi vào ổn định, Trảng Duệ và Tân Phú Trung đều cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ trong thu hút đầu tư. Nốt trầm trong hoạt động của KBC năm 2015 là việc khu công nghiệp Quang Châu lỗ 68.8 tỷ.

2016 là năm hoạt động bùng nổ của KBC với rất nhiều dự án và hợp đồng nổi bật. Trong quý 2, KBC kí hợp đồng cho thuê đất diện tích 40.5 ha để xây dựng nhà máy sản xuất màn hình OLED tại KCN Trảng Duệ với Công ty LG Display (LGD). Đây là dự án công nghệ sản xuất màn hình hiện đại với tổng vốn đầu tư đăng ký 1.5 tỷ USD được LG Display lần đầu tiên đầu tư ra nước ngoài. Đến quý 3, KBC ký hợp đồng cho thuê đất tại Khu công nghiệp Quang Châu với Công ty JA Solar Hongkong Investment. Theo đó, JA Solar thuê 88 ha tại KCN Quang Châu của KBC để đầu tư dự án sản xuất pin năng lượng mặt trời với tổng vốn đầu tư lên tới hơn 1 tỷ USD. Với diện tích cho thuê này, SBG sẽ thu được hơn 1.000 tỷ. Tổng 9 tháng đầu năm 2016, KBC ghi nhận hơn 1.500 tỷ doanh thu.

Như vậy, có thể thấy trong giai đoạn từ cuối năm 2013 đến hết 9 tháng 2016, khả năng thu hút đầu tư hay nói cách khác là khả năng bán hàng của KBC đã được cải thiện rất đáng kể, thể hiện qua việc ngày càng có nhiều dự án lựa chọn các khu công nghiệp của KBC để làm địa điểm đầu tư, số lượng dự án có tổng vốn đầu tư lớn (trên 100 triệu USD) cũng tăng dần. Động lực chính là khu công nghiệp Trảng Duệ, Tân Phú Trung cũng tăng trưởng rất tốt, Quang Châu có sự đột phá trong năm 2016 còn Quế Võ thì hoạt động ổn định.

- Biên lãi thuần (ROS) của KBC trong năm 2013 là rất thấp, chỉ đạt 6.76%. Điều này không có gì lạ bởi KBC chỉ thoát lỗ trong quý 4/2013 và lợi nhuận sau thuế rất mỏng. Tuy nhiên biên lãi gộp thì vẫn duy trì ở mức khá cao (**46.19%**). Cả hai tỷ suất sinh lợi đều tăng trong năm 2014, lần lượt là **54.97%** cho biên lãi gộp và 30.46% biên lãi thuần nhờ giảm tỷ trọng giá vốn cũng như giảm chi phí lãi vay, ghi nhận thu nhập tài chính và thoát lỗ từ công ty liên kết. Tuy nhiên trong năm 2015 và 9 tháng đầu 2016 thì 2 tỷ suất này biến động lệch pha hoàn toàn. Trong

khi biên lãi thuần tiếp tục tăng lên 42.65% trong năm 2015 thì biên lãi gộp lại giảm mạnh xuống còn **39.97%** (trong năm đỉnh điểm của khó khăn và thua lỗ là 2012 thì biên lãi gộp của KBC cũng chỉ giảm xuống 38.32%). Rồi qua 9 tháng 2016 thì diễn biến đảo ngược lại và gần như trở lại trạng thái như năm 2014, biên lãi gộp là **58.76%** và biên lãi thuần là 33.19%. Lí do cho diễn biến này là xuất phát từ một số biến động trong năm 2015 mà cụ thể là: (1) Tỷ lệ giá vốn của KBC tăng cao bất ngờ khiến cho biên lãi gộp giảm và (2) Doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động tài chính rất cao giúp lợi nhuận sau thuế vẫn tăng mạnh dù lãi gộp giảm – điều này đã được đề cập đến ở trên. Sang đến năm 2016, cả 2 biến động này không còn duy trì và tỷ suất sinh lời của KBC trở lại mức gần như tương đương 2014.

3. Biên lãi gộp

- Có thể thấy diễn biến biên lãi gộp của KBC giai đoạn 2014 – 9 tháng 2016 có điểm đáng lưu ý. Để hiểu rõ hơn và phân tích về khía cạnh này, trước hết chúng ta cần hiểu về đặc thù ghi nhận giá vốn của doanh nghiệp bất động sản nói chung cũng như KBC nói riêng. Doanh thu từ các khu công nghiệp của KBC được ghi nhận một lần tại thời điểm bàn giao đất, giá vốn là chi phí trung bình dự kiến cho 1m² (bao gồm chi phí đã đầu tư và chi phí ước tính còn phải đầu tư trong tương lai được dự tính tại thời điểm lập báo cáo tài chính/chia cho tổng diện tích đất thương phẩm). Phần chi phí ước tính còn phải đầu tư này được hạch toán làm tăng khoản mục Chi phí phải trả, nói cách khác đây là khoản chi phí phát sinh và cần ghi nhận nhưng chưa làm giảm tài sản của của doanh nghiệp vì nó chưa được ghi nhận thành Hàng tồn kho đã đầu tư. Phần ước tính này sau đó sẽ được chuyển hóa từ các tài sản khác thành Hàng tồn kho và đến khi hợp lý thì được ghi nhận giảm, đó cũng là lúc phần Chi phí phải trả đã trích trước giảm tương ứng. Như vậy, theo dõi phần gia tăng của khoản mục Chi phí phải trả cho ta cái nhìn gián tiếp về việc KBC ghi nhận giá vốn – chúng tôi sử dụng nó vì khoản mục này được thuyết minh theo các khu công nghiệp, giúp có được sự liên hệ với doanh thu theo các khu công nghiệp. Cụ thể như sau:

| Tăng/Giảm Chi phí phải trả trích trước cho các dự án | | | | | | | | | | | |
|---|-----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|----------------|
| | Q1/2014 | Q2/2014 | Q3/2014 | Q4/2014 | Q1/2015 | Q2/2015 | Q3/2015 | Q4/2015 | Q1/2016 | Q2/2016 | Q3/2016 |
| Quế Võ hiện hữu | (1,025) | 341 | (4,816) | (12,991) | (108) | (2,926) | (14,990) | 10,258 | (97) | (73) | 252 |
| Quế Võ mở rộng | (11,274) | (14,756) | (2,475) | 9,141 | (2,875) | (896) | 19,408 | 2,548 | (12,402) | (1,202) | (3,665) |
| Tràng Duệ | (2,919) | (10,639) | 6,023 | 34,210 | 13,695 | 8,464 | 167,343 | (99,483) | 84,090 | 59,691 | (46,885) |
| Quang Châu | (3,428) | (2,497) | (1,699) | (1,686) | 0 | (2,907) | 1,210 | 7,378 | (2,107) | 2,107 | 90,242 |
| Tân Phú Trung | (83) | 18,004 | 8,564 | 2,545 | (19,014) | 65,079 | 10,202 | 14,430 | 12,824 | 11,218 | (19,535) |
| TĂNG TRONG QUÝ | 0 | 18,345 | 14,587 | 45,896 | 13,695 | 73,543 | 198,163 | 34,614 | 96,914 | 73,016 | 90,494 |
| TĂNG TRONG NĂM | | | | 78,828 | | | | 320,015 | | | 260,424 |
| TỔNG QUÝ | (18,729) | (9,547) | 5,597 | 31,219 | (8,302) | 66,814 | 183,173 | (64,869) | 82,308 | 71,741 | 20,409 |
| TỔNG NĂM | | | | 8,540 | | | | 176,816 | | | 174,458 |

Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

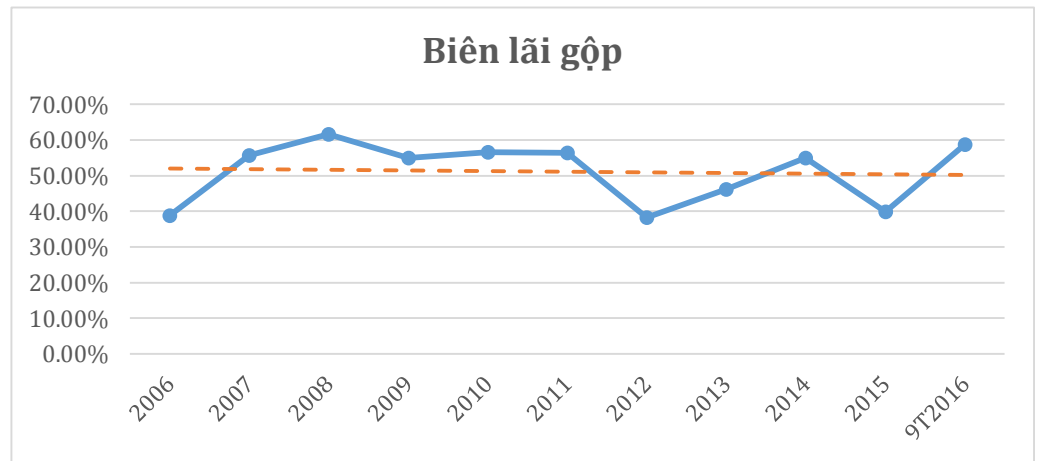
Doanh thu của KBC trong năm 2015 là 1,458 tỷ, tăng 36.4% so với 1,069 tỷ năm 2014, tuy nhiên nếu nhìn vào tổng phần tăng khoản Chi phí phải trả trích trước (tức khoản chi phí ước tính) thì thấy phần ghi nhận tăng trong năm 2015 lớn gấp 4 lần trong năm 2014, từ xấp xỉ 79 tỷ lên 320 tỷ.

Nếu áp tỷ lệ giá vốn trên doanh thu thuần của năm 2014 vào năm 2015, ta có mức giá vốn là 646 tỷ, chênh lệch so với giá vốn thực tế trong năm là 215 tỷ. Như vậy, biên lãi gộp 2015 giảm mạnh so với 2014 là do giá vốn tăng **215 tỷ**.

Tiếp tục, ta áp tốc độ tăng trưởng doanh thu 2015 của KBC vào phần tăng Chi phí phải trả trích trước năm 2014, khi đó ta có phần chi phí ước tính để ghi nhận giá vốn lẽ ra chỉ là 107.5 tỷ, so với phần chi phí ước tính đã ghi nhận trong năm 2015 thì chênh lệch là **212.5 tỷ**.

Đóng góp chủ yếu trong khoản chênh lệch này là phần ghi nhận đến từ khu công nghiệp Trảng Duệ, doanh thu 2015 của Trảng Duệ lớn gấp 1.58 lần năm 2014 nhưng phần giá vốn ước tính thì lớn gấp 4.7 lần. Tiếp theo là khu công nghiệp Quế Võ với doanh thu giảm nhẹ trong khi giá vốn ước tính lớn gấp 3.4 lần. Hai con số này đối với khu công nghiệp Tân Phú Trung là 2.86 và 3.08 lần, tương đối cân bằng.

Như vậy, chúng tôi đưa ra ý kiến rằng: **Lí do khiến biên lãi gộp trong năm 2015 của KBC giảm mạnh đó là do trong năm doanh nghiệp đã ghi nhận một khoản chi phí ước tính thuộc giá vốn là 212.5 tỷ.**



Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp.

- Biểu đồ phía trên cho thấy biên lãi gộp của KBC từ 2006 – hết 9 tháng đầu năm 2016, với đường đứt đoạn màu cam là đường xu hướng. Qua đó cho thấy trong cả giai đoạn này, biên lãi gộp của KBC nhìn chung ổn định ở mức 50%.
- Xét đến giai đoạn 2014 – 9 tháng 2016 như vừa đề cập ở trên, là một giai đoạn nhạy cảm khi KBC bắt đầu hồi phục từ đỉnh điểm khó khăn đến khi đạt đc những thành tựu rất đáng kể trong năm 2016 và cũng là giai đoạn mà biên lãi gộp biến động rất mạnh (mà như ý kiến của chúng tôi là do ảnh hưởng từ ước tính kế toán từ phía doanh nghiệp). Chúng tôi cho rằng cần thiết phải điều chỉnh lại biên lãi gộp cho giai đoạn gần 3 năm này và đưa ra một số kịch bản sau:
 - (1) Chia ra làm 2 giai đoạn nhỏ hơn là 2014 – 2015 và 9 tháng 2016, ý tưởng là biên lãi gộp đã ở mức quá cao trong năm 2014 và được điều chỉnh lại trong năm 2015 – ta cần làm trơn biên lãi gộp giai đoạn này, 9 tháng 2016 là một giai đoạn hoàn toàn mới và biên lãi gộp được giữ nguyên.
 - (2) Chia ra làm 2 giai đoạn nhỏ hơn là 2014 và 2015 – 9 tháng 2016, ý tưởng là biên lãi gộp 2015 đã giảm để dành động lực tăng trưởng cho năm 2016 – ta làm trơn biên lãi gộp giai đoạn này và giữ nguyên biên lãi gộp 2014.

(3) Cuối cùng, ta coi toàn bộ khoảng thời gian 2014 – 9 tháng 2016 là một giai đoạn, trong đó năm 2015 vừa là thời gian để điều chỉnh lại cho 2014 và cũng là để tích lũy cho 2016 – ta làm trơn biên lãi gộp trong toàn bộ giai đoạn.

Cách làm trơn ở đây là ta sẽ cộng dồn toàn bộ doanh thu và lãi gộp trong 1 giai đoạn và dùng 2 tổng này để tính biên lãi gộp. Con số cụ thể với từng kịch bản tương ứng là:

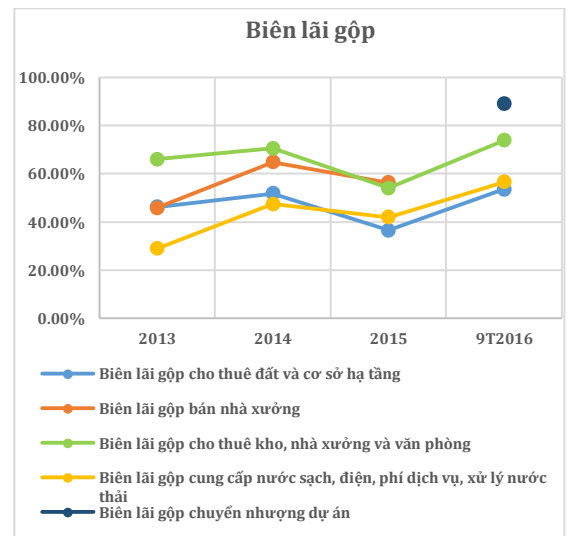
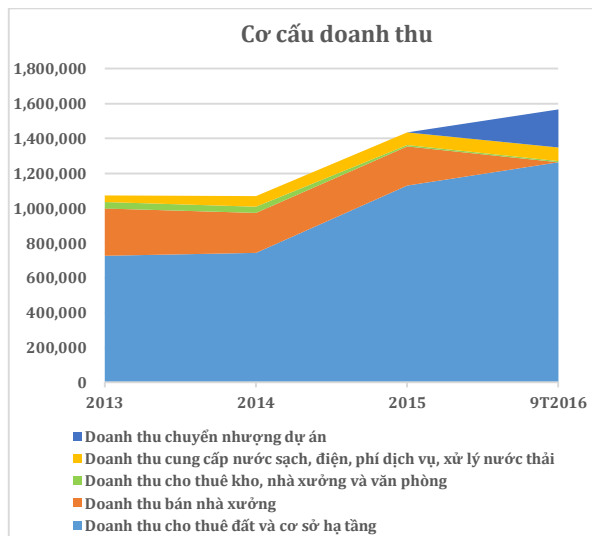
(1) Biên lãi gộp cho giai đoạn 2014 – 2015 là 46.86% và 9 tháng 2016 là 58.76%

(2) Biên lãi gộp cho năm 2014 là 54.97% và giai đoạn 2015 – 9 tháng 2016 là 50.16%

(3) Biên lãi gộp cho toàn bộ giai đoạn 2014 – 9 tháng 2016 là 51.42%.

Kịch bản (1) thực chất là trường hợp lạc quan nhất về tương lai của KBC, nó cho thấy doanh nghiệp đã thực sự lột xác trong năm 2016 và biên lãi gộp 58.76% cho thấy hiệu quả sinh lời vượt trội, mở đầu cho giai đoạn phát triển mới. Kịch bản (2) ngược lại, là trường hợp bi quan nhất, cho thấy thực chất khả năng sinh lời cao giai đoạn 2014 – 2015 là đỉnh và sang đến năm 2016 thì sụt giảm. Kịch bản (3), mang tính trung hòa cả 2 kịch bản trên, không quá bi quan về hiệu quả và tương lai của KBC nhưng cũng đủ thận trọng nhìn nhận những vấn đề của doanh nghiệp, cho thấy KBC vẫn còn khả năng tăng trưởng tốt hơn nữa trong tương lai.

Như vậy, sau khi xem xét 3 kịch bản đưa ra cũng như nhìn nhận lại quá khứ hoạt động của KBC, chúng tôi đưa ra ý kiến: **Biên lãi gộp hợp lý của KBC trong giai đoạn 2014 – 9 tháng 2016 là 51.42% với biên độ sai lệch là +/- 6%.**



Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

- Hoạt động cho thuê đất và cơ sở hạ tầng khu công nghiệp là hoạt động đem lại nguồn doanh thu lớn nhất trong tổng doanh thu của KBC (chiếm 70% - 80% tổng doanh thu) và tăng dần đều cả về con số và tỷ trọng theo thời gian.

Cùng với sự tăng trưởng của hoạt động cho thuê đất và cơ sở hạ tầng, dẫn đến tỷ lệ lấp đầy của các khu công nghiệp gia tăng thì hệ quả tất yếu là doanh thu từ các hoạt động cung ứng dịch vụ cho các doanh nghiệp đã đầu tư vào khu công nghiệp như điện nước, xử lý chất thải hay các dịch vụ khác cũng sẽ tăng lên. Với biên lãi gộp trong khoảng 45% - 55%, hoạt động này hiện duy trì tỷ trọng ở mức 5% tổng doanh thu của KBC và sẽ tiếp tục là một nguồn doanh thu ổn định trong tương lai.

Nhằm giảm thiểu rủi ro và rút ngắn thời gian đi vào hoạt động cho các nhà đầu tư FDI, qua đó thu hút các doanh nghiệp đầu tư vừa và nhỏ là các vệ tinh của các tập đoàn lớn, KBC có mảng

hoạt động bán và cho thuê nhà xưởng văn phòng xây sẵn. Mỗi căn nhà xưởng với diện tích tiêu chuẩn trên 5000m², đi kèm văn phòng và các công trình phụ hợp lý để nhà đầu tư sau khi thuê/mua có thể đi vào sản xuất ngay. Biên lãi gộp của 2 mảng hoạt động này là rất cao (trung bình giai đoạn 2013 – 9 tháng 2016 là 55% - 68%), tuy nhiên cả giá trị và tỷ trọng doanh thu lại giảm dần theo thời gian. Lí do cho việc này là các lô đất trong các khu công nghiệp của KBC đều có diện tích khá lớn, là hạn chế đối với các dự án có nhu cầu sử dụng diện tích đất nhỏ (dưới 1.000 m²). Nhà xưởng diện tích lớn không phù hợp với các dự án vừa và nhỏ, đã làm mất cơ hội tại thị phần này. Ngoài ra, xét trên mặt bằng giá chung của khu vực thì khu công nghiệp của KBC có đơn giá cho thuê cao, là rào cản đối với một số dự án đặc thù (không quá chú trọng về địa điểm).

Trong khi hoạt động cho thuê kho, nhà xưởng và văn phòng chỉ còn đóng góp một phần rất nhỏ vào doanh thu (dưới 1%) thì từ đầu năm 2016, KBC không còn ghi nhận doanh thu từ hoạt động bán nhà xưởng. Thay vào đó, trong quý 2/2016, KBC lần đầu tiên ghi nhận khoản doanh thu xấp xỉ 219 tỷ, chiếm tỷ trọng 14% tổng doanh thu 9 tháng 2016, từ hoạt động chuyển nhượng dự án. Chúng tôi cho rằng đây chính là dấu hiệu ban đầu cho việc thay đổi chiến lược kinh doanh của KBC bởi trong một phát biểu vào cuối tháng 4/2016, chủ tịch Đặng Thành Tâm của KBC đã có đại ý như sau: ***Do tiếp thu ý kiến của các cổ đông lớn, đặc biệt là các quỹ đầu tư nước ngoài có kinh nghiệm trên thương trường quốc tế, KBC cần cân đối quyền lợi cổ đông trong ngắn hạn và dài hạn. Trước đây chủ yếu tập trung quyền lợi trong dài hạn khi tích lũy một lượng quá lớn tài sản là tài nguyên đất đai với chi phí rẻ và tập trung phát triển dần dần. Nhưng với một diện tích đất lớn nếu KBC tự phát triển thì phải rất nhiều năm mới hết và chỉ đem lại lợi nhuận nhỏ, khoảng 15%/năm. Nếu chia tài nguyên đất làm 3 phần: 50% để KBC tự phát triển; 25% liên doanh để xây dựng nhà xưởng và khu công nghiệp hay nhà ở; 25% chuyển giao hoàn toàn trong 5 năm và giao hoàn toàn cho đối tác mới chủ động đầu tư xây dựng theo chuyên ngành mà họ có lợi thế, như vậy KBC chỉ cần đầu tư cơ sở hạ tầng một mức độ tối thiểu, còn đối tác sẽ đầu tư vào chiều sâu và cho thuê giá cao hơn kiếm lời. Còn 25% KBC sẽ liên doanh liên kết với đối tác mạnh để khai thác nhằm lấy lợi thế của hai bên vì KBC có quỹ đất tốt và vị trí tốt; đối tác có nhiều tiền và có kinh nghiệm. Như vậy, KBC trong 5 năm tới sẽ có đột biến về doanh số và lợi nhuận, đồng thời các năm tiếp theo vẫn thu được số tiền lớn về nhà xưởng và các dịch vụ mới.*** Từ đó, có thể hiểu khoản doanh thu 219 tỷ đề cập ở trên chính là từ việc chuyển giao hoàn toàn cho đối tác khai thác. Biên lãi gộp của hoạt động này là cực kỳ cao, 89.05%, và nếu đúng như lời của chủ tịch Đặng Thành Tâm thì những khoản thu tương tự sẽ tiếp tục được ghi nhận trong 5 năm tới.

- Là nguồn thu chính, hoạt động cho thuê đất và cơ sở hạ tầng đóng vai trò quyết định đến doanh thu cũng như biên lãi gộp của KBC. Để hiểu rõ hơn về biên lãi gộp của hoạt động này, ta cần nắm được đặc điểm về giá vốn và giá cho thuê của KBC.

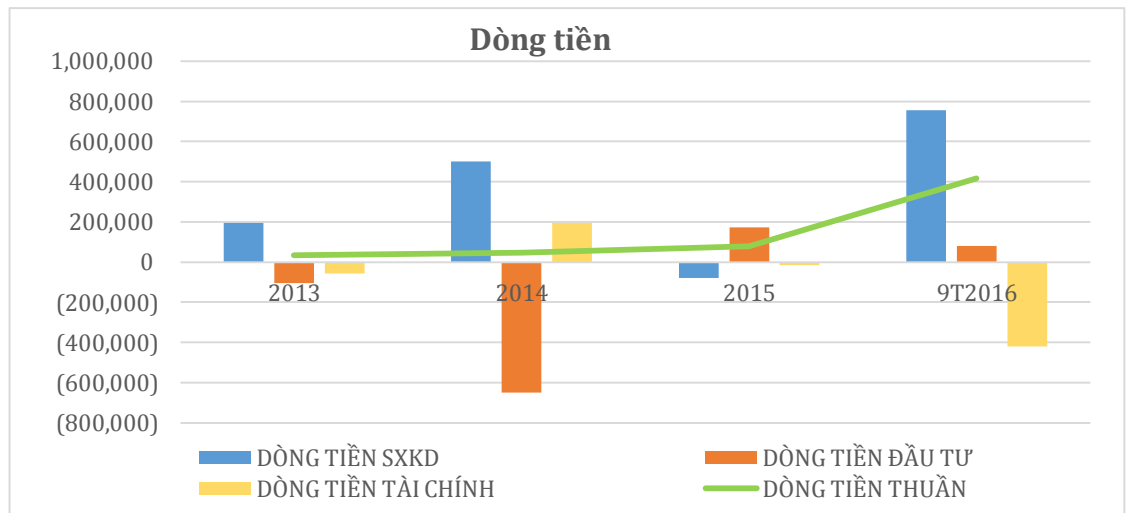
Là doanh nghiệp đầu tư và phát triển khu công nghiệp, đất chính là hàng hóa mà KBC kinh doanh. Do đó, việc tạo lập quỹ đất đóng vai trò tối quan trọng để đảm bảo mục tiêu phát triển của doanh nghiệp. Quỹ đất hiện nay của KBC lên tới 4.500 ha cho phát triển khu công nghiệp (trong đó 75% đã xong đền bù giải phóng mặt bằng) và 1.300 ha cho phát triển khu đô thị, dân cư. Trong đó, gần 2.500 ha thuộc sở hữu trực tiếp của KBC và công ty con, chiếm gần 8% tổng số diện tích đất khu công nghiệp đang hoạt động trên toàn quốc. Trong bối cảnh cấp phép hoạt động hạn chế do chính sách mở rộng khu công nghiệp bị thắt chặt, thì quỹ đất này là lợi thế lớn nhất để tạo ra các giá trị tương lai cho KBC. Điều này đặc biệt đúng khi chi phí mà KBC từng phải bỏ ra để sở hữu quỹ đất nông nghiệp và dịch vụ trước kia này là rất thấp. Tính từ thời điểm các quỹ đất này được thu mua, chi phí đất ở những khu vực này đã tăng đáng kể. Dựa vào bảng giá đất trong các Nghị định số 188/2004/NĐ-CP và nghị định số 104/2014/NĐ-

CP, giá tối thiểu của đất sản xuất phi nông nghiệp ở Đô thị loại 2 đã tăng khoảng 7.9% mỗi năm từ 2004 đến 2014. Ví dụ ở Bắc Ninh trước kia, KBC đền bù chỉ 5 USD/m², thì đơn giá mới nhất được Hội đồng nhân dân tỉnh thông qua cho đến đầu năm 2016 là 30 USD/m². Đối với đất đã xây dựng hạ tầng thì đơn giá san lấp, xây dựng đường giao thông hàng năm cũng tăng mạnh. Như vậy, có thể nói **KBC đã tích lũy cho mình một lợi thế rất lớn nhờ quỹ đất khổng lồ với giá đền bù vô cùng rẻ, đủ để phát triển trong hàng chục năm nữa, qua đó giữ cho giá vốn của doanh nghiệp ở một mức thấp.**

Về giá cho thuê đất, đặc điểm của kinh doanh bất động sản khu công nghiệp là khi tỷ lệ lấp đầy còn thấp, để thu hút đầu tư thì cần phải giảm giá thuê, đến khi tỷ lệ lấp đầy tăng lên và tạo lập được một “khu sinh thái” doanh nghiệp thì mức độ hấp dẫn của khu công nghiệp sẽ tự tăng lên và giá thuê khi đó cũng được cải thiện. Điều này cũng đang xảy ra với KBC, **với việc tỷ lệ lấp đầy và nhu cầu đối với các khu công nghiệp của KBC tăng lên đáng kể theo thời gian, giá cho thuê của KBC được cải thiện và làm biên lãi gộp hoạt động cho thuê đất tăng lên.** Cụ thể, giá cho thuê năm 2014 là 60\$ - 65\$/m², giá cho thuê năm 2015 tăng lên là 72\$ - 75\$/m², tăng từ 8 đến 10% và xu hướng này được biết sẽ còn duy trì trong vài năm tới. Sau năm 2015 biên lãi gộp bị giảm do lý do kỹ thuật (như đã trình bày ở trên), việc năm 2016 biên lãi gộp hoạt động cho thuê đất và cơ sở hạ tầng (cũng như các hoạt động khác) của KBC tăng cao là hợp lý.

- **Như vậy, chúng tôi cho rằng với (1) Quỹ đất của KBC được tích lũy từ thời gian dài trước đây khi mà giá đền bù là rất thấp; (2) Giá cho thuê của KBC sẽ còn tiếp tục cải thiện hoặc ít nhất là được duy trì như trong năm 2016 và (3) Chiến lược kinh doanh mới giúp gia tăng khả năng sinh lời từ việc chuyển nhượng dự án và hợp tác với các đối tác; thì ý kiến được đưa ra là: Biên lãi gộp của KBC sẽ còn được duy trì ở mức rất hấp dẫn là 50% trở lên trong tương lai ít nhất là 5 năm tới.**

4. Dòng tiền



Nguồn: BCTC KBC, IVS tổng hợp. Đơn vị: triệu đồng.

Qua đồ thị trên có thể thấy ngay diễn biến về dòng tiền của KBC trong các năm qua chia ra làm 2 giai đoạn. Giai đoạn đầu tiên là trong 3 năm 2013 – 2015, dòng tiền thuần trong năm rất thấp (giao động trong mức 30 – 80 tỷ). Trong đó, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh và hoạt động đầu tư biến động rất mạnh và hoàn toàn lệch pha với nhau. Năm 2013, 2014 dù KBC ghi nhận dòng tiền hoạt động sản xuất kinh doanh dương nhưng dòng tiền đầu tư âm đã làm tụt dòng tiền thuần trong kỳ. Năm 2015 dù ghi nhận doanh thu rất khả quan nhưng dòng tiền sản xuất kinh doanh lại âm khiến cho dòng tiền thuần nói chung bị ảnh hưởng. Sang đến 2016,

cả 3 quý trong năm đều cho thấy những tín hiệu tích cực từ dòng tiền. Nếu nhìn vào từng quý trong giai đoạn 3 năm trước đó có thể thấy dòng tiền sản xuất kinh doanh không hề ổn định mà biến động rất lớn. Tuy nhiên, **trong năm 2016 dòng tiền sản xuất kinh doanh đều dương và gần như đóng góp toàn bộ dòng tiền thuần trong mỗi quý**, tổng 9 tháng đầu năm 2016 KBC thu về hơn 415 tỷ đồng tiền. Dòng tiền sản xuất kinh doanh tốt còn giúp KBC đẩy mạnh việc giảm dư nợ vay của mình và làm cho cơ cấu tài chính lành mạnh hơn.

* **Hủy kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi và quyết định mua vào cổ phiếu quỹ**



- Ngày 1/11/2016, KBC thông qua nghị quyết HĐQT phát hành 1,200 tỷ trái phiếu chuyển đổi với giá chuyển đổi tối thiểu là 17,000 đồng, tuy nhiên đến ngày 7/11/2016 đã ra nghị quyết HĐQT hủy kế hoạch phát hành này. Quan sát đồ thị giá thì có thể thấy ngay sau khi công bố kế hoạch ngày 1/11, giá giao dịch của KBC trên thị trường đã giảm liền 2 phiên, trong đó phiên ngày 3/11 giảm rất mạnh xuống 16,000 đồng với khối lượng rất lớn. Có thể thấy thị trường (mà ở đây chính là các cổ đông) đã phản ứng không tích cực với kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi của KBC.

Có thể có nhiều lí do cho việc này: (1) Các cổ đông hiện tại lo ngại việc phát hành trái phiếu sẽ tăng tỷ lệ nợ, làm giảm tính lành mạnh của cơ cấu tài chính. Hoặc nếu lượng trái phiếu được chuyển đổi ngay sau đó (như đầu năm 2015) thì sẽ gây pha loãng với phần sở hữu đang nắm giữ nếu như không tham gia mua trái phiếu. (2) Mâu thuẫn giữa lợi ích ngắn hạn của bộ phận các cổ đông hiện hữu và kế hoạch tích lũy dài hạn của KBC. Cụ thể, chúng tôi cho rằng KBC muốn phát hành trái phiếu để huy động vốn và tiếp tục tích lũy quỹ đất (trong bối cảnh giá đất đền bù sẽ chỉ tăng chứ không giảm và kết quả kinh doanh đang ngày càng khởi sắc) đồng thời nếu chuyển đổi thành vốn chủ sẽ làm cơ cấu tài chính thêm lành mạnh, qua đó thuận lợi hơn khi tiếp cận tín dụng ngân hàng. Tuy nhiên, các cổ đông hiện tại cho rằng điều này sẽ ảnh hưởng đến lợi ích trước mắt của họ và diễn biến giá trên thị trường là cách thể hiện.

- Ngày 14/12/2016, KBC thông qua nghị quyết HĐQT về kế hoạch sử dụng tối đa 475 tỷ thặng dư vốn cổ phần và lợi nhuận sau thuế để mua lại cổ phiếu quỹ, trong đó giá trị mua lại đợt đầu tiên sẽ là 200 tỷ.

Mục đích công bố là giảm số lượng cổ phiếu lưu hành và gia tăng giá trị cho cổ đông. Đây chắc chắn là một lí do hợp lý và nếu xét đến những gì chúng tôi đề cập ở phần trái phiếu chuyển đổi phía trên thì có thể nói động thái này cho thấy tiếp tục là một chiến thắng của các cổ đông hiện tại của KBC trong việc đảm bảo lợi ích ngắn hạn của mình. Thực tế là tại thời điểm công bố thông tin, giá trên thị trường của KBC đang ở mức thấp nhất kể từ giữa tháng 5/2016 và sau khi thông tin được công bố thì giá đã có những bước hồi phục nhẹ. Tuy nhiên, với việc kế hoạch cho việc mua lại của KBC chưa thực sự rõ ràng thì hiệu ứng tác động lên thị trường chỉ ở mức dè dặt giảm chứ chưa thể khiến giá bật lên.

Nhìn nhận vấn đề từ một khía cạnh khác, việc mua lại cổ phiếu quỹ cũng chưa hẳn là một thất bại đối với việc tích lũy cho phát triển dài hạn của KBC. Thứ nhất, việc mua vào cổ phiếu quỹ (cả công bố thông tin và hành động thực tế) được cho là có tác động tích cực lên giá cổ phiếu nhờ những thông điệp mà nó truyền tải như cổ phiếu đang ở mức giá hấp dẫn và triển vọng doanh nghiệp tươi sáng... Điều này có lợi cho việc huy động vốn trong tương lai, không chỉ giúp gia tăng sức hấp dẫn cho doanh nghiệp mà mặt bằng giá cao còn dẫn đến giá chào bán (phát hành cổ phiếu) hoặc giá chuyển đổi (phát hành trái phiếu chuyển đổi) cao hơn, qua đó tăng phần thặng dư vốn cổ phần và giảm thiểu phần nào tác động pha loãng. Thứ hai, việc mua vào cổ phiếu quỹ sẽ làm giảm lượng cổ phiếu lưu hành, đồng thời giúp cho mức lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS) tăng. Lượng cổ phiếu giảm xuống và EPS tăng lên rõ ràng giúp giảm thiểu tác động pha loãng từ những đợt tăng vốn trong tương lai (nếu có) cũng như tăng tính hấp dẫn cho cổ phiếu nhờ mức định giá (P/E) thấp.

Nếu gác qua một bên những vấn đề nêu trên, thực tế là KBC vẫn chưa thông báo kế hoạch cụ thể về việc mua cổ phiếu quỹ như phương thức mua hay thời gian mua. Câu hỏi đặt ra là liệu KBC có đủ khả năng để chi trả cho việc mua lại cổ phiếu này không. Như đã phân tích ở phần dòng tiền, trong năm 2016 tình hình dòng tiền của KBC đã cải thiện rất nhiều so với các năm trước cả về giá trị thuần cũng như cơ cấu. 9 tháng 2016, dòng tiền thuần thu về của KBC là hơn 754 tỷ, số dư tiền mặt và các khoản tương đương tiền tại báo cáo tài chính gần nhất (30/9/2016) là hơn 643 tỷ. Với triển vọng kinh doanh khả quan duy trì trong năm 2017 thì theo chúng tôi tình hình dòng tiền của KBC sẽ tiếp tục xu hướng tích cực. Theo thông tin doanh nghiệp công bố thì ngày 10/1/2017, KBC đã ký kết hợp đồng cho thuê đất tại khu công nghiệp Quế Võ mở rộng với Công ty Hanwha Techwin đến từ Hàn Quốc. Tổng mức đầu tư giai đoạn 1 là 30 triệu USD và Hanwha sẽ đặt cọc ngay 40% giá trị hợp đồng. Qua đó, KBC sẽ thu về gần 100 tỷ từ dự án đầu tiên của năm 2017.

- Như vậy, chúng tôi đưa ra ý kiến rằng: ***những động thái hủy kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi cũng như quyết định mua vào cổ phiếu quỹ của KBC trong giai đoạn cuối năm cho thấy nỗ lực cân đối giữa quyền lợi ngắn hạn và dài hạn của cổ đông và doanh nghiệp. KBC chưa đưa ra kế hoạch cụ thể cho việc mua lại cổ phiếu quỹ song hoàn toàn đủ khả năng chi trả và nếu thực hiện sẽ tác động tích cực đến giá cổ phiếu.***

V. Đánh giá

Triển vọng

- KBC có tỷ trọng Nợ vay/Tổng nguồn vốn và Tổng Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn tại ngày 30/9/2016 lần lượt là 14.49% và 40.98%. Nếu tính đến cả các khoản Chi phí lãi vay phải trả trong tương lai là hơn 1,024 tỷ thì tổng nghĩa vụ phải trả liên quan đến Vay nợ của KBC được ghi nhận tại thời điểm kết thúc Quý 3/2016 là hơn 3,152 tỷ, chiếm 21.47% tổng Nguồn vốn. Trong đó, nghĩa vụ ngắn hạn là hơn 1,400 tỷ. Cơ cấu tài chính hiện tại có thể nói là lành mạnh với mức nợ vay thấp và đòn bẩy tài chính vừa phải.
- Với việc dư nợ vay giảm mạnh thì chi phí lãi vay của KBC hiện tại cũng không còn gây quá nhiều áp lực lên kết quả kinh doanh cũng như dòng tiền. Khoản lãi vay phải trả đến hạn tuy đặt trách nhiệm thanh toán lên vai KBC trong năm 2017 nhưng doanh nghiệp hoàn toàn có khả năng xử lý hoặc tái cơ cấu với các chủ nợ.
- Kết quả kinh doanh 9 tháng 2016 của KBC cho thấy những dấu hiệu rất tích cực như: Lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh chiếm phần lớn tỷ trọng lợi nhuận trước thuế (95.69%), dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh dồi dào và đóng góp hầu hết vào lưu chuyển tiền dương trong kỳ.

- Khả năng thu hút đầu tư của KBC trong năm 2016 được cải thiện vô cùng đáng kể với một loạt những hợp đồng lớn với LG Display, JA Solar Hongkong Investment hay Luxshare – ICT. Dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam trong những năm gần đây dự đoán sẽ còn tiếp tục xu hướng tăng trong những năm tới với các hiệp định thương mại tự do như Hiệp định Việt Nam – EU, Việt Nam – Hàn Quốc... vì vậy nhu cầu thuê đất tại các KCN của KBC sẽ tăng lên trong thời gian tới, trong đó đặc biệt là các doanh nghiệp làm vệ tinh cho LG (và cả Samsung). Dự kiến 2017 sẽ tiếp tục là một năm thành công của KBC với nòng cốt là 600 ha khu công nghiệp Trảng Duệ giai đoạn 3 được cấp phép đầu tư trong năm nay, hay các khu công nghiệp đang gia tăng tỷ lệ lấp đầy và còn rất nhiều tiềm năng như Tân Phú Trung, Nam Sơn Hạp Lĩnh...
- TPP nhiều khả năng không được thông qua nhưng điều này cũng không gây quá nhiều bất lợi cho KBC. Lý do là dù Mỹ bác bỏ TPP thì họ cũng sẽ thực thi chính sách tăng thuế áp lên hàng hoá nhập từ Trung Quốc sang Mỹ 45% (hiện phổ biến là 2.5%). Chính vì vậy, nhiều nhà đầu tư từ Trung Quốc cũng như các nhà đầu tư có ý định đầu tư vào Trung Quốc đã chuyển hướng đầu tư sang Việt Nam.
- Biên lãi gộp hợp lý của KBC trong giai đoạn 2014 – 9 tháng 2016 ở mức rất cao là 51.42% và sẽ còn được tiếp tục duy trì hoặc cải thiện trong ít nhất là 5 năm nữa nhờ (1) Quỹ đất của KBC được tích lũy từ thời gian dài trước đây khi mà giá đền bù là rất thấp; (2) Giá cho thuê của KBC sẽ còn tiếp tục cải thiện hoặc ít nhất là được duy trì như trong năm 2016 và (3) Chiến lược kinh doanh mới giúp gia tăng khả năng sinh lời từ việc chuyển nhượng dự án và hợp tác với các đối tác.
- Động thái hủy phát hành trái phiếu chuyển đổi và quyết định mua cổ phiếu quỹ cho thấy nỗ lực cân đối quyền lợi trong ngắn hạn và dài hạn của cổ đông và doanh nghiệp. Nhìn chung sẽ có ảnh hưởng tích cực đến giá cổ phiếu.

Rủi ro

- Khoản Hàng tồn kho 2 khu công nghiệp và đô thị Tân Phú Trung và Trảng Cát với giá trị rất lớn và thời gian tồn lâu, cộng thêm một số chi tiết liên quan gây e ngại về chất lượng thấp hơn các khoản tồn kho còn lại.
- Giá đền bù đất tăng cao cũng là yếu tố cản trở KBC mở rộng quỹ đất và xây dựng thêm các khu công nghiệp trong thời gian tới. Tiềm năng tăng trưởng dài hạn trong hơn 10 năm tới của KBC hiện vẫn chưa rõ ràng.

Khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng triển vọng của KBC là rất khả quan. Dự kiến EPS 2016 đạt 1,800 đồng/cổ phiếu, P/E hợp lý đạt 11.5 lần, giá kỳ vọng 20,700 đồng. Với mức giá tại ngày 09/01/2017 là 14,150 đồng, theo chúng tôi KBC đang có mức giá tốt và khuyến nghị **MUA với cổ phiếu KBC.**



CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH (đơn vị: triệu đồng)

| BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH | | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 9T2016 |
| Doanh số thuần | 1,072,821 | 1,069,035 | 1,434,852 | 1,566,999 |
| Giá vốn hàng bán | (577,262) | (481,366) | (861,405) | (646,234) |
| Lãi gộp | 495,560 | 587,669 | 573,447 | 920,765 |
| Thu nhập tài chính | 38,554 | 143,895 | 317,123 | 28,394 |
| Chi phí tài chính | (378,720) | (292,151) | (41,371) | (63,916) |
| Trong đó: Chi phí lãi vay | (310,697) | (251,673) | (89,988) | (63,126) |
| Chi phí bán hàng | (10,586) | (17,688) | (34,888) | (25,131) |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (55,632) | (80,646) | (92,999) | (87,073) |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh | 89,175 | 340,565 | 730,903 | 771,866 |
| Thu nhập khác, ròng | 13,624 | 707 | (928) | 6,006 |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh | (17,001) | | | |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế | 85,798 | 341,272 | 729,975 | 777,873 |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế | 78,816 | 311,969 | 602,062 | 627,759 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 6,317 | (13,648) | (9,848) | 107,679 |
| Cổ đông của Công ty mẹ | 72,499 | 325,617 | 611,911 | 520,080 |

| BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN | | | | |
|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 9T2016 |
| TÀI SẢN | | | | |
| A. Tài sản ngắn hạn | 9,989,721 | 10,667,175 | 12,003,019 | 13,115,423 |
| I. Tiền và tương đương tiền | 103,093 | 149,105 | 228,164 | 643,426 |
| II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn | 2,060 | 2,497 | 1,738 | 1,292 |
| III. Các khoản phải thu | 2,367,770 | 2,848,273 | 3,361,579 | 4,075,108 |
| IV. Hàng tồn kho, ròng | 7,473,006 | 7,616,350 | 8,364,448 | 8,309,350 |
| V. Tài sản lưu động khác | 43,792 | 50,950 | 47,089 | 86,248 |
| B. Tài sản dài hạn | 2,542,618 | 2,399,086 | 1,650,689 | 1,563,276 |
| I. Phải thu dài hạn | 282,134 | 480,406 | 355,626 | 290,370 |
| II. Tài sản cố định | 390,487 | 138,924 | 141,005 | 128,486 |
| III. Giá trị ròng tài sản đầu tư | 129,011 | 22,182 | 20,415 | 18,749 |
| IV. Đầu tư dài hạn | 1,715,016 | 1,517,792 | 892,603 | 887,063 |
| V. Tài sản dài hạn khác | 25,970 | 3,114 | 6,139 | 4,311 |
| TỔNG CỘNG TÀI SẢN | 12,532,339 | 13,066,261 | 13,653,707 | 14,678,699 |

| | | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|
| NGUỒN VỐN | | | | |
| A. Nợ phải trả | 7,617,564 | 6,809,779 | 5,617,702 | 6,014,935 |
| I. Nợ ngắn hạn | 6,520,855 | 2,592,533 | 2,944,659 | 3,643,437 |
| II. Nợ dài hạn | 1,096,709 | 4,217,246 | 2,673,043 | 2,371,498 |
| B. Vốn chủ sở hữu | 4,050,480 | 6,256,482 | 8,036,005 | 8,663,764 |
| I. Vốn và các quỹ | 4,050,480 | 6,256,482 | 8,036,005 | 8,663,764 |
| II. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác | | | | |

| | | | | |
|------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| C. Lợi ích cổ đông thiểu số | 864,295 | - | - | - |
| TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN | 12,532,339 | 13,066,261 | 13,653,707 | 14,678,699 |

| BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 9T2016 |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh | 195,012 | 500,192 | (78,617) | 754,664 |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư | (105,591) | (649,069) | 172,558 | 81,822 |
| Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính | (55,888) | 194,891 | (14,874) | (421,224) |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | 33,533 | 46,013 | 79,067 | 415,262 |
| Tiền và các khoản tương đương tiền đầu kỳ | 69,560 | 103,093 | 149,105 | 228,164 |
| Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá | | (1) | (8) | |
| Tiền và các khoản tương đương tiền cuối kỳ | 103,093 | 149,105 | 228,164 | 643,426 |

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH | | | | |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 9T2016 |
| Khả năng sinh lời | | | | |
| Biên lãi gộp | 46.19% | 54.97% | 39.97% | 58.76% |
| Biên lãi thuần | 7.35% | 29.18% | 41.96% | 40.06% |
| ROA | 0.60% | 2.54% | 4.58% | 4.43% |
| ROE | 1.81% | 6.32% | 8.56% | 7.52% |
| Khả năng thanh toán | | | | |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 1.53 | 4.11 | 4.08 | 3.6 |
| Hệ số thanh toán nhanh | 0.38 | 1.16 | 1.22 | 1.32 |
| Hệ số thanh toán tức thời | 0.02 | 0.06 | 0.08 | 0.18 |
| Cơ cấu tài chính | | | | |
| Nợ vay ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu | 0.95 | 0.51 | 0.32 | 0.25 |
| Nợ vay dài hạn/Vốn chủ sở hữu | 0.14 | 0.34 | 0.17 | 0.11 |
| Tổng Nợ/Tổng Tài sản | 0.61 | 0.52 | 0.41 | 0.41 |
| Hiệu quả hoạt động | | | | |
| Số ngày phải thu (ngày) | 337.82 | 360.62 | 248.63 | 866.11 |
| Số ngày tồn kho (ngày) | 4,592.35 | 5,720.82 | 3,385.74 | 1941.91 |
| Số ngày phải trả (ngày) | 143.94 | 170.4 | 28.11 | 15.53 |
| Chỉ số định giá | | | | |
| EPS cơ bản | 0.25 | 0.82 | 1.29 | 1.69 |
| EPS pha loãng | 0.34 | 1.03 | 1.55 | 2.04 |
| P/E cơ bản | 58.12 | 17.32 | 11.08 | 8.44 |
| P/E pha loãng | 42.4 | 13.82 | 9.22 | 7 |
| EV/EBIT | 19.05 | 16.58 | 19.22 | 8.23 |
| EV/EBITDA | 20.57 | 17.69 | 20.44 | 8.48 |

| CÔNG TY CHỨNG KHOÁN IVS | ĐIỆN THOẠI ĐẶT LỆNH | TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI | CHI NHÁNH TP. HCM |
|---|----------------------------------|--|--|
|  Email: ivs@ivs.com.vn Website: www.ivs.com.vn | (04) 35779999 hoặc 1900545461 | Tầng 1, Số 9 Đào Duy Anh, Tòa nhà VCCI Điện thoại: (04) 35730073 Fax: (04) 35730088 | Lầu 4, Số 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q. 3, Tp.HCM Điện thoại: (08) 38239966 Fax: (08) 38239696 |

Báo cáo này được cung cấp bởi Công ty chứng khoán đầu tư Việt Nam - IVS. Nội dung báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, nhưng IVS không đảm bảo tính chính xác của các thông tin và không chịu trách nhiệm đối với các quyết định mua bán do tham khảo thông tin này.