

## Ngành Bất động sản

Báo cáo lần đầu

Tháng 8, 2017

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **89.000**

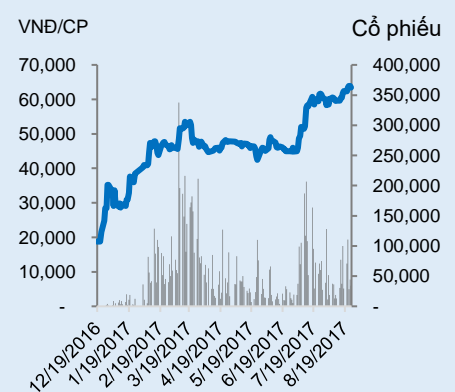
Giá thị trường (25/8/2017) 63.400

Lợi nhuận kỳ vọng 40,4%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	18.770-63.900
Vốn hóa	1.014 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	16.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	56.279
% sở hữu nước ngoài	0,07%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,7%
Beta	N/a

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
NTC	91,4%	5,8%	40,6%	38,4%
Upcom-Index	0,9%	-3,7%	-5,9%	-4,7%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

(84 8) 3914 6888 ext 252

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

# CTCP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên

Mã giao dịch: NTC

Reuters: N/a

Bloomberg: NTC VN

## Kỳ vọng vào tiềm năng dự án Nam Tân Uyên 3

**NTC sở hữu tiềm năng phát triển lớn khi quỹ đất để mở rộng khu công nghiệp Nam Tân Uyên còn nhiều dư địa.** Là đơn vị kinh doanh khu công nghiệp với hai cổ đông lớn là Tập đoàn Cao Su 20,4% và CTCP Cao su Phước Hòa 32,85%, hoạt động phát triển dự án KCN Nam Tân Uyên của NTC nhận được rất nhiều lợi thế mà không phải Khu công nghiệp nào cũng có được. Quỹ đất mà NTC phát triển được chuyển đổi chủ yếu từ đất trồng cây sao su của PHR. Đây là điểm lợi thế lớn của NTC khi không phải thực hiện công tác đền bù, giải tỏa vốn mất nhiều thời gian và chi phí.

**Tình hình kinh doanh đất khu công nghiệp ghi nhận tăng trưởng đáng kể mang lại cơ hội cho dự án Nam Tân Uyên GD3.** Với giá cho thuê đang ghi nhận tích cực, tiềm năng của dự án Nam Tân Uyên GD 3 nhận được sự kỳ vọng lớn từ ban lãnh đạo Công ty. Dự án NTU 3 có diện tích cho thuê là **255ha** liền kề với NTU 2. Chúng tôi giả định với nhu cầu hiện tại thì dự án sẽ lấp đầy trong 5 năm với doanh thu khoảng **3.400 – 3.500 tỷ** tương ứng giá cho thuê bình quân **60USD/m2/50 năm**.

### Tình hình tài chính tốt với nguồn tiền mặt dồi dào

Đây là điểm thường thấy ở các doanh nghiệp kinh doanh KCN theo hình thức cho thuê đóng tiền một lần. Tính đến 30.6.2017, tiền mặt và tiền gửi của NTC là 1.024 tỷ, chiếm 40.5% tổng tài sản và tăng 293 tỷ so với đầu năm. Kết quả này có được chủ yếu do quỹ đất cho thuê ở KCN NTU 1&2 tăng trưởng mạnh trong 2015 đến 2017. Điều này phần nào thể hiện trong doanh thu chưa thực hiện khi tăng từ 851 tỷ (2014) lên 1.961 tỷ (30.6.2017).

### Lợi nhuận 2017 và 2018 tăng trưởng nhanh từ kết quả bán hàng, thu nhập tài chính.

Do đặc thù hoạt động kinh doanh, doanh thu sẽ được phân bổ cho hết thời hạn hoạt động của dự án nên doanh thu tăng dần qua từng năm theo diện tích kinh doanh. Ngoài ra, thu nhập tài chính mà cụ thể là lãi tiền gửi sẽ ghi nhận tốt hơn trong 2018 nếu công ty thu được phần tiền còn lại từ NTU1&2. Theo đó, lợi nhuận sau thuế năm 2018 có thể đạt **167 tỷ**, tăng 34% so với ước thực hiện 2017 – 124 tỷ đồng và tương đương EPS là **10.477 đồng/cp**.

### Định giá cổ phần vẫn còn hấp dẫn với mức premium 40%

Chúng tôi định giá đối với cổ phiếu NTC theo phương pháp NAV và định giá so sánh PE. Kết quả hai phương pháp chỉ ra giá hợp lý đối với cổ phiếu NTC là 89.000 đồng/cp, cao hơn giá thị trường hiện tại 40%.

**Khuyến nghị:** Hoạt động kinh doanh của NTC khá bền vững với nhu cầu thuê đất khu công nghiệp đang duy trì tốt. Trong khi đó, phát triển dự án trên đất cao

su là lợi thế lớn của NTC so với các đơn vị KCN khác đang niêm yết. Công ty tiết kiệm nhiều thời gian cũng như chi phí để triển khai dự án vì không phải thực hiện đền bù, giải phóng mặt bằng. Trong thời gian tới, dự án Nam Tân Uyên giai đoạn 3 đi vào triển khai vào năm 2018 sẽ gia tăng thêm giá trị cho Công ty và cổ đông. Từ những đánh giá trên, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu NTC với cho mục tiêu đầu tư trong thời gian 6 – 12 tháng. Giá trị hợp lý theo ước tính của chúng tôi đối với NTC là **89.000 đồng/cp**, cao hơn hơn thị trường hiện tại là 40%.

Chỉ số tài chính		2013	2014	2015	2016
Doanh thu	Tỷ đồng	59	64	125	147
LNST	Tỷ đồng	28	29	59	131
EPS	VND	1.738	1.838	3.705	8.201
BV	VND	12.738	13.438	14.284	18.888
P/E	X	36	34	17	8
P/B	X	5	5	4	3

## NTC sở hữu tiềm năng phát triển lớn khi quỹ đất để mở rộng khu công nghiệp Nam Tân Uyên còn nhiều dư địa

**Dự án NTU GD 3 dự kiến nhanh chóng đi vào kinh doanh vào cuối năm 2017, nhờ lợi thế nằm trên đất cao su.**

Là đơn vị kinh doanh khu công nghiệp với hai cổ đông lớn là Tập đoàn Cao Su 20,4% và CTCP Cao su Phước Hòa 32,85%, dự án KCN Nam Tân Uyên của NTC nhận được rất nhiều lợi thế mà không phải Khu công nghiệp nào cũng có được. Tính tới nay, NTC đang phát triển 2 khu công nghiệp là Nam Tân Uyên và Nam Tân Uyên mở rộng (NTU GD2) với tổng diện tích là 621ha. Quỹ đất mà NTC phát triển được chuyển đổi chủ yếu từ đất trồng cây cao su của PHR. Đây là điểm lợi thế lớn của NTC khi không phải thực hiện công tác đền bù, giải tỏa mặt bằng vốn mất nhiều thời gian và chi phí. Công ty cũng có thể nhanh chóng đầu tư để có sản phẩm kinh doanh trong thời gian ngắn.

Dự án	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương mại cho thuê (ha)	Diện tích cho thuê 30.6.2017	Giá thuê bình quân
NTU1	332	204	204	37 - 50USD/m2
NTU 2	289	200	196	50 - 65USD/m2
NTU 3	345	255	0	60-65USD/m2
Nhà xưởng	6,4	4	4	2-3USD/m2

Chi phí mà NTC trả cho PHR để nhận lấy quyền khai thác cũng ở mức tương đối thấp nên hiệu quả kinh doanh của Công ty là rất ấn tượng. Đối với NTU 1 & 2, chi phí nhận quyền phát triển thanh toán cho PHR lần lượt là 100 triệu (năm 2005) và 700tr/ha (năm 2010). Hiện tại, công ty đang hoàn tất những thủ tục cuối cùng để triển khai dự án NTU giai đoạn 3 với tổng diện tích là 345ha (diện tích thương mại 255ha). Dự án có vị trí liền kề với NTU2 và cũng được chuyển đổi từ diện tích trồng cao su của PHR. Chi phí thanh toán cho PHR giai đoạn 3 cao hơn so với NTU 1&2 khi dự kiến khoảng 930 triệu/ha, tương đương tổng số tiền là 320 tỷ. Tuy nhiên, công ty không phải thanh toán một lần cho PHR mà căn cứ vào tiến độ đầu tư hạ tầng và kinh doanh. Đây cũng là chính sách có phần ưu đãi đối với NTC nếu so với VSIIP 3, thanh toán ngay toàn bộ chi phí trên diện tích đất 1.000ha mà PHR dự kiến bàn giao cho VSIIP 3 trong 2017 – 2018.

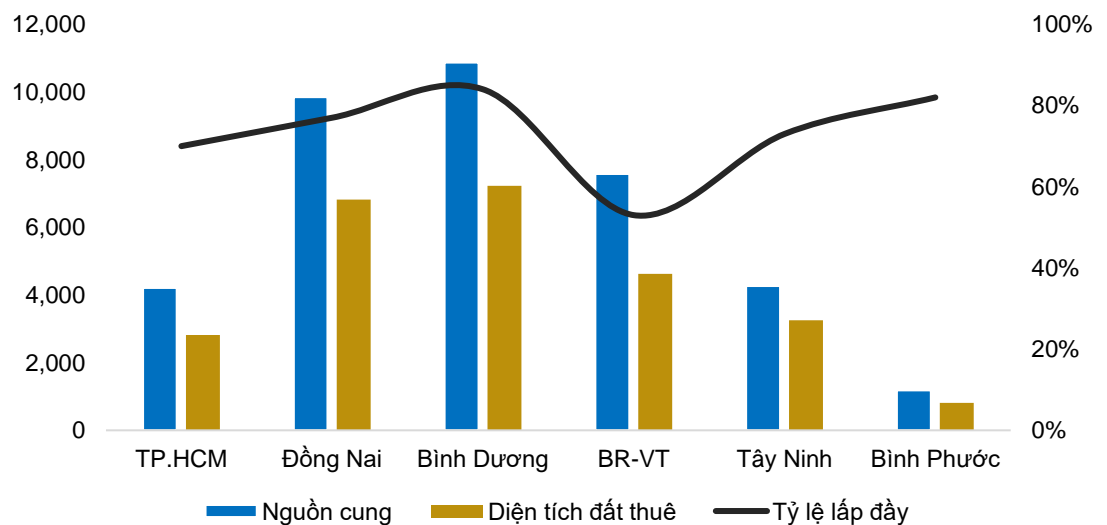
### **Khả năng tiếp tục mở rộng được đảm bảo.**

Bên cạnh những hỗ trợ và ưu đãi trên, triển vọng dài hạn của NTC còn được đảm bảo bởi quỹ đất cao su có quy mô lớn của PHR trên địa bàn Nam Tân Uyên. Hiện tại, PHR sở hữu 15,000ha diện tích cao su ở Bình Dương, trong đó, theo kế hoạch mỗi năm PHR sẽ chuyển đổi thanh lý khoảng 1.000 – 1.500ha sang phát triển khu công nghiệp. Theo đó, NTC và một số công ty khu công nghiệp trong Tập đoàn Cao su như KCN Tân Bình, KCN Bình Long... sẽ được ưu tiên nhận quỹ đất nếu có nhu cầu mở rộng thêm dự án.

## Tình hình kinh doanh đất khu công nghiệp ghi nhận tăng trưởng đáng kể mang lại cơ hội cho dự án Nam Tân Uyên GD3

Theo báo cáo của JLL, nửa đầu năm 2017, tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp phía Nam đạt gần 75%, tăng 120 điểm phần trăm so với quý IV/2016. Trong 5 tỉnh khu vực Đông Nam Bộ, Bình Dương và Đồng Nai là những điểm đến hút đầu tư công nghiệp nhiều nhất. Phân khúc nhà xưởng xây sẵn đang trở nên phổ biến tại nhiều khu công nghiệp phía Nam do nhu cầu thuê của các doanh nghiệp vừa và nhỏ có xu hướng tăng lên. JLL dự báo tỷ lệ lấp đầy và giá thuê của thị trường khu công nghiệp vùng Đông Nam Bộ sẽ tiếp tục tăng trong tương lai, chủ yếu nhờ vào nguồn vốn đầu tư nước ngoài và những nỗ lực từ phía Chính phủ nhằm cải thiện môi trường đầu tư.

### THỐNG KÊ THỊ TRƯỜNG KHU CÔNG NGHIỆP ĐÔNG NAM BỘ Nguồn: JLL Việt Nam



Không nằm ngoài xu hướng, hoạt động kinh doanh của NTC trong những năm vừa qua cũng có những ghi nhận thật sự ấn tượng. Trong thời gian từ 2015 hết 30.6.2017, công ty bán được khoảng 190ha, gần tương đương với tổng diện tích đất bán được lũy kế từ 2005 đến 2014 (khoảng 200 – 230ha). Theo đó tính đến 30.6.2017, tổng diện tích đất kinh doanh cho thuê thay toán 1 lần của NTC khoảng 350 – 360ha, tương đương 89% diện tích kinh doanh của NTU 1&2. Phần diện tích còn lại công ty đang cho thuê đóng tiền hằng năm. Về giá cho thuê, đối với hình thức đóng 1 lần, giá chào thuê trung bình trong 2005 – 2015 khoảng 45-50USD/m<sup>2</sup>. Từ năm 2016, nhu cầu thuê đất gia tăng nên giá cho thuê NTU1&2 tăng lên trên 60USD/m<sup>2</sup> và hiện tại với giá thuê trung bình diện tích còn lại của năm 2017 là 65USD/m<sup>2</sup>.

Năm	Diện tích đất kinh doanh từng năm (ha)	Diện tích cho thuê lũy kế (ha)
Từ 2005 - 2010	112	112
2011	16	128
2012	5	132
2013	21	153
2014	58	211
2015	100	311
2016	53	364
2017	40	404

(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Với giá cho thuê đang ghi nhận tích cực, tiềm năng của dự án Nam Tân Uyên GD 3 nhận được sự kỳ vọng lớn từ ban lãnh đạo Công ty. Dự án NTU 3 có diện tích cho thuê là **255ha** liền kề với NTU 2. Theo đó, khu công nghiệp tiếp tục hưởng lợi do liền kề vùng nguyên liệu gỗ nên sẽ là nơi thu hút các doanh nghiệp sản xuất nội thất từ Hàn Quốc, Trung Quốc... Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh đối với NTU 3 sẽ cao hơn khi VSIP sẽ triển khai KCN VSIP3 liền kề với Nam Tân Uyên với quy mô 1.000ha trong năm 2018. Ngoài ra, với mức giá cho thuê thấp hơn 45-50USD/m<sup>2</sup>, tình hình cho thuê KCN Tân Bình đang cải thiện tích cực và ít nhiều có sự cạnh tranh đối với NTU3. Chúng tôi giả định với nhu cầu hiện tại thì dự án sẽ lấp đầy trong 5 năm với doanh thu khoảng **3.400 – 3.500 tỷ** tương ứng giá cho thuê bình quân **60USD/m<sup>2</sup>/50 năm**. Kết quả đánh giá dự án NTU3 trong phần phụ lục đính kèm.

## Tình hình tài chính tốt với nguồn tiền mặt dồi dào

Đây là điểm thường thấy ở các doanh nghiệp kinh doanh KCN theo hình thức cho thuê đóng tiền một lần. Tính đến 30.6.2017, tiền mặt và tiền gửi của NTC là 1.024 tỷ, chiếm 40,5% tổng tài sản và tăng 293 tỷ so với đầu năm. Nếu so với cuối năm 2014, tài chính của NTC thay đổi đáng kể khi tiền mặt và tiền gửi tăng từ 260 tỷ lên 1.024 tỷ như hiện nay. Kết quả này có được chủ yếu do kết quả cho thuê ở KCN NTU 1&2 tăng trưởng mạnh trong 2015 đến 2017 như đã đề cập. Điều này phần nào thể hiện trong doanh thu chưa thực hiện khi tăng từ 851 tỷ (2014) lên 1.961 tỷ (30.6.2017).

### Công ty còn khoản phải thu lớn từ KCN NTU1&2, ước lên tới 900~950 tỷ đồng.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý giá trị tăng thêm của doanh thu chưa thực hiện cuối 2014 đến nay chưa phản ánh hết giá trị hợp đồng mà công ty đã kinh doanh. Cụ thể, diện tích NTC kinh doanh từ 2015 đến nay dự kiến 190ha, tương đương giá trị khoảng 2.200 tỷ đồng. Trong khi đó, doanh thu chưa thực hiện ghi nhận tăng 1.110 tỷ. Thực tế, qua trao đổi, công ty cho biết từ khi Luật đất đai có hiệu lực từ T7/2014 yêu cầu các chủ đầu tư KCN đóng tiền thuê đất 1 lần cho Nhà nước đối với các hợp đồng cho thuê thu 1 lần, thì hoạt động thu tiền của công ty cũng bị trì hoãn.

Nguyên nhân, công ty chưa xác định được tiền thuê đất với nhà nước nên trong thời gian 2014 – 2017 nhiều khách hàng cũng trì hoãn thanh toán phần còn lại cho NTC. Theo ước tính của BVSC, giá trị hợp đồng còn phải thu ở NTU1&2 dự kiến khoảng **900 – 950 tỷ**. Công ty sẽ thu được khoản tiền này sau khi hoàn tất nghĩa vụ tiền thuê đất đối với NTU 1&2 trong năm 2017.

#### **Phần lớn tiền thuê đất đã được xác định và đóng xong trong năm 2017**

Theo thông báo cơ quan thuế Bình Dương, tiền thuê đất đối với khu công nghiệp Nam Tân Uyên xác định theo nhiều thời điểm:

- (1) Tiền thuê đất KCN Nam Tân Uyên theo thông báo tháng 5/2015: là 36,5 tỷ cho diện tích 148ha cho thuê trước thời điểm 7/2014, tương đương 0,24 tỷ/ha thương mại.
- (2) Tiền thuê đất KCN Nam Tân Uyên mở rộng theo thông báo 6/2015: 431 tỷ cho diện tích 136,6ha (năm 2016 được miễn giảm 80 tỷ), tương đương 2,5 tỷ/ha thương mại.
- (3) Tiền thuê đất KCN Nam Tân Uyên mở rộng theo thông báo 4/2017: là 154 tỷ cho diện tích 49,3ha, tương đương 3,1 tỷ/ha thương mại.

Căn cứ trên thông báo gần nhất, BVSC giả định tiền thuê đất cho diện tích còn lại khoảng 3.1 tỷ/ha. Theo đó, chúng tôi ước tính tổng tiền thuê đất cho NTU 1 là 211 tỷ và NTU 2 là 540 tỷ. Tính đến 30.6.2017, công ty đã đóng **527 tỷ** trên tổng số tiền thuê dự ước của hai khu là **750 tỷ** đồng. Tiền thuê còn lại khoản **220 - 230 tỷ** sẽ được đóng hết trong H2.2017.

### **Lợi nhuận 2017 và 2018 tăng trưởng nhanh từ kết quả bán hàng tích cực, thu nhập tài chính.**

Do đặc thù hoạt động kinh doanh, doanh thu sẽ được phân bổ cho hết thời hạn hoạt động của dự án nên doanh thu tăng dần qua từng năm theo diện tích kinh doanh. Theo đó, kết quả bán hàng tích cực với diện tích 190ha từ 2014 đến nay sẽ phản ánh nhiều hơn từ năm 2017.

**Về dự báo cho năm 2017:** lũy kế 6 tháng đầu năm 2017, doanh thu đạt 73 tỷ tăng 15,8% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp ghi nhận là 51,9 tỷ đồng, tăng 53% yoy với biên lợi nhuận đạt 71% so với mức 54% yoy. Theo lý giải, trong H1.2017, thu nhập từ phí duy tu hạ tầng tăng so với cùng kỳ. Hiện tại, công ty thu phí duy tu khoảng 0.5USD/m2/năm trong khi chưa phát sinh chi phí. Do đó, nguồn thu phí tăng góp phần cải thiện đáng kể lợi nhuận gộp biên trong H1.2017. Bên cạnh kết quả tích cực từ kinh doanh, thu tài chính của Công ty trong 6 tháng đầu năm tăng trưởng mạnh đạt 51 tỷ, tăng gấp đôi so với cùng kỳ. Nguồn thu chủ yếu từ lãi tiền gửi 34,5 tỷ (H1.2016 17,2 tỷ) và cổ tức 16,8 tỷ (H1.2016 7,1 tỷ). Từ hai yếu tố trên, lợi nhuận sau thuế H1.2017 đạt 74,7 tỷ, tăng 129% so với cùng kỳ.

Về kết quả kinh doanh 6 tháng cuối năm, lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 49,3 tỷ, giảm so với 6 tháng đầu năm. Nguyên nhân, cổ tức các công ty mà NTC đầu tư ghi nhận phần lớn trong H1.2017. Thêm vào đó, NTC sẽ chi trả khoảng 230 tỷ tiền thuế và chi phí liên quan đến NTU 3

nên lãi tiền gửi có thể sẽ giảm trong H2.2017. Kết quả là, LNST cả năm 2017 dự báo đạt **124 tỷ**, tương đương EPS là **7.759 đồng/cp**.

**Dự báo cho năm 2018:** Chúng tôi cho rằng thu nhập tài chính mà cụ thể là lãi tiền gửi sẽ ghi nhận tốt hơn trong 2018 nếu công ty thu được phần tiền còn lại từ NTU1&2. Theo đó, lợi nhuận sau thuế năm 2018 có thể đạt **167 tỷ**, tăng 34% so với ước thực hiện 2017 và tương đương EPS là **10.477 đồng/cp**.

**Dự báo kết quả kinh doanh 2017 - 2018:**

Nội dung (triệu đồng)	2017P	2017F	2018	% tăng 2018
<b>Doanh thu</b>	<b>216.000</b>	<b>156.969</b>	<b>178.986</b>	<b>13,4%</b>
- Doanh thu cho thuê đất công nghiệp		100.866	115.250	
- Doanh thu nhà xưởng, văn phòng		27.688	28.242	
- Doanh thu phí hạ tầng		23.215	29.819	
- Doanh thu dịch vụ & khác		5.200	5.200	
<b>Lợi nhuận gộp</b>		<b>103.975</b>	<b>109.028</b>	<b>4,8%</b>
Doanh thu tài chính		80.954	126.131	57,5%
Chi phí tài chính		5.000	5.000	
Chi phí bán hàng		2.000	2.432	
Chi phí quản lý doanh nghiệp		40.000	42.000	
Thu nhập khác		-	-	
Lợi nhuận trước thuế		137.929	185.727	34,1%
<b>Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ</b>	<b>54.000</b>	<b>124.136</b>	<b>167.154</b>	<b>34,6%</b>
<b>EPS (đồng/cp)</b>		<b>7.759</b>	<b>10.477</b>	



## Định giá cổ phần vẫn còn hấp dẫn với mức premium 40%

Chúng tôi định giá đối với cổ phiếu NTC theo phương pháp NAV và định giá so sánh PE. Kết quả hai phương pháp chỉ ra giá hợp lý đối với cổ phiếu NTC là 89.000 đồng/cp, cao hơn giá thị trường hiện tại 40%.

### Kết quả định giá

Mô hình định giá (ĐVT: đồng)	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV	123.004	40%	49.202
PE 2017	56.780	30%	17.034
PE 2018	76.457	30%	22.937
<b>Giá bình quân</b>			<b>89.173</b>

### Định giá theo NAV

- Chúng tôi định giá lại phần giá trị còn lại của hai dự án NTU1&2. Hai dự án còn khoản tiền phải thu từ các hợp đồng đã kinh doanh trước đây, nguồn thu đều từ cho thuê đất hằng năm, cho thuê nhà xưởng – văn phòng và tiền thu từ phí duy tu hạ tầng. Ngoài ra, với lượng tiền mặt dồi dào tích lũy được, doanh thu tài chính là khoản thu lớn đối với NTC.
- Đối với dự án NTU 3, chúng tôi định giá lại theo phương án DCF với giả định (1) dự án bắt đầu kinh doanh từ 2018 với tiến độ bán hàng bình quân 20% năm; (2) Phí duy tu hạ tầng 0,5USD/m2/năm; (3) Chi phí hạ tầng, chi phí đền bù cho PHR và tiền thuê đất sẽ được giải ngân theo tiến độ kinh doanh; (4) Chi phí bán hàng 3% giá trị đất bán mỗi năm.
- Chiết khấu 50% khoản đầu tư chưa mang lại hiệu quả cho NTC.
- Suất chiết khấu là 14,6%
- Kết quả định giá cho thấy giá trị của NTC là rất tiềm năng. Vốn chủ sở hữu sau khi định giá lại là 1.968 tỷ đồng. Theo đó, giá trị hợp lý tính trên mỗi cổ phiếu là **123.000 đồng/cp**.



Chỉ tiêu (tỷ VND)	30.6.2017
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.526</b>
+ Giá trị tăng thêm từ NTU 1&2	658
+ Giá trị tăng thêm từ NTU 3	1.060
- Giá trị giảm do chiết khấu một số khoản đầu tư	(74)
<b>Tổng tài sản sau khi đánh giá lại</b>	<b>4.170</b>
Tổng nợ phải trả	2.201
<b>Vốn chủ sở hữu sau khi đánh giá lại</b>	<b>1.968</b>
Số lượng cổ phần đang lưu hành	16.000.000
<b>Giá trị mỗi cổ phần</b>	<b>123.000</b>

### Định giá theo so sánh P/E

Chúng tôi kết hợp thêm phương pháp PE trong xác định giá trị hợp lý của NTC. Theo đó, PE trung bình trailing 4 quý gần nhất của các doanh nghiệp trong ngành khu công nghiệp hiện tại khoảng 7,3 lần. Kết quả định giá của NTC theo kết quả kinh doanh dự báo cho 2017 – 2018 như sau:

Định giá theo phương pháp PE		
Doanh nghiệp	EPS 4Q	PE
LHG	3.885	4,86
SZL	5.190	7,03
D2D	5.750	6,43
KBC	1.230	11,79
IDV	8.190	6,47
<b>PE trung bình</b>		<b>7,32</b>
EPS 2017 (đồng/cp)		7.759
<b>Giá mục tiêu 2017 (đồng)</b>		<b>56.780</b>
EPS 2018 (đồng/cp)		10.447
<b>Giá mục tiêu 2018 (đồng)</b>		<b>76.457</b>

### Khuyến nghị

Hoạt động kinh doanh của NTC khá bền vững với nhu cầu thuê đất khu công nghiệp đang duy trì tốt. Trong khi đó, phát triển dự án trên đất cao su là lợi thế lớn của NTC so với các đơn vị KCN khác đang niêm yết. Công ty tiết kiệm nhiều thời gian cũng như chi phí để triển khai dự án vì không phải thực hiện đền bù, giải phóng mặt bằng. Trong thời gian tới, dự án Nam Tân Uyên giai đoạn 3 đi vào triển khai vào năm 2018 sẽ gia tăng thêm giá trị cho Công ty và cổ đông.

Từ những đánh giá trên, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu NTC với cho mục tiêu đầu tư trong thời gian 6 – 12 tháng. Giá trị hợp lý theo ước tính của chúng tôi đối với NTC là **89.000 đồng/cp**, cao hơn hơn thị trường hiện tại là 40%.

## Phụ lục:

### Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên (NTC - Upcom) thành lập tháng 11/2004 với hoạt động chính là kinh doanh cho thuê hạ tầng khu công nghiệp (KCN). Dự án đầu tiên công ty triển khai là khu công nghiệp Nam Tân Uyên với quy mô 332ha vào năm 2005. Vào năm 2010, từ những thành công của KCN Nam Tân Uyên, công ty tiếp tục mở rộng với dự án Nam Tân Uyên giai đoạn 2 có quy mô 288ha. Tính đến nay, hai dự án đã cho thuê phần lớn diện tích kinh doanh và công ty đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư dự án Nam Tân Uyên giai đoạn 3 liền kề khu công nghiệp NTU 1&2. Nguồn thu chính của NTC đến từ (1) hoạt động cho thuê đất trong KCN chiếm gần 80%; (2) cho thuê nhà xưởng xây sẵn; (3) phí duy tu hạ tầng thường niên; (4) thu tài chính bao gồm lãi tiền gửi và cổ tức.

### Dự án khu công nghiệp Nam Tân Uyên

Khu công nghiệp Nam Tân Uyên nằm trên địa bàn xã Khánh Bình, huyện Tân Uyên, tỉnh Bình Dương. Huyện Tân Uyên nằm phía Đông tỉnh Bình Dương, thuộc trung tâm Vùng Kinh tế trọng điểm phía Nam, trong bán kính khoảng 30km tính từ trung tâm thành phố Hồ Chí Minh. Đây là vùng hiện đang phát triển mạnh các khu công nghiệp, đô thị, dịch vụ lớn, tạo nên một khu vực sôi động, thu hút đầu tư, lao động từ các nơi khác tới.



Vị trí quan trọng	Khoảng Cách	Thời gian di chuyển
Trung Tâm Thành Phố Hồ Chí Minh	30 km	50 phút
Tân Cảng Sài Gòn	32 km	45 phút
Cảng Sài Gòn	32 km	55 phút
Phi Trường Tân Sơn Nhất	30 km	40 phút
Cảng Container quốc tế Sóng Thần	14 km	15 phút
Trung Tâm Tỉnh Bình Dương	10 km	15 phút
Cảng Thạnh Phước	08 km	10 phút
Trung tâm tỉnh Đồng Nai	22 km	30 phút

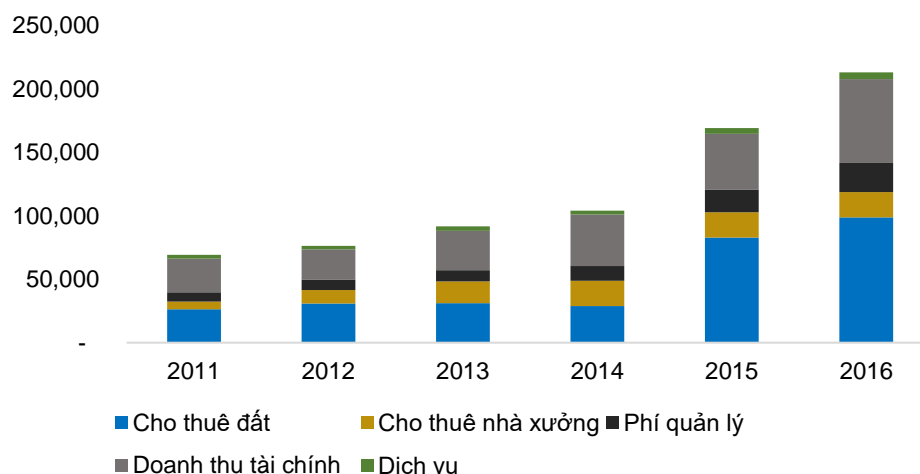
Ngoài những lợi thế về vị trí địa lý, khu công nghiệp Nam Tân Uyên còn hưởng lợi do nằm gần vùng trồng cao su của Phước Hòa nên nguồn nguyên liệu như mủ cao su, gỗ... thuận lợi cho thu hút các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực chế biến nông lâm sản như lắp xe, phụ tùng ô tô, đồ gia dụng đồ nhựa; doanh nghiệp ngành công nghiệp sản xuất đồ gỗ; hoặc sản xuất máy móc thiết bị phục vụ hoạt động phát triển nông nghiệp.

#### **Hoạt động kinh doanh của NTC**

Nguồn thu của NTC chủ yếu từ (1) hoạt động cho thuê đất công nghiệp; (2) cho thuê nhà xưởng, văn phòng; (3) thu phí quản lý, duy tu hạ tầng từng năm; (4) lãi tiền gửi và cổ tức từ danh mục đầu tư. Trong đó, hoạt động cho thuê đất khu công nghiệp thực hiện theo hai hình thức là cho thuê thu tiền 1 lần và cho thuê hằng năm. Hình thức cho thuê thu tiền 1 lần với doanh thu phân bổ hết thời gian dự án chiếm tỷ trọng cao với 90% quỹ đất của công ty. Phần còn lại khoảng 10% diện tích đang được công ty cho thuê từng năm với giá thuê 2,5 – 3USD/m<sup>2</sup>/năm. Doanh thu từ 2011 đến 2016 của công ty như sau:

#### **DOANH THU CỦA NTC TỪ 2011 - 2016 (TỶ VND)**

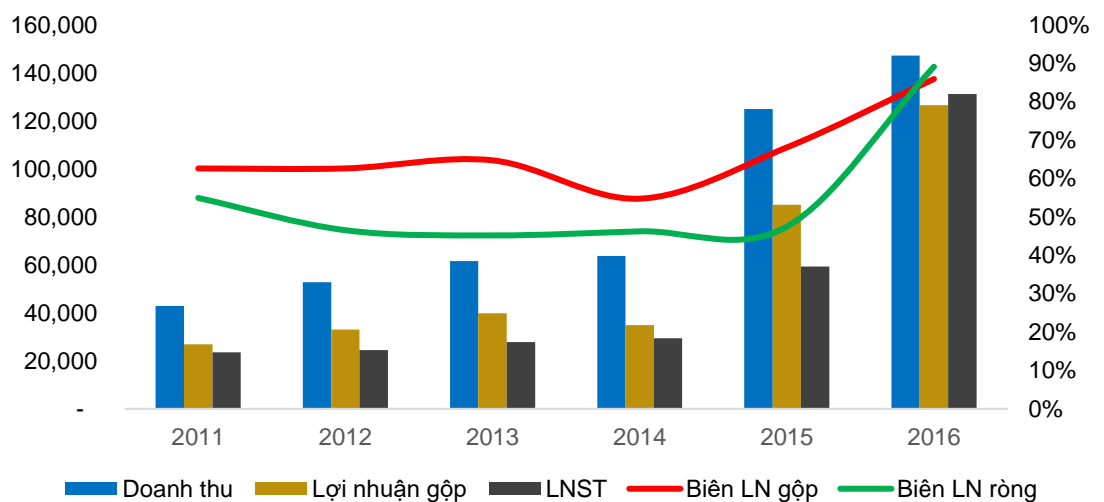
Nguồn: NTC, BVSC tổng hợp



Doanh thu của NTC có sự khởi sắc từ 2015 đến nay và chủ yếu đóng góp từ doanh thu cho thuê hạ tầng (chiếm khoảng 50% doanh thu bao gồm thu tài chính); và hoạt động tài chính (chiếm 26-30%). Sự tăng trưởng này do kết quả kinh doanh cho thuê đất tăng trưởng đột biến nên doanh thu phân bổ gia tăng. Về hoạt động tài chính, tiền mặt dồi dào đến từ cho thuê đất và hiệu quả hoạt động công ty trong danh mục đầu tư cải thiện giúp mang lại cho NTC nguồn thu khoảng 45-50 tỷ mỗi năm. Các hoạt động còn lại như cho thuê nhà xưởng ghi nhận doanh thu trung bình 20 tỷ/năm, thu phí quản lý 20 – 25 tỷ/năm, phí dịch vụ (xử lý nước thải...) là 4-5 tỷ/năm. Theo đó, kết quả kinh doanh 2011 – 2016 của NTC như sau:

### KẾT QUẢ KINH DOANH 2011 - 2016 (TỶ ĐỒNG)

Nguồn: NTC, BVSC tổng hợp



### Giá trị còn lại dự án Nam Tân Uyên 1 và 2

Căn cứ trên thông tin và ước tính của BVSC, giá trị còn lại ròng của dự án Nam Tân Uyên 1&2 theo phương pháp DCF là **657 tỷ**, bao gồm giá trị hiện tại ròng của dòng tiền từ cho thuê chưa thu; nguồn thu từ cho thuê nhà xưởng, phí quản lý; thu tài chính bao gồm lãi tiền gửi và cổ tức sau khi trừ chi phí đầu tư tính đến 30.6.2017 và các chi phí khác (quản lý, thuế TNDN, chi phí duy tu hạ tầng). Giá trị của dự án NTU 1&2 ước tính như sau:

Năm	31.12.2017	2018	2019	2020	2021	2022 -2060
<b>Dòng tiền vào (trVND)</b>	<b>120.630</b>	<b>916.544</b>	<b>562.897</b>	<b>105.754</b>	<b>107.869</b>	<b>4.291.027</b>
- Tiền thu từ kinh doanh	97.415	891.469	537.320	79.666	81.260	3.232.506
- Thu cổ tức được chia	23.215	25.075	25.576	26.088	26.609	1.058.521
<b>Dòng tiền ra</b>	<b>313.980</b>	<b>60.642</b>	<b>63.552</b>	<b>88.133</b>	<b>90.304</b>	<b>6.858.744</b>
- Chi đầu tư xây dựng hạ tầng	-	-	-	-	-	-
- Chi tiền đất cho PHR	-	-	-	-	-	-
- Chi tiền thuế đất	259.907	-	-	-	-	-
- Chi phí duy tu hạ tầng	-	-	-	-	-	488.548

**Báo cáo lần đầu NTC**

- Chi phí quản lý doanh nghiệp	40.000	42.000	44.100	46.305	48.620	5.824.695
- Thuế thu nhập doanh nghiệp	14.073	18.642	19.452	41.828	41.684	545.501
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>-193.350</b>	<b>855.901</b>	<b>499.345</b>	<b>17.621</b>	<b>17.565</b>	<b>(2.567.717)</b>
- Số dư tiền lũy kế	796.650	1.652.552	2.151.896	2.169.517	2.187.082	-
- Thu tài chính	53.600	99.153	114.133	130.171	130.698	3.522.626
<b>Giá trị hiện tại dòng tiền ròng</b>	<b>-130.547</b>	<b>778.515</b>	<b>436.379</b>	<b>91.736</b>	<b>80.306</b>	<b>433.253</b>
<b>PV 30.6.2017 (trVND)</b>	<b>: 1.689.642</b>					
<b>NPV 30.6.2017 (trVND)</b>	<b>: 657.640</b>					

**Hiệu quả dự án Nam Tân Uyên 3**

Chúng tôi ước tính hiệu quả dự án NTU 3 theo giả định trình bày phần trên. Theo đó, NPV của dự án đạt **1.059 tỷ**. Dòng tiền dự án thể hiện như sau:

Năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023 - 2067
<b>Dòng tiền vào (trVND)</b>	<b>289.398</b>	<b>735.544</b>	<b>755.191</b>	<b>775.330</b>	<b>795.972</b>	<b>1.617.620</b>
- Tiền thu từ kinh doanh	284.653	725.866	740.384	755.191	770.295	462.177
- Thu quản lý và duy tu hạ tầng	4.744	9.678	14.808	20.138	25.677	1.155.443
<b>Dòng tiền ra (trVND)</b>	<b>463.790</b>	<b>478.749</b>	<b>481.828</b>	<b>487.095</b>	<b>492.713</b>	<b>1.611.956</b>
- Chi đầu tư xây dựng hạ tầng	232.560	232.560	232.560	232.560	232.560	-
- Chi tiền đất cho PHR	64.170	64.170	64.170	64.170	64.170	-
- Chi tiền thuế đất	158.100	158.100	158.100	158.100	158.100	-
- Chi phí duy tu hạ tầng	-	-	-	-	-	410.824
- Chi phí bán hàng	8.540	21.776	22.212	22.656	23.109	13.865
- Thuế thu nhập doanh nghiệp	421	2.143	4.786	9.609	14.774	1.187.267
<b>Dòng tiền ròng (trVND)</b>	<b>-174.393</b>	<b>256.795</b>	<b>273.363</b>	<b>288.235</b>	<b>303.258</b>	<b>5.663</b>
- Số dư tiền lũy kế	(174.393)	82.402	355.766	644.000	947.259	-
- Thu tài chính	-	5.768	15.336	34.992	55.694	3.887.918
<b>Giá trị hiện tại dòng tiền ròng</b>	<b>-142.157</b>	<b>186.766</b>	<b>179.199</b>	<b>175.074</b>	<b>169.660</b>	<b>491.249</b>
<b>NVP 30.6.2017 (trVND)</b>	<b>: 1.059.791</b>					

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Doanh thu	59	64	125	147
Giá vốn	(22)	(29)	(40)	(21)
Lợi nhuận gộp	37	35	85	127
Doanh thu tài chính	31	41	44	66
Chi phí tài chính	(7)	(20)	(14)	(5)
Lợi nhuận sau thuế	28	29	59	131

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	83	18	2	19
Các khoản phải thu ngắn hạn	17	7	8	10
Hàng tồn kho	10	0	0	0
Tài sản cố định hữu hình	15	17	19	21
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	292	320	379	876
<b>Tổng tài sản</b>	<b>927</b>	<b>1.177</b>	<b>1.728</b>	<b>2.117</b>
Nợ ngắn hạn	98	110	292	130
Nợ dài hạn	625	852	1.207	1.684
Vốn chủ sở hữu	204	215	229	302
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>927</b>	<b>1.177</b>	<b>1.728</b>	<b>2.117</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	11,6%	8,1%	96,4%	17,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	13,4%	5,7%	101,5%	121,4%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	63,1%	54,7%	68,1%	85,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	47,2%	46,2%	47,4%	89,1%
ROA (%)	3,1%	2,8%	4,1%	6,8%
ROE (%)	14,0%	14,0%	26,7%	49,4%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,78	0,82	0,87	0,86
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	3,55	4,47	6,56	6,00
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	1.738	1.838	3.705	8.201
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.738	13.438	14.284	18.888

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt. tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Phan Thùy Trang**

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

lethanhhua@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Hà Thị Thu Hằng**

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

**Phạm Đắc Hoàng Minh**

Dệt may

phamdachoangminh@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Nguyễn Xuân Bình**

Phó Giám đốc khối

[nguyentuanbinh@baoviet.com.vn](mailto:nguyentuanbinh@baoviet.com.vn)

**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trưởng

[bachngocthang@baoviet.com.vn](mailto:bachngocthang@baoviet.com.vn)

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

[tranhaiyen@baoviet.com.vn](mailto:tranhaiyen@baoviet.com.vn)

**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

[tranducanh@baoviet.com.vn](mailto:tranducanh@baoviet.com.vn)

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

[tranxuanbach@baoviet.com.vn](mailto:tranxuanbach@baoviet.com.vn)





## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888