

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

## Báo cáo cập nhật 13/08/2020

Khuyến nghị:	<b>KHẢ QUAN</b>
Giá mục tiêu (VND):	15.200
Tiềm năng tăng giá:	11%
Cổ tức:	
Lợi suất cổ tức:	

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu 13/8/2020

Giá hiện tại (VND)	13.550
Số lượng CP niêm yết	475.711.167
Vốn điều lệ (tỷ VND)	4.757,11
Vốn hóa TT(tỷ VND)	6.365,25
Khoảng giá 52 tuần (VND)	10.400-16.400
% Sở hữu nước ngoài	21,06%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

## Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2017	2018	2019
EPS (vnd)	1.229	1.569	1.931
BV (vnd)	17.423	18.992	19.935
Cổ tức(%)			
ROA(%)	3,84	4,57	5,51
ROE(%)	6,62	7,91	9,08

## Hoạt động chính

Công ty CP Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) được thành lập ngày 27 tháng 3 năm 2002, chính thức đi vào hoạt động từ tháng 4 năm 2003 với chức năng ban đầu là đầu tư, xây dựng và kinh doanh Cơ sở hạ tầng Khu đô thị - Thương mại – Khu công nghiệp – Dịch vụ đa năng.

Nguồn: VNCS tổng hợp

## KBC – KỶ VỌNG SỚM PHỤC HỒI SAU DỊCH COVID-19

## Một số chỉ tiêu kinh doanh của TCT Phát triển đô thị Kinh Bắc – KBC

Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020F
<b>Doanh thu thuần (tỷ vnd)</b>	1.260	2.506	3.210	3.200
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>	-36,1%	98,9%	28,1%	-0,3%
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ vnd)</b>	650	1.467	1.847	1.320
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	51,6%	58,5%	57,5%	41,3%
<b>Lợi nhuận sau thuế (tỷ vnd)</b>	619	810	1.041	816
<b>Tăng trưởng LNST</b>	-12,9%	30,9%	28,5%	-21,6%
<b>Biên LNST</b>	49,1%	32,3%	32,4%	25,5%
<b>EPS (vnd)</b>	1.229	1.569	1.931	118

## Luận điểm đầu tư:

➢ Với 14 khu công nghiệp (KCN) có vị trí chiến lược trên toàn quốc, KBC giữ vị thế hàng đầu trong ngành bất động sản khu công nghiệp. Về phát triển dự án, KBC quản lý hơn 5.278 ha cho phát triển KCN, chiếm khoảng 5,5% tổng diện tích đất KCN của cả nước, quỹ đất này đảm bảo cho sự phát triển của KBC trong dài hạn.

➢ Doanh thu thuần, lợi nhuận sau thuế và biên lợi nhuận sau thuế của KBC liên tục tăng trưởng khá tích cực trong 5 năm gần đây với tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân của doanh thu thuần là 22,3%/năm và của lợi nhuận sau thuế là 15%/năm.

➢ Trong năm 2020, KBC cần trọng đặt mục tiêu doanh thu tương đương 2019 và lợi nhuận giảm 21,6% so với năm 2019. Tuy nhiên, do tình hình dịch bệnh Covid-19 căng thẳng với 2 lần bùng phát tại Việt Nam, KBC vẫn đang phải chịu nhiều ảnh hưởng tiêu cực khiến kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của KBC chưa được như mong đợi. Chúng tôi kỳ vọng, với nền tảng vững chắc của KBC, khi dịch bệnh được kiểm soát, KBC sẽ mau chóng lấy lại phong độ.

➢ Tình hình tài chính lành mạnh khi tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của KBC đều có xu hướng tăng trưởng trong những năm gần đây và tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản và tổng nợ/vốn chủ sở hữu luôn duy trì mức thấp hơn trung bình ngành.

## Rủi ro của Công ty:

➢ Rủi ro chung khi các yếu tố kinh tế vĩ mô thay đổi (lãi suất, tỷ giá, lạm phát) ảnh hưởng đến chi phí vốn kinh doanh BĐS và khả năng tiêu thụ của thị trường.

➢ Rủi ro về pháp lý và môi trường kinh doanh: so với các nước Đông Nam Á khác thì môi trường kinh doanh mới mở cửa tại Việt Nam còn chưa tạo điều kiện tốt nhất cho các doanh nghiệp nước ngoài. Tuy nhiên, Nhà nước sẽ tiếp tục có những động thái để cải thiện tình trạng này.

➢ Rủi ro về dịch bệnh Covid-19: đây là dịch bệnh rất nặng và tác động xấu đến toàn bộ nền kinh tế. Tuy nhiên, với tình hình hiện tại ở Việt Nam, Việt Nam được kỳ vọng sẽ sớm kiểm soát được dịch bệnh này.

**Khuyến nghị:** Bằng phương pháp P/E, chúng tôi ước tính thị giá hợp lý của cổ phiếu KBC là 15.200 VNĐ/CP. Mức định giá này của chúng tôi cao hơn 11% so với thị giá hiện tại của KBC là 13.700 VNĐ/CP. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu KBC cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn trong 6-12 tháng tới.

## TỔNG QUAN TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (KBC)

### Lịch sử hình thành và phát triển

- Ngày 27/03/2002: Tiền thân là Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Kinh Bắc được thành lập.
- Năm 2003: Được Thủ tướng chính phủ phê duyệt thành lập và giao cho KBC làm chủ đầu tư dự án Khu công nghiệp Quế Võ.
- Năm 2005: Thành lập công ty con đầu tiên – CTCP KCN Sài Gòn – Bắc Giang.
- Năm 2007: Chính thức niêm yết tại Sở GDCK Hà Nội.
- Năm 2009: Đổi tên thành Tổng công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc – CTCP.
- Năm 2009: Chuyển sàn niêm yết sang HOSE.
- Năm 2015: Công ty tăng vốn điều lệ lên 4.775 tỷ đồng.

### Ngành nghề kinh doanh

- Đầu tư, xây dựng và kinh doanh Khu Đô thị, Khu Dân cư, Khu tái định cư, Khu nhà ở công nhân.
- Bán nhà do công ty xây dựng trong Khu Đô thị, Khu dân cư, Khu nhà ở công nhân, Khu tái định cư.
- Kinh doanh và phát triển nhà ở, văn phòng, kho bãi.
- Đầu tư tài chính (bao gồm cả các hoạt động liên doanh, liên kết với các công ty khác, tham gia mua bán cổ phiếu trên thị trường).
- Kinh doanh khách sạn, nhà hàng.
- Dịch vụ vui chơi – giải trí và các dịch vụ tiện ích công cộng khác.
- Đầu tư, xây dựng và kinh doanh cơ sở hạ tầng trong và ngoài Khu công nghiệp.
- Cho thuê, thuê mua nhà xưởng.
- Dịch vụ cho thuê kho bãi, xếp dỡ, lưu giữ, đóng gói hàng hóa.

**Danh sách công ty con của KBC:**

STT	Tên công ty	Tỷ lệ biểu quyết (%)	Tỷ lệ lợi ích (%)	Trụ sở chính	Hoạt động chính trong năm
1	CTCP KCN Sài Gòn - Bắc Giang	92,1	88,6	KCN Quang Châu, huyện Việt Yên, tỉnh Bắc Giang	Đầu tư, xây dựng và kinh doanh BĐS
2	CTCP KCN Sài Gòn - Hải Phòng	86,54	86,54	KCN Tràng Duệ, xã Lê Lợi, huyện An Dương, thành phố Hải Phòng	Đầu tư, xây dựng và kinh doanh BĐS
3	CTCP Phát triển Đô thị Sài Gòn – Tây Bắc	74,3	72,44	Ấp Trạm Bơm, Quốc lộ 22, xã Tân Phú Trung, huyện Củ Chi, TP.HCM	Đầu tư, xây dựng và kinh doanh BĐS
4	Công ty TNHH MTV Phát triển Đô thị Tràng Cát	100	100	Khu Bãi Triều, phường Tràng Cát, quận Hải An, thuộc Khu kinh tế Đình Vũ - Cát Hải, thành phố Hải Phòng	Đầu tư, xây dựng và kinh doanh BĐS
5	Công ty TNHH MTV Đầu tư NGD	100	100	Số 100 phố An Trạch, phường Quốc Tử Giám, quận Đống Đa, thành phố Hà Nội	Đầu tư, xây dựng và kinh doanh BĐS
6	Công ty TNHH MTV Kinh doanh Văn phòng và nhà xưởng Kinh Bắc	100	100	Lô B7, khu Công nghiệp Quế Võ, xã Phương Liễu, huyện Quế Võ, tỉnh Bắc Ninh	Đầu tư, xây dựng và kinh doanh BĐS
7	Công ty TNHH MTV Đầu tư Kinh Bắc – Đà Nẵng	100	100	61A Nguyễn Văn Cừ, phường Hiệp Hòa Bắc, quận Liên Chiểu, TP.Đà Nẵng, Việt Nam	Đầu tư, xây dựng và kinh doanh bất động sản
8	Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Tiên Dương	51	51	Số 100 phố An Trạch, phường Quốc Tử Giám, quận Đống Đa, thành phố Hà Nội	Đầu tư, xây dựng và kinh doanh bất động sản

(Nguồn: BCTN KBC)

**Danh sách công ty liên kết của KBC:**

STT	Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu (%)	Địa chỉ	Hoạt động kinh doanh chính	Vốn góp (tỷ đồng)
1	CTCP Đầu tư Sài Gòn Huế	28,14	15 Nguyễn Huệ, TP Huế	Đầu tư, xây dựng và kinh doanh CSHT trong và ngoài KCN	210,6
2	CTCP Công nghệ Viễn thông Sài Gòn	21,48	Lô 46, công viên phần mềm Quang Trung, phường Tân Chánh Hiệp, Q12, TP.HCM	Đầu tư, kinh doanh hạ tầng và các thiết bị viễn thông	423,5
3	CTCP Scanviwood	34	565 An Dương Vương, phường An Lạc, Q.Bình Tân, TP.HCM	Chế biến đồ gỗ gia dụng để xuất khẩu	7,2

(Nguồn: BCTN KBC)

**Cơ cấu cổ đông**

Cơ cấu sở hữu mới nhất của KBC cập nhật đến ngày 11/08/2020 như sau:

STT	Cơ cấu cổ đông	Số lượng CP	Tỷ lệ phần trăm
	<b>Số lượng CP lưu hành</b>	<b>469.760.189</b>	<b>100,0%</b>
<b>1</b>	Nắm giữ của cổ đông lớn	130.107.610	27,59%
<b>2</b>	Nắm giữ của Ban lãnh đạo và những người liên quan	99.841.440	21,26%
<b>3</b>	Khác	239.811.139	51,15%

**\*Danh sách Top 10 Cổ đông nắm giữ số lượng cổ phiếu lớn nhất của KBC:**

STT	Tên Cổ đông	Số lượng CP	Tỷ lệ phần trăm
<b>1</b>	Công ty cổ phần Tư vấn & Đầu tư Kinh Bắc	44.656.290	9,49%
<b>2</b>	VanEck Vectors ETF Trust-VanEck Vectors-Vietnam-ETF	17.249.490	3,63%
<b>3</b>	Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn VRG	16.875.000	3,55%
<b>4</b>	Công ty Cổ phần Đầu tư Vinatex-Tân Tạo	10.987.390	2,34%
<b>5</b>	Beira Limited	10.500.000	2,24%
<b>6</b>	Deutsche Bank Aktiengesellschaft, London Branch	9.868.040	2,11%
<b>7</b>	Grinling International Limited	8.022.010	1,71%
<b>8</b>	Wareham Group Limited	2.952.600	0,63%
<b>9</b>	CTCP Sài Gòn Xây dựng	2.925.000	0,61%
<b>10</b>	Amersham Industries Limited	2.330.620	0,49%

**\*Danh sách Lãnh đạo nắm giữ số lượng cổ phiếu của KBC:**

STT	Tên Lãnh đạo	Chức vụ	Số lượng CP	Tỷ lệ phần trăm
<b>1</b>	Đặng Thành Tâm	Chủ tịch Hội đồng Quản trị	85.250.000	18,15%
<b>2</b>	Đặng Nguyễn Quỳnh Anh	Con Chủ tịch Hội đồng Quản trị	10.000.000	2,13%
<b>3</b>	Nguyễn Thị Thu Hương	Thành viên Hội đồng Quản trị	299.478	0,06%
<b>4</b>	Phạm Phúc Hiếu	Thành viên Hội đồng Quản trị	22.817	0,01%

(Nguồn: VNCS tổng hợp)

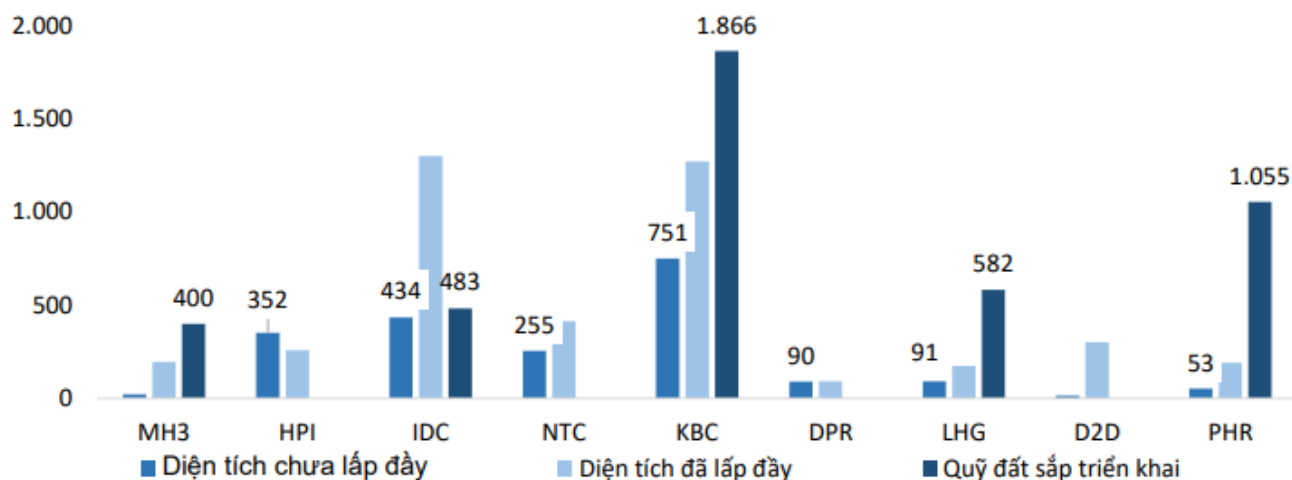
**Vị thế của KBC**

Sau 16 năm thành lập và phát triển, KBC luôn được đánh giá là một trong những doanh nghiệp hàng đầu của ngành bất động sản khu công nghiệp. KBC là một Công ty đại chúng, không có sở hữu Nhà Nước nhưng đã được tặng 11 Cờ thi đua xuất sắc dẫn đầu của Chính Phủ; được UBND tỉnh Bắc Ninh trao tặng danh hiệu Doanh nghiệp tiêu biểu vì chặng đường 20 năm đổi mới của Bắc Ninh.

Trong quá trình hình thành và phát triển, việc tạo lập quỹ đất là tài sản quan trọng nhất để đảm bảo mục tiêu phát triển cho doanh nghiệp. Quỹ đất hiện nay mà KBC đang quản lý là hơn 5.278 ha cho phát triển KCN, chiếm khoảng 5,5% tổng diện tích đất KCN của cả nước và hơn 938 ha cho phát triển khu đô thị (KĐT), dân cư.

**Tình hình quỹ đất của các doanh nghiệp**

Đơn vị: ha

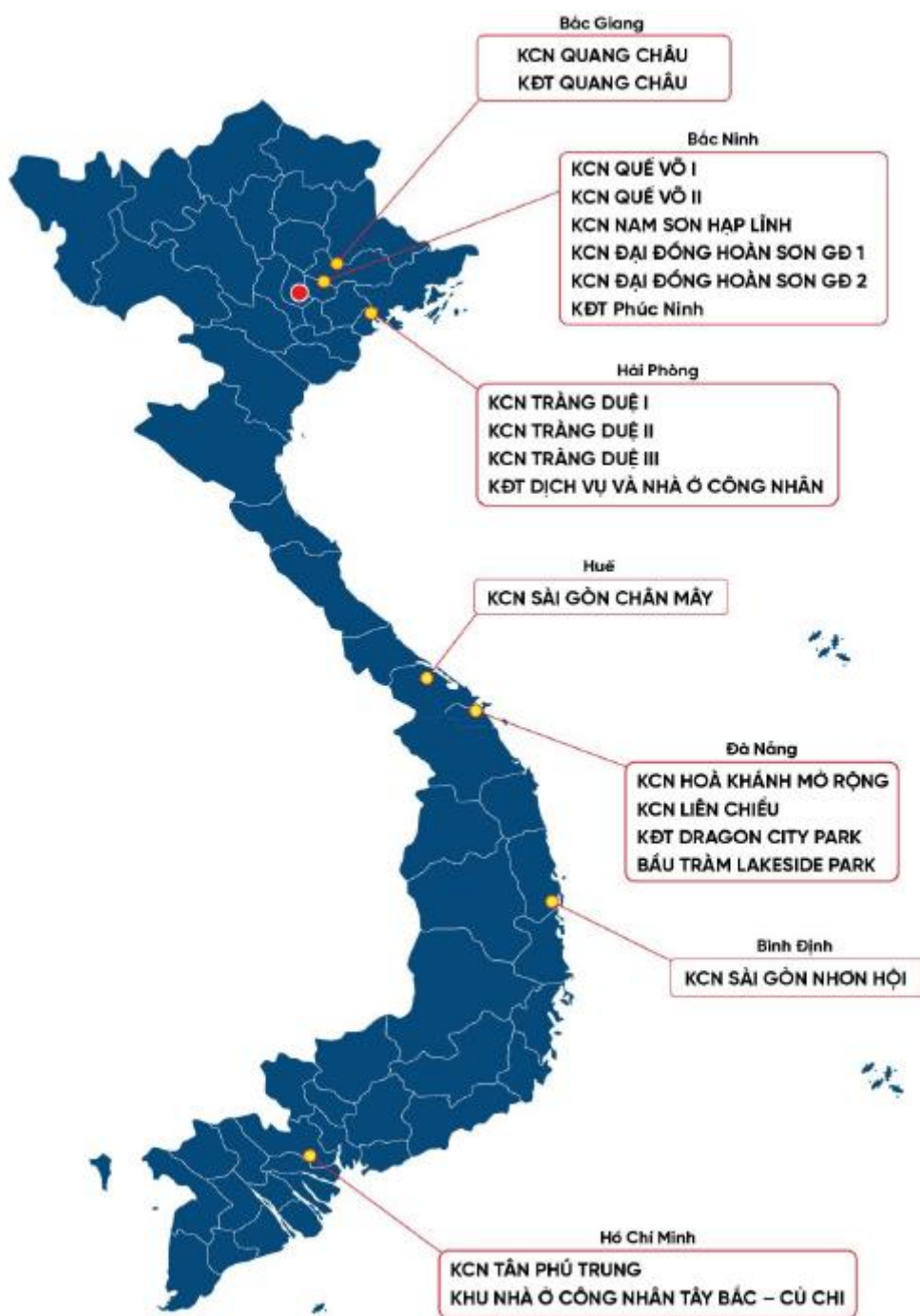


(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Như vậy, KBC là doanh nghiệp có diện tích đất chưa lấp đầy và quỹ đất còn lại chưa triển khai lớn nhất ngành bất động sản khu công nghiệp, cho thấy dư địa phát triển của KBC còn rất lớn.

Với 14 KCN có vị trí chiến lược trên toàn quốc, KBC giữ vị thế hàng đầu trong việc thu hút vốn đầu tư FDI, đặc biệt là các tập đoàn quốc tế lớn như Canon, Foxconn, LG, JA Solar,...

**Tình hình đầu tư, thực hiện các dự án của KBC**



(Nguồn: BCTN KBC, VNCS tổng hợp)

**Các dự án thuộc Công ty mẹ quản lý trực tiếp**

STT	Tên dự án	Địa điểm	Quy mô dự án	Tình trạng hoạt động
1	KCN Quế Võ	Bắc Ninh	611 ha	KCN Quế Võ đang xây mới khoảng hơn 20 căn nhà xưởng, tập trung thu hút các khách hàng đến từ Đài Loan, Hàn Quốc, Hồng Kông và vệ tinh của Samsung,...
2	KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	432,5 ha	Năm 2017, KCN này đã đầu tư san lấp thêm gần 100 ha, hiện tại đang tiếp tục đẩy mạnh hoàn thiện CSHT để sớm đưa vào kinh doanh.
3	KCN Phúc Ninh	Bắc Ninh	136,5 ha	Đã đền bù 75 ha, được bàn giao trên thực địa khoảng 65 ha, nộp tiền sử dụng đất gần 17,1 ha đất thương phẩm, đã hoàn thiện xây thô 19 căn biệt thự, đã mở bán tiểu thu 6,27 ha và 22 ha. Hiện nay, KBC đang tiếp tục hoàn thiện hạ tầng bàn giao cho khách hàng các lô đất đã đặt chỗ và mở bán các đợt mới trong tiểu khu 6,27 ha và 22 ha.
4	Khu Ngoại Giao Đoàn - Hà Nội	Phạm Hùng, Hà Nội	20.000 m2	Dự án đang được triển khai

**Các dự án thuộc Công ty con và Công ty liên kết quản lý**

STT	Tên dự án	Công ty phụ trách	Địa điểm	Quy mô dự án	Tình trạng hoạt động
1	KĐT và Dịch vụ Tràng Cát	Công ty TNHH MTV Phát triển Đô thị Tràng Cát	Hải Phòng	584,9 ha	Dự án đang được triển khai
2	KCN và KĐT Tràng Duệ	CTCP KCN Sài Gòn - Hải Phòng	Hải Phòng	402 ha	Đang triển khai xây dựng giai đoạn 3 của dự án có diện tích 687 ha
3	KCN và KĐT Quang Châu	CTCP KCN Sài Gòn Bắc Giang	Bắc Giang	426 ha	Dự kiến tiếp tục xây dựng 10 căn nhà xưởng để cho thuê
4	KCN Tân Phú Trung	CTCP Phát triển Đô thị Sài Gòn Tây Bắc	Củ Chi, TP HCM	542 ha	Tập trung xây dựng chiến lược kinh doanh phù hợp, kỳ vọng thu hút các vệ tinh của Samsung tại TP.HCM
5	KCN và Khu phi thuế quan Sài Gòn - Chân Mây	CTCP Đầu tư Sài Gòn Huế	Phú Lộc, Thừa Thiên Huế	650 ha	Dự án đang được triển khai
6	KCN Đại Đồng Hoàn Sơn	CTCP Viễn thông Sài Gòn	Bắc Ninh	268 ha	Đang triển khai giai đoạn 2 có diện tích 96 ha

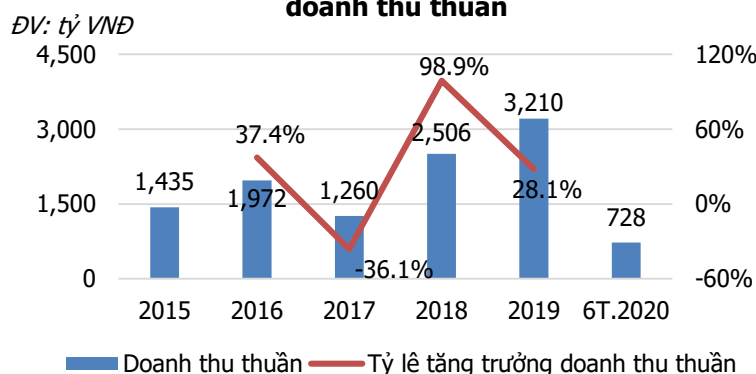
(Nguồn: BCTN KBC, VNCS tổng hợp)

**CẬP NHẬT VÀ ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HĐKD CỦA KBC**

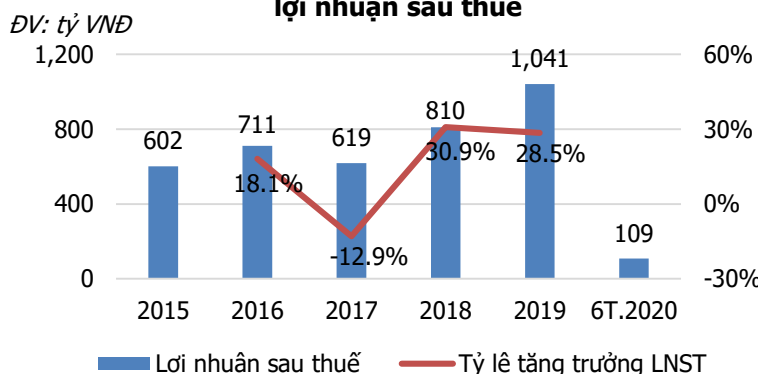
**Kết quả hoạt động kinh doanh tăng trưởng tích cực**

Kết quả hoạt động kinh doanh 5 năm gần nhất của KBC cho thấy sự tăng trưởng tích cực của các chỉ tiêu sinh lời. Doanh thu tăng từ 1.435 tỷ đồng năm 2015 lên 3.210 tỷ đồng năm 2019, đạt tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân 22,3%/năm. Trong đó, doanh thu ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 98,9% yoy vào năm 2018 sau khi chứng kiến sự giảm khá mạnh -36,1% vào năm 2017, nguyên nhân là do trong năm 2017 Tập đoàn chỉ bán 41,8 ha, bằng 37% so với năm 2016. Sau đó, năm 2018, KBC đã đẩy mạnh cho thuê đất và nhà xưởng khu công nghiệp giúp cho doanh thu khôi phục trở lại và tăng trưởng vượt trội. Bước sang năm 2019, doanh thu cũng duy trì tăng trưởng ở mức khá với 28,1%.

**Doanh thu thuần và tỷ lệ tăng trưởng doanh thu thuần**



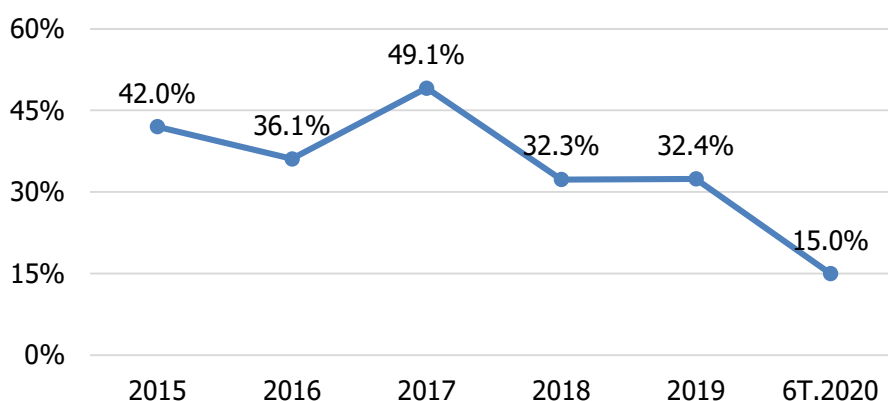
**Lợi nhuận sau thuế và tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế**



(Nguồn: BCTC KBC, VNCS tổng hợp)

Lợi nhuận sau thuế cũng đạt mức tăng trưởng tương tự, từ 602 tỷ đồng năm 2015 lên 1.041 tỷ đồng năm 2019, đạt tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân là 15%/năm. Tốc độ tăng trưởng tích cực này giúp biên lợi nhuận sau thuế của KBC luôn có giá trị cao qua mỗi năm.

**Biên lợi nhuận sau thuế**



(Nguồn: BCTC KBC, VNCS tổng hợp)

Bước sang năm 2020, với nhiều khó khăn trước mắt, KBC thận trọng đặt ra kế hoạch kinh doanh như sau:

- Doanh thu thuần: 3.200 tỷ đồng (tương đương thực hiện năm 2019)
- Lợi nhuận sau thuế: 816 tỷ đồng (giảm 21,6% so với thực hiện năm 2019)



Kết thúc 6 tháng năm 2020, KBC đã đạt được những kết quả sau:

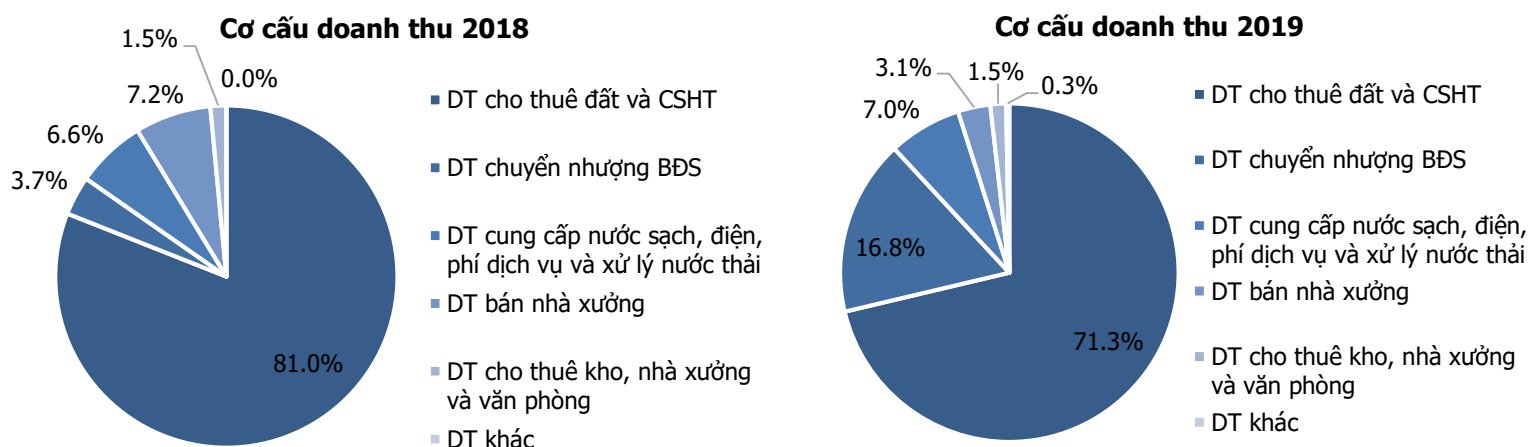
- Doanh thu thuần: 727,6 tỷ đồng (giảm 54% so với cùng kỳ năm 2019 và đạt 23% kế hoạch cả năm đã đề ra).
- Lợi nhuận sau thuế: 55,5 tỷ đồng (giảm 86% so với cùng kỳ năm 2019 và đạt 13% kế hoạch cả năm đã đề ra).

Theo KBC, tình hình đại dịch Covid-19 xảy ra trong nửa đầu năm đã ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động kinh doanh công ty, khiến doanh thu cho thuê đất và chuyển nhượng BĐS sụt giảm mạnh. Trong khi đó, các chi phí trong kỳ của KBC vẫn ở mức cao như chi phí tài chính 49,4 tỷ đồng, chi phí quản lý doanh nghiệp 36,6 tỷ đồng, không thay đổi nhiều so với cùng kỳ năm trước.

Với tình hình tại bùng phát của dịch Covid-19 tại Việt Nam, hoạt động kinh doanh của KBC có thể tiếp tục phải đối mặt với nhiều khó khăn. Tuy nhiên, quan điểm chung của toàn ngành là sống chung với dịch và ngay khi dịch được kiểm soát thì bất động sản khu công nghiệp vẫn là một trong những ngành được kỳ vọng tạo ra nhiều bứt phá.

Như vậy, trong tương lai ngắn, chúng tôi dự đoán KBC khó có thể hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2020, tuy nhiên, KBC sẽ sớm lấy lại phong độ khi dịch Covid-19 được kiểm soát.

Xét về cơ cấu doanh thu của KBC:

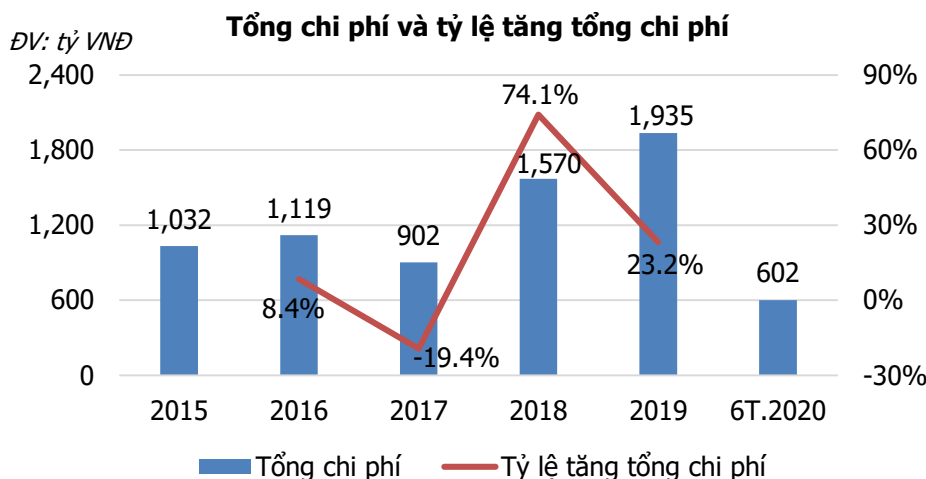


*(Nguồn: BCTC KBC, VNCS tổng hợp)*

Doanh thu của KBC đến từ 6 nguồn: (1) doanh thu cho thuê đất và cơ sở hạ tầng, (2) doanh thu chuyển nhượng BĐS, (3) doanh thu cung cấp nước sạch, điện, phí dịch vụ và xử lý nước thải, (4) doanh thu bán nhà xưởng, (5) doanh thu cho thuê kho, nhà xưởng và văn phòng và (6) doanh thu khác. Trong đó, doanh thu từ cho thuê đất và cơ sở hạ tầng luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất – trên 70% tổng doanh thu của KBC. Các doanh thu khác đều chiếm tỷ trọng nhỏ - khoảng 17% đổ xuống. Những con số này khẳng định hoạt động cho thuê đất và cơ sở hạ tầng là hoạt động kinh doanh trọng điểm của KBC.

**Cơ cấu chi phí hợp lý**

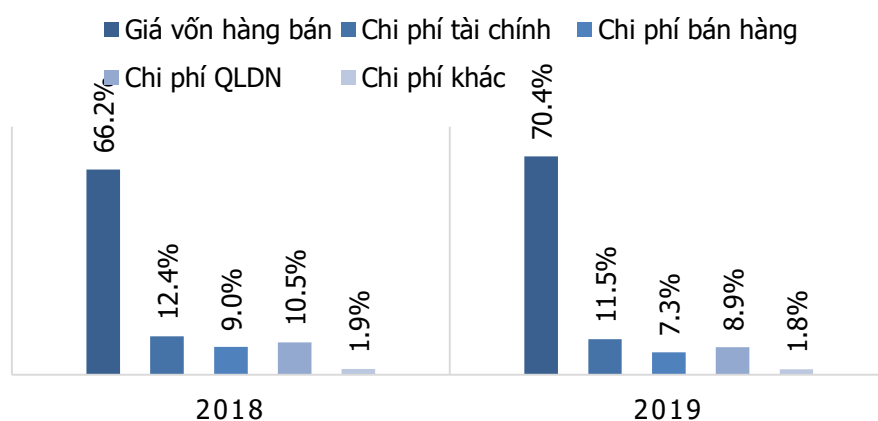
Về chi phí, KBC quản lý chi phí hiệu quả, minh chứng bằng tốc độ tăng chi phí luôn nhỏ hơn tốc độ tăng doanh thu.



(Nguồn: BCTC KBC, VNCS tổng hợp)

Về cơ cấu chi phí, cơ cấu chi phí của KBC không có biến động lớn qua các năm khi giá vốn hàng bán luôn là khoản chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng chi phí, từ 65% trở lên. Các chi phí còn lại của KBC chiếm tỷ trọng nhỏ, chỉ từ 13% trở xuống và không có sự chênh lệch lớn giữa các năm.

**CƠ CẤU CHI PHÍ NĂM 2018 VÀ 2019**



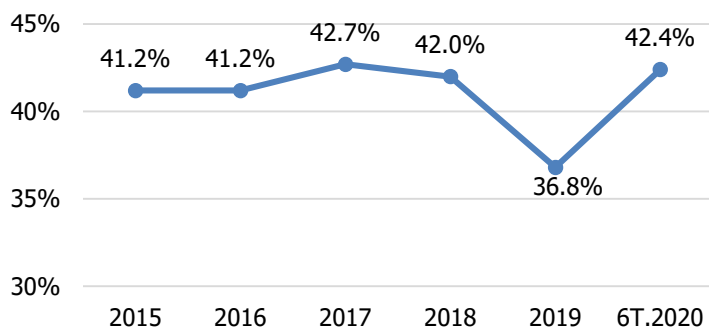
(Nguồn: BCTC KBC, VNCS tổng hợp)

**Sức khỏe tài chính lành mạnh**

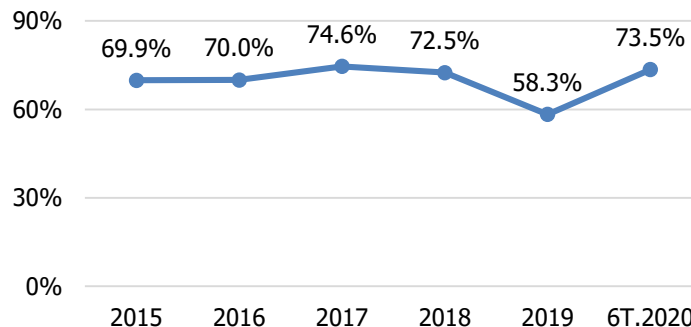
Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của KBC đều có xu hướng tăng trưởng trong 5 năm gần đây nhất. Tổng tài sản của Công ty tăng từ 13.654 tỷ đồng năm 2015 lên 16.433 tỷ đồng năm 2019, đạt mức tăng trưởng kép 4,7%/năm. Vốn chủ sở hữu cũng tăng từ 8.036 tỷ đồng năm 2015 lên 10.381 tỷ đồng năm 2019, đạt mức tăng trưởng kép 6,6%/năm. Điều đặc biệt ở đây là tổng nợ có tốc độ tăng chậm hơn nhiều tổng tài sản và vốn chủ sở hữu. Tổng nợ tăng từ 5.618 tỷ đồng năm 2015 lên 6.052 tỷ đồng năm 2019, mức tăng trưởng kép của tổng nợ dừng lại ở con số 1,9%. Mức tăng của tổng nợ thấp hơn mức tăng của tổng tài sản và vốn chủ sở hữu giúp cho tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản và tổng nợ/vốn chủ sở hữu luôn thấp hơn mức trung bình ngành. Mức này tiếp tục được phát huy trong nửa đầu năm 2020, vì vậy chúng tôi cho rằng rủi ro tài chính đối với KBC là thấp.



**Tổng nợ/tổng tài sản**



**Tổng nợ/VCSH**

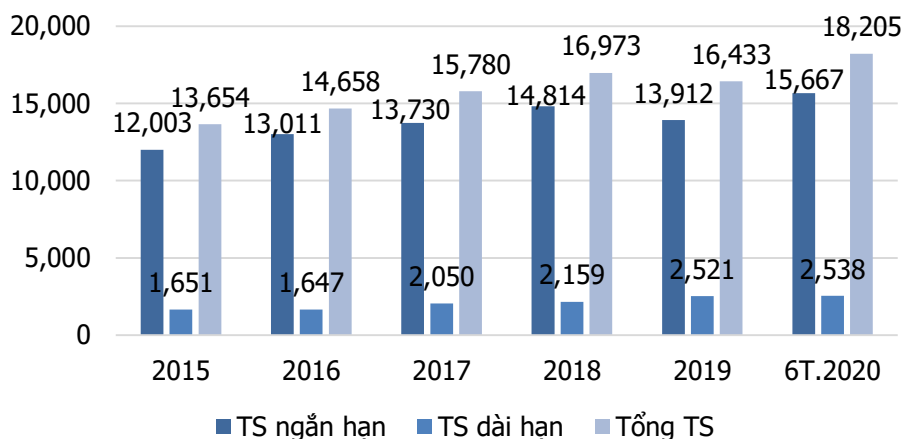


(Nguồn: BCTC KBC, VNCS tổng hợp)

Xét về cơ cấu tài sản năm tài chính gần nhất 2019, tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng trên tổng tài sản lớn hơn nhiều tài sản dài hạn, cụ thể tài sản ngắn hạn chiếm 84,7% tổng tài sản trong khi tài sản dài hạn chỉ chiếm 15,3% tổng tài sản. Tài sản ngắn hạn đạt giá trị lớn do "Các khoản phải thu" và "Hàng tồn kho" rất lớn. Đây là một trong những đặc trưng của các công ty kinh doanh trong ngành bất động sản. Cụ thể, "Các khoản phải thu" có giá trị 5.493 tỷ đồng bao gồm phải thu và trả trước các đối tác kinh doanh và cung cấp dịch vụ xây dựng cho KBC. Bên cạnh đó, "Hàng tồn kho" có giá trị 7.548 tỷ đồng bao gồm toàn bộ chi phí sản xuất kinh doanh dở dang của các dự án đang trong quá trình triển khai của KBC. Về tài sản dài hạn, khoản "Tài sản dở dang dài hạn" và "Đầu tư dài hạn" chiếm tỷ trọng lớn nhất, trong đó, "Tài sản dở dang dài hạn" trị giá 822 tỷ đồng là các dự án của KBC chưa bàn giao, 1 phần do ảnh hưởng của dịch Covid-19 và khoản "Đầu tư dài hạn" trị giá 861 tỷ đồng là khoản đầu tư vào các công ty liên kết và các đơn vị khác. Hiện các khoản đầu tư này đều ở trạng thái an toàn. Như vậy, cơ cấu tài sản của KBC đang ở mức an toàn và phù hợp.

Đơn vị: Tỷ đồng

**Cơ cấu tài sản**

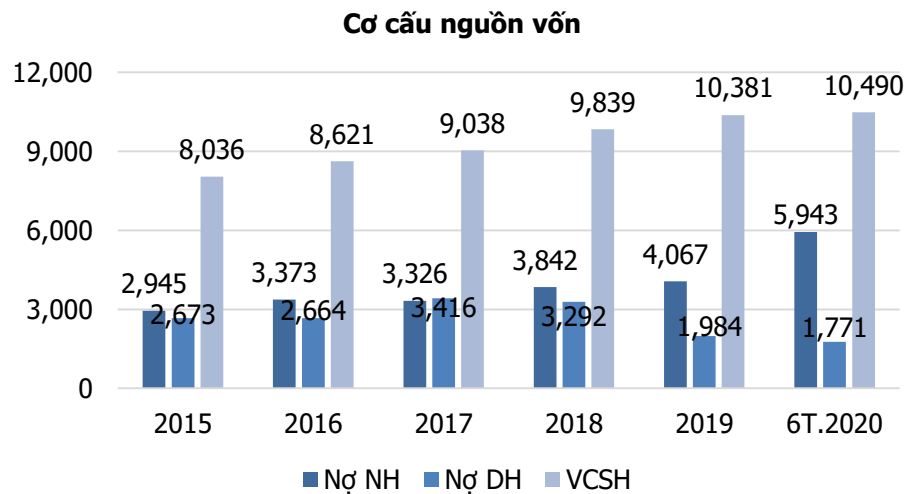


(Nguồn: BCTC KBC, VNCS tổng hợp)

Xét về cơ cấu nguồn vốn năm tài chính gần nhất 2019, chúng tôi đánh giá cơ cấu nguồn vốn của KBC ở trạng thái an toàn đối với một công ty hoạt động trong ngành bất động sản khi tỷ trọng vốn chủ sở hữu cao hơn tỷ trọng tổng nợ (tỷ trọng vốn chủ sở hữu đạt 63%, tỷ trọng tổng nợ đạt 37%). Trong cơ cấu nợ phải trả, nợ ngắn hạn có tỷ trọng gấp đôi nợ dài hạn, bao gồm các chi phí phải trả và các khoản vay ngắn hạn và dài hạn phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Bên cạnh đó, giá trị vốn chủ sở hữu được đóng góp từ vốn góp của chủ

sở hữu và khoản lãi chưa phân phối. Cơ cấu nguồn vốn này đảm bảo một sức khỏe tài chính an toàn cho KBC.

*Đơn vị: Tỷ đồng*

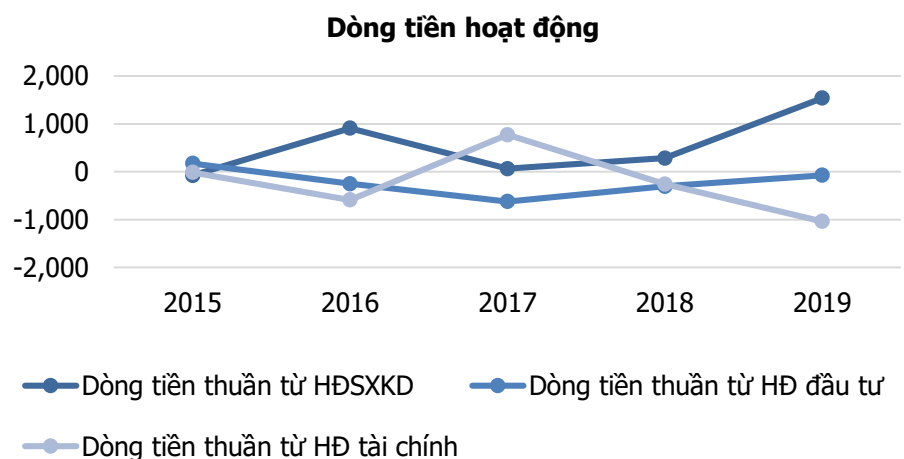


*(Nguồn: BCTC KBC, VNCS tổng hợp)*

**Dòng tiền hoạt động tích cực**

Về các dòng tiền hoạt động trong 5 năm gần đây nhất, chúng tôi đánh giá ở mức tích cực khi dòng tiền thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh luôn đạt giá trị dương, sự biến động giữa các năm là do ảnh hưởng của sự thay đổi các khoản phải thu, phải trả. Sự biến động này là không đáng ngại đối với một Công ty hoạt động trong ngành bất động sản. Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư âm chủ yếu do khoản tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh và tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ. Dòng tiền thuần từ hoạt động tài chính âm hoặc dương là do tăng giảm tiền thu được từ các khoản đi vay và tiền trả các khoản đi vay. Như vậy, dòng tiền hoạt động của KBC không có điều gì đáng lo ngại.

*Đơn vị: Tỷ đồng*



*(Nguồn: BCTC KBC, VNCS tổng hợp)*

## KHUYẾN NGHỊ

Sau khi phân tích quá trình phát triển và hoạt động kinh doanh của KBC chúng tôi dự phóng Công ty này có khả năng phục hồi và sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong tương lai. Năm 2020, EPS dự kiến của KBC sẽ tạm thời dừng lại ở mức 118 VNĐ.

Bằng cách định giá doanh nghiệp sử dụng phương pháp P/E, chúng tôi ước tính thị giá hợp lý của cổ phiếu KBC là 15.200 VNĐ/CP tương ứng với P/E đạt 128 lần. Mức định giá này của chúng tôi cao hơn 11% so với thị giá hiện tại của KBC là 13.700 VNĐ/CP. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu KBC cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn trong 6-12 tháng tới.

**PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH TCT PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC**

**Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)**

Kết quả kinh doanh	2016	2017	2018	2019	Q1.2020	Q2.2020
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	<b>1.972</b>	<b>1.260</b>	<b>2.491</b>	<b>3.210</b>	<b>556</b>	<b>172</b>
Giá vốn hàng bán	865	611	1.022	1.363	312	58
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	<b>1.107</b>	<b>650</b>	<b>1.469</b>	<b>1.847</b>	<b>244</b>	<b>113</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	39	431	92	80	17	11
Chi phí tài chính	99	109	194	223	48	49
Chi phí bán hàng	33	22	142	142	13	12
Chi phí quản lý doanh nghiệp	121	155	165	172	65	37
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	<b>915</b>	<b>813</b>	<b>1.073</b>	<b>1.391</b>	<b>134</b>	<b>27</b>
Lợi nhuận khác	7	-2	-26	-27	-	9
<b>Phần lợi nhuận/lỗ từ công ty liên kết liên doanh</b>						
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	<b>921</b>	<b>812</b>	<b>1.047</b>	<b>1.364</b>	<b>135</b>	<b>35</b>
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	<b>711</b>	<b>619</b>	<b>809</b>	<b>1.041</b>	<b>94</b>	<b>15</b>
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ	<b>557</b>	<b>585</b>	<b>746</b>	<b>918</b>	<b>54</b>	<b>2</b>

**Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)**

Cân đối kế toán	2016	2017	2018	2019	Q1.2020	Q2.2020
Tài sản ngắn hạn	<b>13.011</b>	<b>13.730</b>	<b>14.862</b>	<b>13.912</b>	<b>15.848</b>	<b>15.667</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	295	505	224	652	685	416
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	1	1	3	3	1.858	1.859
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.382	4.744	5.842	5.493	5.582	5.450
Hàng tồn kho	8.244	8.323	8.593	7.548	7.499	7.655
Tài sản ngắn hạn khác	89	158	200	216	223	288
Tài sản dài hạn	<b>1.647</b>	<b>2.050</b>	<b>2.047</b>	<b>2.521</b>	<b>2.544</b>	<b>2.538</b>
Tài sản cố định	124	118	157	254	259	253
Bất động sản đầu tư	87	135	134	433	423	411
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	893	912	948	861	861	861
Tổng cộng tài sản	<b>14.658</b>	<b>15.780</b>	<b>16.910</b>	<b>16.433</b>	<b>18.392</b>	<b>18.205</b>
Nợ phải trả	<b>6.036</b>	<b>6.742</b>	<b>7.072</b>	<b>6.052</b>	<b>7.916</b>	<b>7.714</b>
Nợ ngắn hạn	3.373	3.326	3.933	4.067	6.048	5.943
Nợ dài hạn	2.664	3.416	3.139	1.984	1.868	1.771
Vốn chủ sở hữu	<b>8.621</b>	<b>9.038</b>	<b>9.837</b>	<b>10.381</b>	<b>10.475</b>	<b>10.490</b>
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	4.757	4.757	4.757	4.757	4.757	4.757
Thặng dư vốn cổ phần	989	989	989	989	989	989
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	2.319	2.905	3.651	4.099	4.153	4.155
Lợi ích của cổ đông thiểu số						
Tổng cộng nguồn vốn	<b>14.658</b>	<b>15.780</b>	<b>16.910</b>	<b>16.433</b>	<b>18.392</b>	<b>18.205</b>

**Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Chỉ số tài chính	Đơn vị	2016	2017	2018	2019	6T.2020
<b>Chỉ số trên mỗi cổ phiếu</b>						
Số CP Lưu hành	Triệu CP	476	476	476	476	470
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	476	476	476	476	470
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	16.192	17.423	18.992	19.935	20.305
Doanh số/CP	VNĐ	4.146	2.649	5.237	6.748	5.125
Giá trị sổ sách hữu hình/một cổ phiếu	VNĐ	18.123	18.999	20.679	21.822	22.052
Giá trị dòng tiền tạo ra/một cổ phiếu (CF)	VNĐ	1.913	128	273	3.235	327
EPS cơ bản	VNĐ	1.172	1.229	1.569	1.931	1.107
<b>Tiền lực tài chính</b>						
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0,09	0,15	0,06	0,16	0,07
Tỷ suất thanh toán nhanh		1,39	1,58	1,54	1,51	1,35
Tỷ suất thanh toán hiện thời		3,86	4,13	3,78	3,42	2,64
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0,13	0,18	0,13	0,11	0,09
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0,08	0,10	0,08	0,07	0,05
Vốn vay ngắn dài hạn/Vốn CSH		0,23	0,30	0,25	0,19	0,21
Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng Tài sản		0,13	0,17	0,15	0,12	0,12
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		0,39	0,37	0,40	0,39	0,57
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0,23	0,21	0,23	0,25	0,33
Tổng công nợ/Vốn CSH		0,70	0,75	0,72	0,58	0,74
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0,41	0,43	0,42	0,37	0,42
<b>Tài chính hiện nay</b>						
EBIT	Tỷ VNĐ	953	473	1.162	1.533	1.061
EBITDA	Tỷ VNĐ	981	513	1.201	1.586	1.134
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	56,14%	51,55%	58,96%	57,53%	56,44%
Tỷ suất EBITDA	%	49,71%	40,68%	48,23%	49,41%	47,09%
Tỷ suất EBIT	%	48,33%	37,52%	46,64%	47,76%	44,08%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	46,71%	64,40%	42,04%	42,50%	37,86%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	46,37%	64,55%	43,09%	43,32%	38,30%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	36,06%	49,10%	32,47%	32,42%	28,08%
Hệ số quay vòng tài sản		0,14	0,08	0,15	0,19	0,14
Hệ số quay vòng vốn CSH		0,24	0,14	0,26	0,32	0,23
<b>Hiệu quả quản lý</b>						
ROE%	%	6,69%	6,62%	7,91%	9,08%	4,99%
ROA%	%	3,94%	3,84%	4,57%	5,51%	2,94%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng		1,85	0,99	1,66	2,06	1,60
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	197	369	220	177	228
Hệ số quay vòng HTK		0,10	0,07	0,12	0,17	0,14
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	3.504	4.952	3.020	2.161	2.688
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp		9,07	4,92	5,67	4,57	3,79
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	40	74	64	80	96

Định giá						
<b>Vốn hóa thị trường</b>	Tỷ VNĐ	6.327	6.327	6.327	6.327	6.248
<b>Giá trị doanh nghiệp (EV)</b>	Tỷ VNĐ	7.999	8.545	8.590	7.601	8.934
<b>P/E</b>		11,35	10,82	8,48	6,89	12,02
<b>P/E pha loãng</b>		9,44	9,00	7,05	5,73	9,97
<b>P/B</b>		0,82	0,76	0,70	0,67	0,65
<b>P/S</b>		3,21	5,02	2,54	1,97	2,60
<b>P/Tangible Book</b>		0,73	0,70	0,64	0,61	0,60
<b>P/Cash Flow</b>		6,95	104,20	48,80	4,11	40,67
<b>Giá trị doanh nghiệp/Doanh số</b>		4,06	6,78	3,45	2,37	3,71
<b>Giá trị doanh nghiệp/EBITDA</b>		8,16	16,67	7,15	4,79	7,88
<b>Giá trị doanh nghiệp/EBIT</b>		8,39	18,07	7,39	4,96	8,42



**LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:** [csi.research@vncsi.com.vn](mailto:csi.research@vncsi.com.vn)

**Người thực hiện: Trần Vũ Phương Liên**

Chuyên viên phân tích

Email: [lientvp@vncsi.com.vn](mailto:lientvp@vncsi.com.vn)

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

### Đỗ Bảo Ngọc

Phó Tổng giám đốc & Giám đốc trung tâm nghiên cứu

Email: [ngocdb@vncsi.com.vn](mailto:ngocdb@vncsi.com.vn)

### Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

#### Lưu Chí Kháng

**Phó Phòng Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán**

Email: [khanglec@vncsi.com.vn](mailto:khanglec@vncsi.com.vn)

#### Đỗ Thị Hường

Chuyên viên bộ phận Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Email: [huongdt@vncsi.com.vn](mailto:huongdt@vncsi.com.vn)

### Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

#### Trần Vũ Phương Liên

Chuyên viên phân tích

Email: [lientvp@vncsi.com.vn](mailto:lientvp@vncsi.com.vn)

#### Vũ Thùy Dương

Chuyên viên phân tích

Email: [duongvt@vncsi.com.vn](mailto:duongvt@vncsi.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá,

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	$\leq -20\%$

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CSI, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

## TRỤ SỞ CSI

Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099 Webiste: <https://www.vncsi.com.vn>