

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

Kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn kế hoạch năm 2010

Lợi nhuận kỳ vọng sẽ tăng trưởng so với năm 2009 nhưng ở dưới mức kế hoạch doanh nghiệp đề ra năm 2010

Chúng tôi dự báo rằng lợi nhuận năm 2010 của Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc sẽ đạt 1.023,9 tỷ đồng, tăng 58% so với năm 2009, nhưng thấp hơn 15% so với kế hoạch năm 2010. Nguyên nhân là do nền kinh tế gặp khó khăn nguồn vốn đầu tư giảm sút, đặc biệt là nguồn vốn FDI hiện tại có xu hướng giảm. Tuy nhiên, chúng tôi tin vào một cơ hội đầu tư trung hạn do thông thường một công ty phát triển hạ tầng, KCN sẽ hồi phục mạnh trước 9 tháng so với sự hồi phục kinh tế thế giới.

Nguồn thu từ các khu công nghiệp là động lực tăng trưởng của KBC. Tỷ lệ lấp đầy một số khu công nghiệp trọng yếu đã tăng lên 50% - 90% diện tích với đơn giá cho mỗi m² đất thuê 50-60USD.

Lợi nhuận được bổ sung từ việc chuyển nhượng Dự án Tòa tháp tài chính Kinh Bắc

Năm 2010, doanh thu từ hoạt động khác phát sinh từ việc chuyển nhượng Dự án Tòa tháp tài chính Kinh Bắc 34 tầng tại số 1A Láng Hạ - Đống Đa - Hà Nội được dự tính thu nhập từ hoạt động tài chính là 532 tỷ đồng sẽ là nguồn lợi nhuận quan trọng trong năm 2010. Tuy nhiên, chúng tôi băn khoăn về mức độ bền vững của nguồn thu này.

Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ cổ phiếu KBC với giá bán mục tiêu 33.500 đồng/cổ phiếu tương đương P/E 2010E 9.7x, P/B 2010E 2.0x, P/S 2010E 4.9x và EV/EBITDA 2010E 6.3x.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH, T10/2010	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F
Lợi nhuận ròng, tỷ VNĐ	321	281	649	1.024
EPS, VNĐ	1.086	949	2.194	3.463
Thay đổi EPS (YoY)		-13%	131%	58%
FC/cổ phiếu, '000 VNĐ	1.086	3.773	10.434	(5.299)

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, T10/2010	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F
P/E	29.6	33.9	14.7	9.3
EV/EBITDA	0.4	0.7	2.2	4.7
P/S	17.7	11.1	9.1	4.8
P/B	4.4	3.5	2.9	1.9

Đánh giá: **NĂM GIỮ**

Phân tích cổ phiếu | Bất Động Sản
26 tháng 10 năm 2010



Phạm Thị Thu Hiền
Chuyên viên phân tích
hienptta@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Thông tin cổ phiếu

Mã cổ phiếu:	KBC
Giá cổ phiếu (26/10/2010):	32.200 đồng
Giá mục tiêu:	33.500 đồng
Số cp đang lưu hành:	295.711.168
Giá trị vốn hóa:	9.906 tỷ đồng
KLGDĐQ 10 ngày:	142.635
ROE (2010E):	25%

Biến động cổ phiếu KBC trên HOSE



DỰ BÁO TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

DỰ BÁO TÀI CHÍNH (tỷ đồng)	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F
Doanh thu thuần	539	861	1,050	2,002
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		<i>60%</i>	<i>22%</i>	<i>91%</i>
Lợi nhuận gộp	300	531	617	1,175
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>		<i>77%</i>	<i>16%</i>	<i>91%</i>
Lợi nhuận hoạt động	285	493	568	1,070
<i>Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động</i>		<i>73%</i>	<i>15%</i>	<i>88%</i>
Lợi nhuận ròng	321	281	649	1,024
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>		<i>-13%</i>	<i>131%</i>	<i>58%</i>

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F
Tiền và các khoản tương đương tiền	158	130	1.716	379
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	381	1.041	1.584	7.132
Các khoản phải thu	-	-	0	3.400
Hàng tồn kho	8	9	51	54
Tài sản cố định hữu hình	-	-	-	-
Tài sản khác	1.608	3.291	5.090	4.682
Tổng cộng tài sản	3.237	4.781	9.095	16.277
Nợ ngắn hạn	727	1.712	2.586	4.511
<i>Vay ngắn hạn</i>	30	161	262	1.241
Nợ dài hạn	269	247	3.080	6.619
<i>Vay dài hạn</i>	269	247	3.080	6.618
Vốn chủ sở hữu	2.170	2.735	3.295	4.898
Lợi ích của cổ đông thiểu số	71	86	135	250
Tổng cộng nguồn vốn	3.237	4.781	9.095	16.277

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, dự báo của chuyên viên phân tích

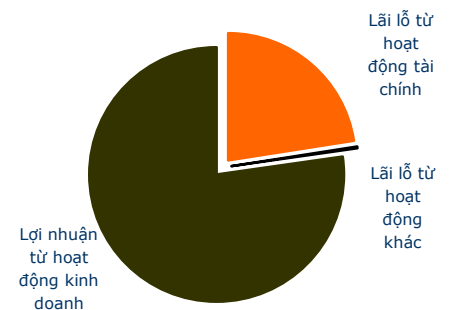
Mô tả Công ty

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc - KBC là doanh nghiệp bất động sản có quỹ đất lớn, quỹ đất của KBC lên đến 15.000 ha dành cho phát triển khu công nghiệp (KCN) và khu đô thị đi kèm, 1.000 ha đất đô thị tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh. KBC đã thu hút khoảng 20% vốn FDI của Việt Nam vào KCN của mình. Tổng giá trị tài sản tăng từ 1.027 tỷ đồng lên 16.277 tỷ đồng kể từ năm 2006. Năm 2009, KBC thu hút 2.700 tỷ đồng thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp với lãi suất thấp từ: 11,5% - 12,5%.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi tin rằng, thời điểm hiện tại giá giao dịch thấp hơn giá mục tiêu - Cơ hội đầu tư trung hạn đối với cổ phiếu KBC. Thứ nhất tình hình kinh tế với nhiều yếu tố không hỗ trợ doanh nghiệp, vốn FDI được dự báo là sẽ có thể suy giảm, KBC vẫn giữ được mức sự tăng trưởng kỳ vọng tương đối cao so với năm 2009, mặc dù thấp hơn kế hoạch năm 2010 thể hiện nỗ lực so với nhiều doanh nghiệp cùng niêm yết. Thứ hai, các nhà đầu tư phải xây dựng nhà máy trước khi nền kinh tế phục hồi, KCN sẽ hồi phục mạnh trước 9 tháng so với sự hồi phục kinh tế thế giới.

Cơ cấu lợi nhuận trước thuế 2010E



BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	FY2008A	FY2009A	FY2010F
Lợi nhuận ròng	281	649	1,024
Khấu hao	(2)	(5)	(5)
Giảm (tăng) khoản phải thu khách hàng	(218)	(624)	(1,810)
Giảm (tăng) các khoản phải thu khác	(420)	83	(1,613)
Giảm (tăng) hàng tồn kho	(21)	(3)	(2,125)
Giảm (tăng) tài sản ngắn hạn khác	-	(0)	(3,400)
Tăng (giảm) phải trả người bán	(4)	(19)	(633)
Tăng (giảm) ứng trước của khách hàng	(36)	74	58
Tăng (giảm) thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	408	149	575
Tăng (giảm) phải trả người lao động	152	31	260
Tăng (giảm) các khoản phải trả, phải nộp khác	-	0	(0)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	329	520	53
Bán (mua) tài sản cố định	468	854	(7,616)
Bán (mua) tài sản dài hạn	-	-	-
Giảm (tăng) các tài sản dài hạn khác	(234)	(634)	1,157
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(675)	(1,193)	275
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, mua bán cổ phiếu	(0)	(69)	(25)
Chi trả cổ tức	(909)	(1,896)	1,407
Tăng (giảm) các quỹ dự trữ	-	-	-
Tăng (giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	661	176	579
Tăng (giảm) các khoản nợ ngắn hạn	(98)	(159)	-
Tăng (giảm) các khoản nợ trung- dài hạn	(280)	(365)	(341)
Lưu chuyển tiền thuần từ các hoạt động tài chính	5	(6)	-
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	15	48	115

CÁC TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG	FY2008A	FY2009A	FY2010F
Tăng trưởng doanh thu	146%	-27%	91%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	77%	16%	91%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	153%	28%	116%
Tăng trưởng thu nhập hoạt động	73%	15%	88%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	6%	62%	88%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-13%	131%	58%

TỶ SUẤT LỢI NHUẬN	FY2008A	FY2009A	FY2010F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	62%	59%	59%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	57%	54%	53%
Tỷ suất EBIT	55%	71%	79%
Tỷ suất EBITDA	55%	71%	79%
Tỷ suất Lợi nhuận ròng	33%	62%	51%
ROE	11%	22%	25%
ROA	8%	10%	10%

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, T10/2010	FY2008A	FY2009A	FY2010F
P/E	33.9	14.7	9.3
EV/EBITDA	0.7	2.2	4.7
P/S	11.1	9.1	4.8
P/B	3.5	2.9	1.9

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, dự báo của chuyên viên phân tích

CÁC CƠ SỞ DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Dự báo lợi nhuận năm 2010 kỳ vọng sẽ tăng trưởng 58% so với năm 2009 nhưng ở dưới 15% mức kế hoạch doanh nghiệp đề ra năm 2010

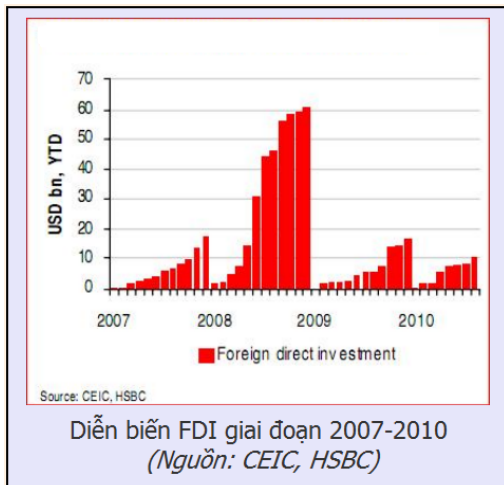
KCN Quế Võ - Bắc Ninh, KCN Quang Châu, KCN Tràng Duệ là nguồn chính tạo động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của KBC

Chúng tôi dự báo rằng doanh thu năm 2010 của Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc sẽ đạt 2.002,4 tỷ đồng, tăng 91% so với năm 2009. Lợi nhuận năm 2010 đạt 1.023,9 tỷ đồng, tăng 58% so với năm 2009. Doanh thu và lợi nhuận trong năm 2010 là do KCN Quế Võ- Bắc Ninh, KCN Quang Châu, KCN Tràng Duệ và Dự án Khu đô thị Phúc Ninh giai đoạn I đóng góp 80% doanh thu cho công ty.

KCN Quế Võ- Bắc Ninh tỷ lệ lấp đầy 90%, KCN Quế Võ mở rộng, KCN Quang Châu, KCN Tràng Duệ có tốc độ thu hút đầu tư vào các khu công nghiệp của KBC sẽ tăng trưởng đáng kể, trung bình sẽ có từ 20% diện tích mỗi khu được lấp đầy. KCN đã lấp đầy từ 50% diện tích thì quỹ đất còn lại sẽ trở thành quỹ "đất vàng" giá cho thuê sẽ ngày một tăng lên, mà chi phí cho cơ sở hạ tầng tăng không đáng kể.

Đơn giá cho thuê của KCN Quế Võ- Bắc Ninh, KCN Quang Châu 60 USD/m², KCN Tràng Duệ 48 USD/m² (đã chiết khấu 20% so với giá thị trường).

Vốn FDI đang có xu hướng giảm



Với số vốn FDI đăng ký mới và tăng thêm 9 tháng đầu năm 2010 là 12,19 tỷ USD, nhiều chuyên gia đang lo ngại mục tiêu thu hút đầu tư đạt từ 22-25 tỷ USD trong cả năm 2010 của Bộ Kế hoạch và Đầu tư đặt ra từ đầu năm là không mấy khả quan. Tuy nhiên, với số vốn giải ngân trong 9 tháng đầu năm 2010 đạt 8,05 tỷ USD, tăng 4,8% so với cùng năm 2009.

Xét về trung hạn, thông thường đối với một công ty phát triển hạ tầng, KCN sẽ hồi phục mạnh trước 9 tháng so với sự hồi phục kinh tế thế giới. Các nhà đầu tư là khách hàng phải đến thuê đất xây dựng nhà máy trước khi nền kinh tế phục hồi, tiêu dùng gia tăng trở lại thì họ mới kịp thời đủ lượng hàng để bán.

Tiếp tục bán Dự án Khu đô thị Phúc Ninh

Khu đô thị mới tại thành phố Bắc Ninh với tổng diện tích 300 ha tạo thành tam giác cân cùng với Hà Nội và Sân bay Nội Bài. Trong đó giai đoạn I Khu đô thị Phúc Ninh (120ha) được xây dựng theo mô hình hiện đại, đạt tiêu chuẩn quốc tế; Công ty tư vấn thiết kế Surbana - Singapore tư vấn và thiết kế toàn bộ dự án. Tổng vốn đầu tư giai đoạn I 200 triệu USD, 2004-2012. Chúng tôi dự báo rằng doanh nghiệp tiếp tục bán Dự án Khu đô thị Phúc Ninh.

Việc chuyển nhượng một phần Dự án Tòa tháp tài chính Kinh Bắc bổ sung lợi nhuận trong năm 2010. Tuy nhiên Chúng tôi vẫn băn khoăn về mức độ bền vững của nguồn thu từ hoạt động chuyển nhượng.

Đây là khu vực đã được chính quyền Hà Nội quy hoạch trở thành trung tâm tài chính lớn nhất Hà Nội và Việt Nam. Tòa nhà có tổng mức đầu tư 100 triệu USD. Năm 2010, doanh thu từ hoạt động khác phát sinh được dự tính thu nhập từ hoạt động tài chính là 532 tỷ đồng sẽ là nguồn lợi nhuận quan trọng trong năm 2010. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn băn khoăn về mức độ bền vững của nguồn thu này. Nguồn thu bền vững của doanh nghiệp bắt đầu sản cần phải từ hoạt động phát triển dự án bất động sản hơn là nguồn thu từ các hoạt động thương mại.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Định giá 10 doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết tại Việt Nam cho thấy các công ty này đang giao dịch ở mức trung bình và trung vị P/E 2010P lần lượt là 17.9x và 8x và P/B 2010P khoảng 2,8x và 2x.

STT	Mã	Giá trị vốn hóa	P/E 2009A	P/B 2009A	P/E 2010P	P/B 2010P	
1	HAG	23,361	19.6	5.0	11.8	3.5	
2	ITC	1,458	13.4	1.1	7.7	1.0	
3	NTL	2,148	5.4	3.9	3.9	1.9	
4	SJS	5,843	8.3	3.3	7.5	2.3	
5	TDH	1,193	5.2	1.0	6.2	0.8	
6	VIC	25,775	28.7	12.5	101.9	11.1	
7	VCG	7,099	1,224.0	2.4	16.8	2.1	
8	HDG	1,701	8.3	4.3	5.7	2.5	
9	DIG	4,116	6.7	1.8	8.2	1.5	
10	QCG	3,429	-	-	9.5	1.3	
					Trung bình	17.9	2.8
					Trung vị	8.0	2.0

Nguồn: VietinbankSC, Stoxplus

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị Năm Giữ cổ phiếu KBC với giá bán mục tiêu là 33.500 đồng/cổ phiếu

Tôi định giá KBC theo 4 phương pháp EV/EBITDA, P/S, P/E, P/B. Trung vị kết quả 4 phương pháp này cho thấy giá bán mục tiêu của KBC là 33.500 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2010E 9.7x, P/B 2010E 2.0x, P/S 2010E 4.9x và EV/EBITDA 2010E 6.3x. Tôi tin rằng các số liệu định giá khi thoái vốn là phù hợp so với các cổ phiếu khác trong cùng ngành kinh doanh của Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F
Sales per share	1,821	2,912	3,550	6,772
P/S				5
Định giá theo P/E				33,859
EPS	1,086	949	2,194	3,463
P/E				10
Định giá theo P/E				34,625
EBITDA/cp	1,551	1,609	2,504	5,355
EV/cp	583	1,048	5,602	25,404
EV/EBITDA				5
Định giá theo EV/EBITDA				26,775
Giá trị sổ sách/cp	7,338	9,251	11,143	16,564
P/B				2
Định giá theo giá trị sổ sách				33,127
GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU				33,493

Nguồn: Báo cáo công ty, HOSE, dự báo chuyên viên phân tích

Lưu ý: Để phản ánh sự tăng trưởng của EPS và loại bỏ các ảnh hưởng của việc pha loãng từ việc phát hành cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu, chúng tôi lấy cơ sở vốn năm 2010 làm cơ sở để tính EPS cho các năm khác trong báo cáo này.

Xác nhận của người viết

Tôi, Phạm Thị Thu Hiền, xác nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của cá nhân chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo nghiên cứu này.

Khuyến cáo

Báo cáo này được phát hành bởi VietinBankSc. Các thông tin, nhận định trong báo cáo này được VietinBankSc xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin có sẵn, đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy và hợp pháp. Tuy nhiên, VietinBankSc không đảm bảo tính đầy đủ, chính xác của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định, dự báo trong báo cáo này mang tính chủ quan của người viết. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM VIETINBANK SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Trụ sở chính

306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Tel: (84.4) 62 780012
Fax: (84.4) 39 741760

Chi nhánh Tp. Hà Nội

65 Trần Duy Hưng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (84.4) 35 565858
Fax: (84.4) 35 565959

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3 TP.HCM
Tel: (84.8) 38 209986
Fax: (84.8) 38 200921

Website: www.vietinbanksc.com.vn
Email: phantich@vietinbanksc.com.vn