

Ngành **Bất động sản KCN** **Bất động sản khu công nghiệp – định giá quá thấp**

Đánh giá **TĂNG TỶ TRỌNG**

Nội dung

1. Việt Nam – địa chỉ sản xuất hấp dẫn
2. Bất động sản KCN tại Việt Nam
3. Quỹ đất – tiềm năng tăng trưởng các KCN
4. Chính sách ghi nhận doanh thu – điểm mờ trong BCTC
5. Doanh thu chưa thực hiện – nợ phải trả nhưng không phải trả
6. Tình hình tài chính các doanh nghiệp KCN
7. Định giá
8. Stock pick

Hoàng Thế Trung, CPA

0989.573.673

hoangttrung28@gmail.com

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Việt Nam là địa chỉ hấp dẫn thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài và trong nước, nhờ vào chính sách hội nhập quốc tế và chi phí sản xuất cạnh tranh. Chúng tôi cho rằng nhu cầu thuê đất khu công nghiệp sẽ tiếp tục tăng cao trong thời gian tới.
- Ngành bất động sản khu công nghiệp có rào cản gia nhập ngành cao và thời gian phát triển dự án lâu. Đây là lợi thế cạnh tranh trong trung hạn đối với các doanh nghiệp còn quỹ đất cho thuê trong thời gian tới.
- Các khu công nghiệp phía Nam có được lợi thế hơn miền Bắc, nhờ vào chi phí và thời gian giải tỏa mặt bằng thấp hơn so với miền Bắc.
- Doanh thu chưa thực hiện là số tiền bán hàng đã nhận trước, là khoản lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng khoản mục ở trên mặc dù phân loại là “nợ phải trả” nhưng sẽ không cần hoàn trả. Đến 31/12/2016, số dư doanh thu chưa thực hiện chiếm khoảng 12% tổng tài sản các doanh nghiệp KCN.
- Tình hình tài chính các doanh nghiệp KCN rất tốt, các doanh nghiệp khu công nghiệp nhiều lần có tỷ lệ nợ vay chỉ 25%.

Rủi ro:

- Ngành khu công nghiệp có nhiều khó khăn trong thành lập mới KCN, dẫn đến một số công ty phải mở rộng kinh doanh ra ngành nghề khác vì không thể mở rộng được KCN.
- Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp ghi nhận doanh thu 1 lần có sự thiếu ổn định trong kết quả kinh doanh trong các năm trước
- Cơ cấu cổ đông KCN thường cô đặc nên thanh khoản cổ phiếu ở mức thấp.

Cổ phiếu khuyến nghị:

- Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu **NTC** ở mức **135,000đ/cp**, mức sinh lợi là **67%**;
- Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu **SZL** ở mức **71,000đ/cp**, tổng mức sinh lợi là **92%**;
- Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu **SNZ** ở mức **20,300đ/cp**, tổng mức sinh lợi là **23%**;
- Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu **TIP** ở mức **24,600đ/cp**, tổng mức sinh lợi là **51%**;
- Khuyến nghị **TRUNG LẬP** cổ phiếu **IDC**;
- Khuyến nghị **TRUNG LẬP** cổ phiếu **BECAMEX**;

1. Việt Nam- địa chỉ sản xuất hấp dẫn

1.1. Một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất châu Á

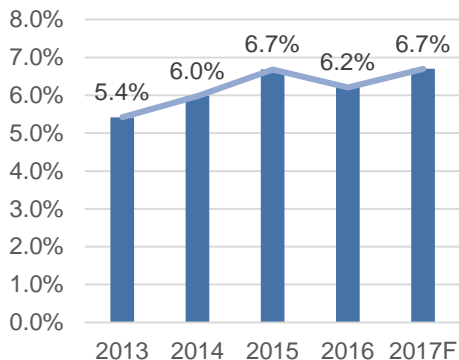
Tăng trưởng kinh tế Việt Nam vẫn đang được duy trì mức cao 6%-7% trong 5 năm qua. GDP tăng trưởng 6.4% trong 9 tháng 2017, và được dự đoán sẽ tăng lên 6.7% trong cả năm 2017. Đà tăng trưởng kỳ vọng sẽ được duy trì nhờ vào cơ cấu dân số vàng, việc đẩy mạnh cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, tăng cường hội nhập quốc tế qua các hiệp định thương mại và làn sóng đầu tư FDI (như Samsung, Formosa v.v.).

Chính phủ mới Việt Nam cho thấy quyết tâm cải thiện môi trường kinh doanh và khuyến khích nền kinh tế tư nhân. Ví dụ như, chính phủ có kế hoạch xóa bỏ hơn 50% kiểm tra chuyên ngành trong thủ tục hải quan vào cuối 2017.

Trong 9 tháng 2017, dòng vốn FDI vào Việt Nam và tự thân đầu tư nội địa tăng mạnh. Tổng vốn nội địa đăng ký kinh doanh là 902,682 ngàn tỷ, tăng 44% cùng kỳ, trong khi vốn FDI giải ngân đạt mức 12.5 tỷ USD, tăng 13.4% cùng kỳ. Điều này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy đầu tư và gia tăng nhu cầu phát triển khu công nghiệp.

GDP Vietnam

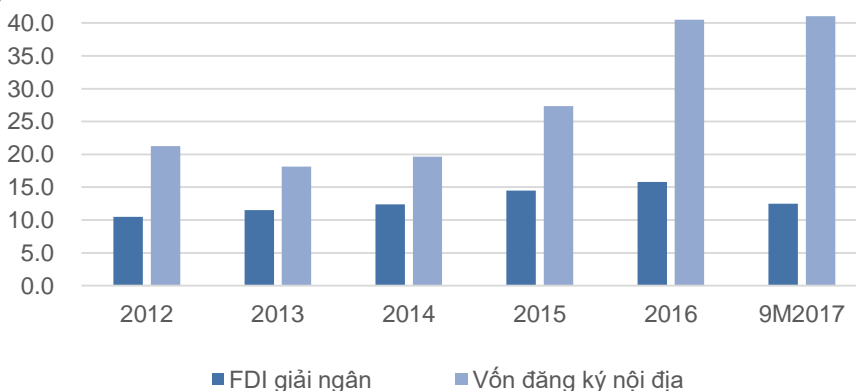
Source: SGO & KISVN



Vốn FDI giải ngân và vốn đăng ký trong nước

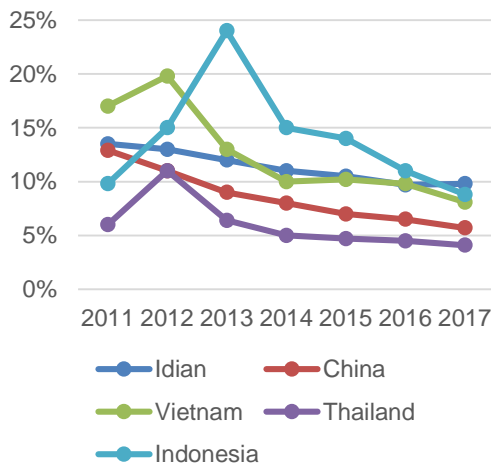
Nguồn: Bộ KH&ĐT

Tỷ USD



Tốc độ tăng lương hàng năm

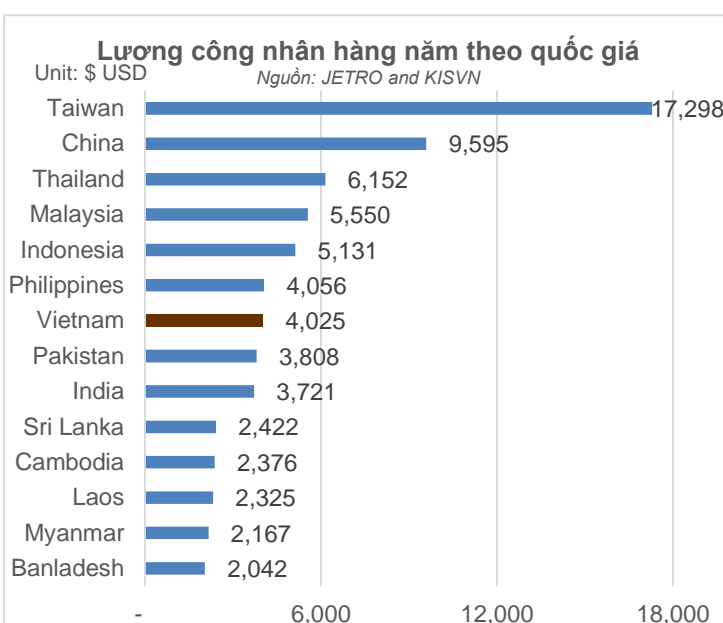
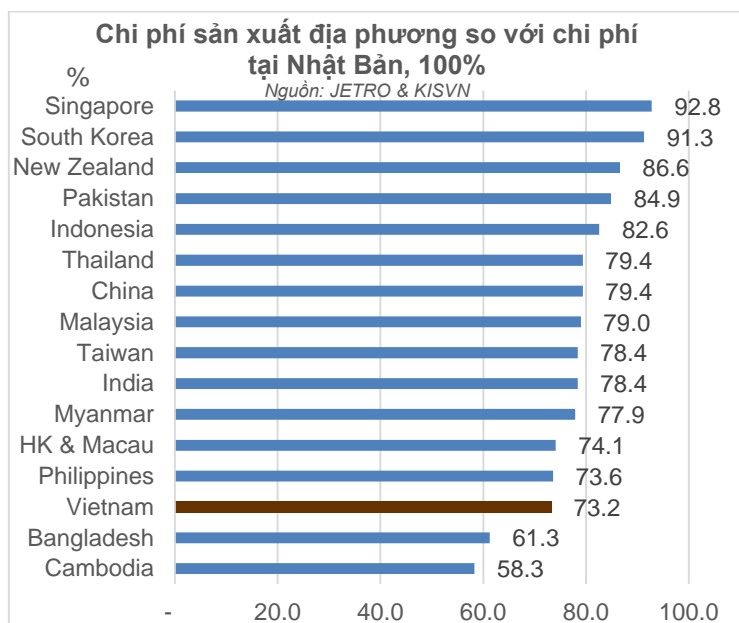
Nguồn: Jetro & KISVN



1.2. Chi phí sản xuất cạnh tranh

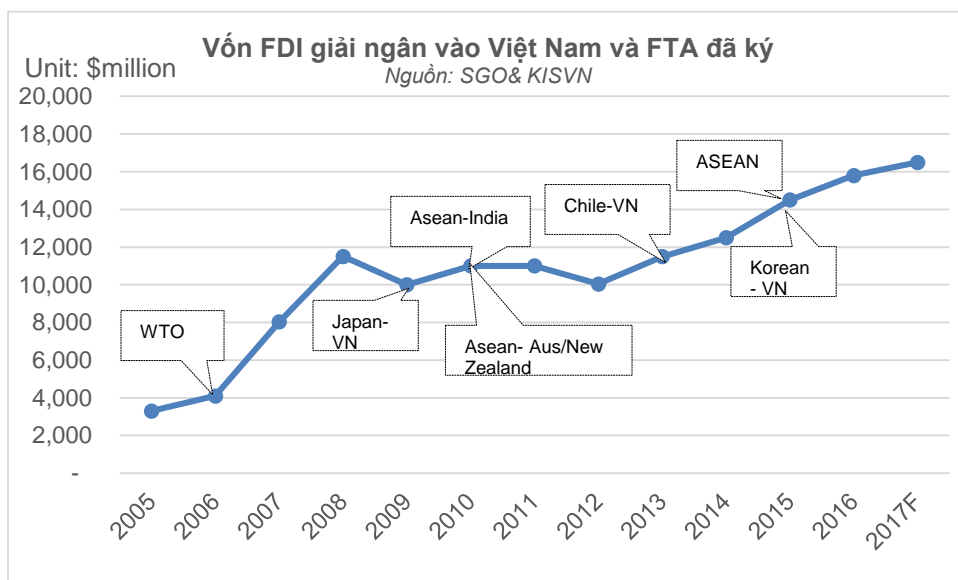
Về lợi thế chi phí, Việt Nam là một trong những quốc gia có chi phí sản xuất thấp nhất trong Asia. Theo báo cáo nghiên cứu chi phí sản xuất công ty đầu tư nước ngoài của tổ chức Xúc tiến thương mại Nhật Bản (JETRO), công ty Nhật Bản tại Việt Nam có chi phí thấp thứ 3 so với các công ty Nhật tại các nước Châu Á khác (chỉ cao hơn Bangladesh và Campuchia). Chi phí tại Việt Nam chỉ tương đương 73.2% khi so sánh chi phí tại Nhật Bản theo thang điểm 100%.

Ngoài ra, chi phí nhân công tại các công ty Nhật tại Việt Nam chỉ ở mức trung bình trong Châu Á. Chi phí lương công nhân Việt Nam trung bình khoảng 4,025 USD/ năm. Tuy nhiên, tốc độ tăng lương Việt Nam qua các năm thì tương đối cao. Mặc dù tỷ lệ tăng lương đã suy giảm so với mức đỉnh 19.8% năm 2012, nhưng mức tăng 2017 được dự đoán ở mức 8.1% / năm.



1.3. Hội nhập quốc tế – Điểm nhấn FTA (hiệp định thương mại tự do)

Việt Nam đã ký kết 12 thỏa thuận FTA, mỗi thu hút các nhà đầu tư nước ngoài đặt nhà máy tại Việt Nam. Sản phẩm của Việt Nam được giảm thuế khi xuất khẩu vào các thị trường FTA. Kể từ hiệp định lịch sử gia nhập WTO năm 2006, Việt Nam đã duy trì cam kết hội nhập quốc tế với việc ký kết thêm 11 FTA nhằm thu hút vốn đầu tư và mở cửa thị trường nội địa. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, làn sóng đầu tư FDI tăng lên sau mỗi hiệp định FTA được ký kết. Với việc Việt Nam vẫn đang trong quá trình đàm phán 5 FTA khác, chúng tôi cho rằng FDI sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong thời gian tới.



FTA đang đàm phán	Năm bắt đầu đàm phán
RCEP (ASEAN + 6)	2013
ASEAN - Hong Kong	2014
Vietnam - EU	2015
Vietnam - EFTA	2012
Vietnam- Israel	2015

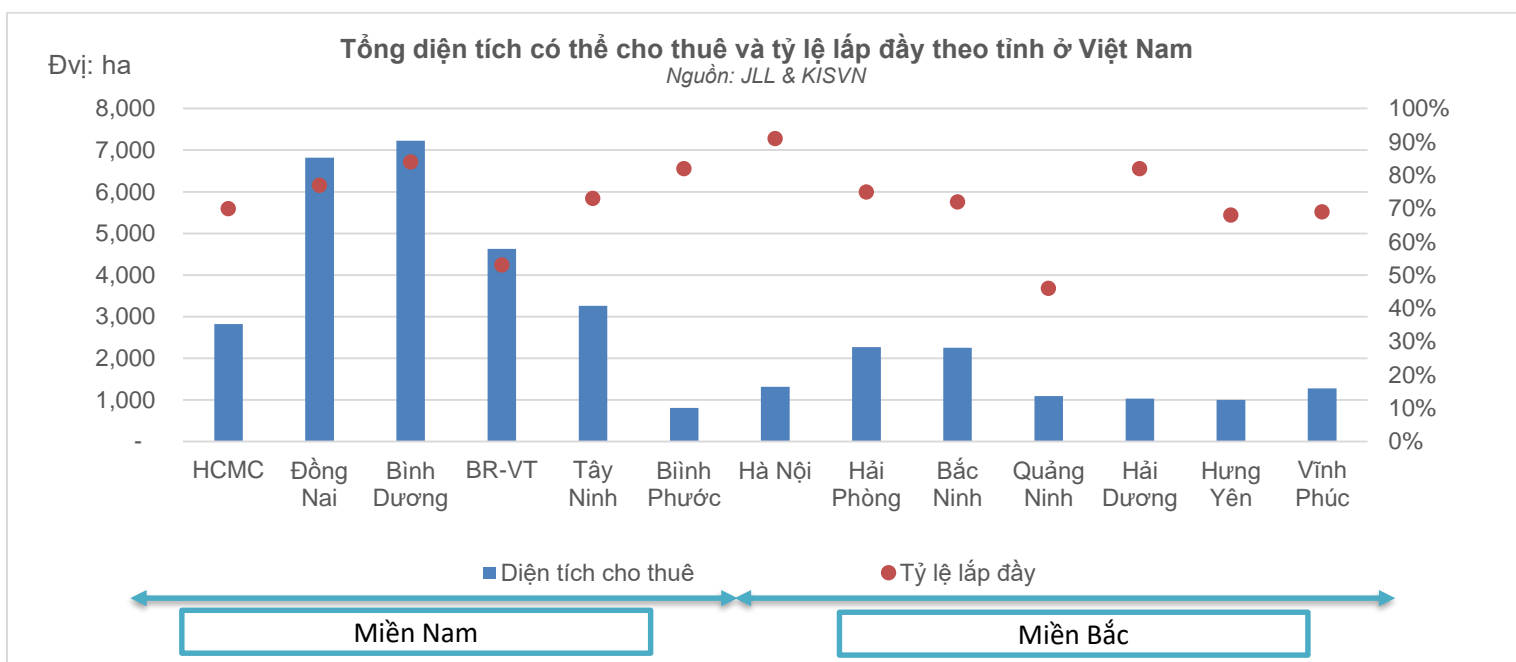
Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam giữ được lợi thế cạnh tranh nhờ thay đổi tích cực của chính phủ mới, với quyết tâm đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế. Các nhà chức trách đang thực hiện cắt giảm các điều kiện kinh doanh nhằm cải thiện môi trường kinh doanh và thúc đẩy kinh tế tư nhân, động lực chính của nền kinh tế.

2. Bất động sản khu công nghiệp tại Việt Nam

2.1. Tổng quan

Theo Vụ Quản lý các khu kinh tế - Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Việt Nam có 328 KCN được thành lập, với tổng diện tích là 96.3 nghìn ha đến tháng 8/2017. Tổng tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp hiện hữu đạt 73%.

Sự phát triển kinh tế Việt Nam phụ thuộc vào 2 đầu tàu là TP. Hồ Chí Minh và TP. Hà Nội, vì vậy hầu hết các khu công nghiệp đều được thành lập ở vùng kinh tế trọng điểm phía Nam gần Hồ Chí Minh và vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc gần Hà Nội. 2 vùng trên chiếm 56% diện tích KCN với 54 ngàn ha.



Hồ Chí Minh và Hà Nội là 2 thành phố lớn nhất Việt Nam, có hạ tầng hàng không và đường biển. Sự phát triển kinh tế và hệ thống cơ sở hạ tầng tốt đã hỗ trợ 2 thành phố này và các thành phố vệ tinh thu hút FDI và đầu tư nội địa. Trong đó, Hồ Chí Minh là trung tâm kinh tế lớn nhất cả nước, vì vậy, chúng tôi ước tính rằng các KCN ở phía Nam có nhiều lợi thế cạnh tranh hơn so với miền Bắc.

2.2. Ngành phát triển khu công nghiệp – rào cản gia nhập ngành cao

Chính sách chính phủ quy định chỉ Thủ tướng được cấp phép việc thành lập mới hay mở rộng diện tích khu công nghiệp. Theo nghị định số 29/2008/ND-CP, khu công nghiệp thành lập mới chỉ được chấp nhận khi ít nhất 60% tổng diện tích đất công nghiệp của các khu công nghiệp đã được thành lập trên cùng địa bàn tỉnh, thành phố đã được cho thuê. Với trường hợp mở rộng, ít nhất 60% tổng diện tích đất công nghiệp của khu công nghiệp hiện hữu đã được cho thuê. Chúng tôi ước tính thủ tục hành chính có thể **mất khoảng 2-3 năm để xin được giấy phép** thành lập hoặc mở rộng KCN.



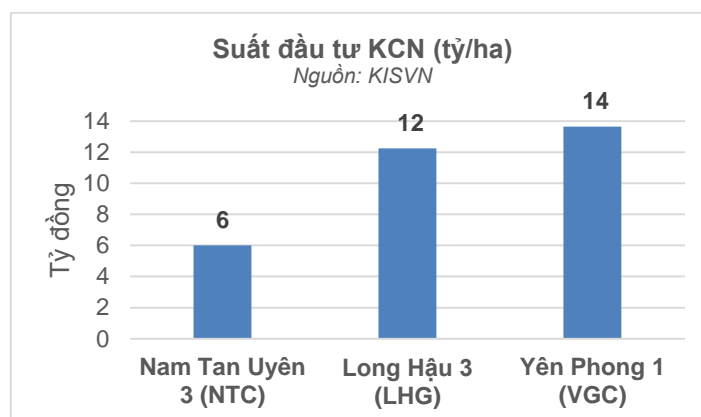
Ngoài ra, các dự án khu công nghiệp thường **đòi hỏi diện tích đất liền kề rất lớn vài trăm ha**. Điều này tạo ra rào cản gia nhập ngành cao, vì các khu đất có khả năng phát triển khu công nghiệp không nhiều.

2.3. Giải phóng mặt bằng – Lợi thế các doanh nghiệp phía Nam

Theo các công ty phát triển KCN, giai đoạn khó khăn nhất trong phát triển KCN chính là giải phóng mặt bằng. Chi phí giải phóng mặt bằng khoảng từ 40%-55% tổng chi phí đầu tư KCN. Trong trường hợp thuận lợi, thời gian có được quỹ đất chiếm khoảng 1-2 năm trong khi thời gian xây dựng để có thể cho thuê chỉ mất 6 tháng.

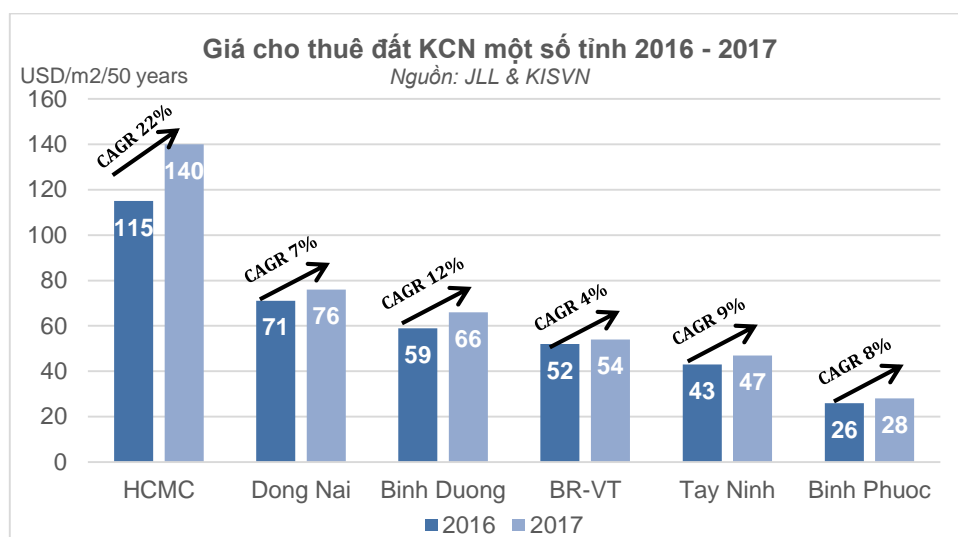
Do đặc thù vùng miền, việc giải phóng mặt bằng ở các tỉnh miền Nam thuận lợi hơn rất nhiều so với miền Bắc. Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc, Hà Nội và các tỉnh thành xung quanh, có mật độ dân số là 971 người/km², cao gấp 1,5 lần so với phía Nam, Hồ Chí Minh và các tỉnh thành xung quanh, là 655 người/km². Ngoài ra ở miền Nam có nhiều quỹ đất có diện tích lớn thuận lợi cho giải phóng mặt bằng, trong khi đó một số KCN ở miền Bắc như Quế Võ đã phát triển 10 năm qua nhưng chưa giải phóng xong hết mặt bằng. Chính vì vậy, suất đầu tư các KCN ở miền Nam thường thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp miền Bắc.

Theo thống kê của KISVN, chi phí đầu tư các KCN từ các đất trồng cây cao su là thuận lợi nhất cho các chủ đầu tư. Ví dụ, dự án NTC3 của Nam Tân Uyên chỉ có mức đầu tư khoảng 6 tỷ/ha (~30USD/m²) trong khi Viglacera ước tính chi phí KCN Yên Phong mở rộng khoảng 14 tỷ/ha.



2.4. Giá cho thuê tăng tốt

Theo thống kê của JLL, trong năm qua, trung bình giá cho thuê đất KCN ở khu vực Đông Nam Bộ đều tăng, cao nhất 22% ở Hồ Chí Minh và thấp nhất 4% ở Vũng Tàu. Chúng tôi cho rằng đầu tư khu công nghiệp có rào cản gia nhập lớn và nhu cầu tăng cao nên giá cho thuê có xu hướng tiếp tục tăng trong thời gian tới, giúp đảm bảo lợi nhuận tăng trưởng tốt cho các công ty phát triển KCN.



3. Quỹ đất – tiềm năng tăng trưởng của các khu công nghiệp

Theo thống kê của KISVN, có 16 doanh nghiệp kinh doanh Bất động sản trên sàn chứng khoán với tổng diện tích KCN là 29,583 ha (chỉ tính KCN sở hữu trên 51%), với diện tích còn có thể cho thuê khoảng 10,093 ha (chiếm 34%). Trong đó, tổng diện tích đang kinh doanh và sẽ triển khai trong năm 2018 là 6,857 ha, còn lại là các dự án đã có giấy phép. Chúng tôi cho rằng các **công ty có quỹ đất còn có thể cho thuê lớn trong tương lai gần như SNZ, Becamex, VGC, IDICO, KBC, HPI và NTC** sẽ có tiềm năng phát triển mạnh doanh thu cho thuê trong thời gian tới.

STT	Công ty	Tổng diện tích (ha, sở hữu trên 51%)	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Diện tích còn có thể cho thuê (ha, ước tính 30/09/2017)			
				Tổng	Diện tích còn lại ở KCN đang KD	Diện tích KCN triển khai 2018	Diện tích KCN triển khai sau 2018
1	BAX	500	177	41	41	-	-
2	MH3	293	273	43	43	-	-
3	SZL	613	682	136	93	-	43
4	NTC	967	1,154	290	35	255	-
5	CCI	220	263	-	-	-	-
6	TIP	323	432	-	-	-	-
7	IDV	437	631	52	52	-	-
8	D2D	345	687	13	13	-	-
9	HPI	908	933	582	307	-	275
10	LHG	369	881	108	17	91	-
11	KBC	3,101	6,036	1,234	495	456	283
12	IDC	3,271	7,500	973	482	-	491
13	VGC	3,133	9,778	1,725	434	441	850
14	ITA	977	3,059	198	198	-	-
15	CLX	263	918	40	6	-	34
16	TIX	128	1,036	-	-	-	-
17	SNZ	4,351	8,659	1,312	1,312	-	-
18	Becamex	9,385	40,827	3,345	2,085	-	1,260
Tổng cộng		29,583		10,093	5,614	1,243	3,236

4. Chính sách ghi nhận doanh thu – điểm mờ trong BCTC

Trước năm 2015, Bộ Tài chính có hướng dẫn việc ghi nhận doanh thu từng lần cho thuê đất công nghiệp nhưng không quy định rõ việc ghi nhận doanh thu một lần. Kể từ khi thông tư 200/2014/TT-BTC có hiệu lực 2015, các doanh nghiệp được phép chọn lựa 2 phương pháp ghi nhận doanh thu là theo từng năm hoặc ghi nhận 1 lần.

	Quyết định 15/2006/QĐ-BTC	Thông tư 200/2014/TT-BTC
Ghi nhận doanh thu trong trường hợp nhận trước tiền cho thuê của nhiều năm	Doanh thu cho thuê được xác định bằng tổng số tiền nhận được chia cho số kỳ nhận trước tiền.	2 cách ghi nhận doanh thu: - Doanh thu cho thuê được xác định bằng tổng số tiền nhận được chia cho số kỳ nhận trước tiền. - Doanh thu cho thuê được ghi nhận toàn bộ 1 lần vào năm nhận được tiền, việc ghi nhận khi thỏa mãn 1 số điều kiện (*)

(*) Điều kiện ghi nhận doanh thu 1 lần:

+ Bên đi thuê không có quyền hủy ngang hợp đồng thuê và doanh nghiệp cho thuê không có nghĩa vụ phải trả lại số tiền đã nhận trước trong mọi trường hợp và dưới mọi hình thức;

+ Số tiền nhận trước từ cho thuê không nhỏ hơn 90% tổng số tiền cho thuê dự kiến thu được theo hợp đồng trong suốt thời hạn cho thuê và bên đi thuê phải thanh toán toàn bộ số tiền thuê trong vòng 12 tháng kể từ thời điểm khởi đầu thuê tài sản;

+ Hầu như toàn bộ rủi ro và lợi ích gắn liền với quyền sử dụng tài sản thuê đã chuyển giao cho bên đi thuê;

+ Doanh nghiệp cho thuê phải ước tính được tương đối đầy đủ giá vốn của hoạt động cho thuê.

Ví dụ	Ghi doanh thu 1 lần	Phân bổ doanh thu theo thời gian thuê
Doanh nghiệp cho thuê 1 khu đất 50 năm với số tiền 100 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp giả định là 60 tỷ.	Dòng tiền thực nhận năm 1 là 100 tỷ Doanh thu và lợi nhuận như sau: Năm 1: Doanh thu 100 tỷ - Lợi nhuận 60 tỷ Năm 2: không ghi nhận Năm 3: không ghi nhận Năm 50: không ghi nhận	Dòng tiền thực nhận năm 1 là 100 tỷ Doanh thu và lợi nhuận như sau: Năm 1: Doanh thu 2 tỷ - Lợi nhuận 1.2 tỷ Năm 2: Doanh thu 2 tỷ - Lợi nhuận 1.2 tỷ Năm 3: Doanh thu 2 tỷ - Lợi nhuận 1.2 tỷ Năm 50: Doanh thu 2 tỷ - Lợi nhuận 1.2 tỷ Tổng doanh thu 100 tỷ – lợi nhuận 60 tỷ trong 50 năm

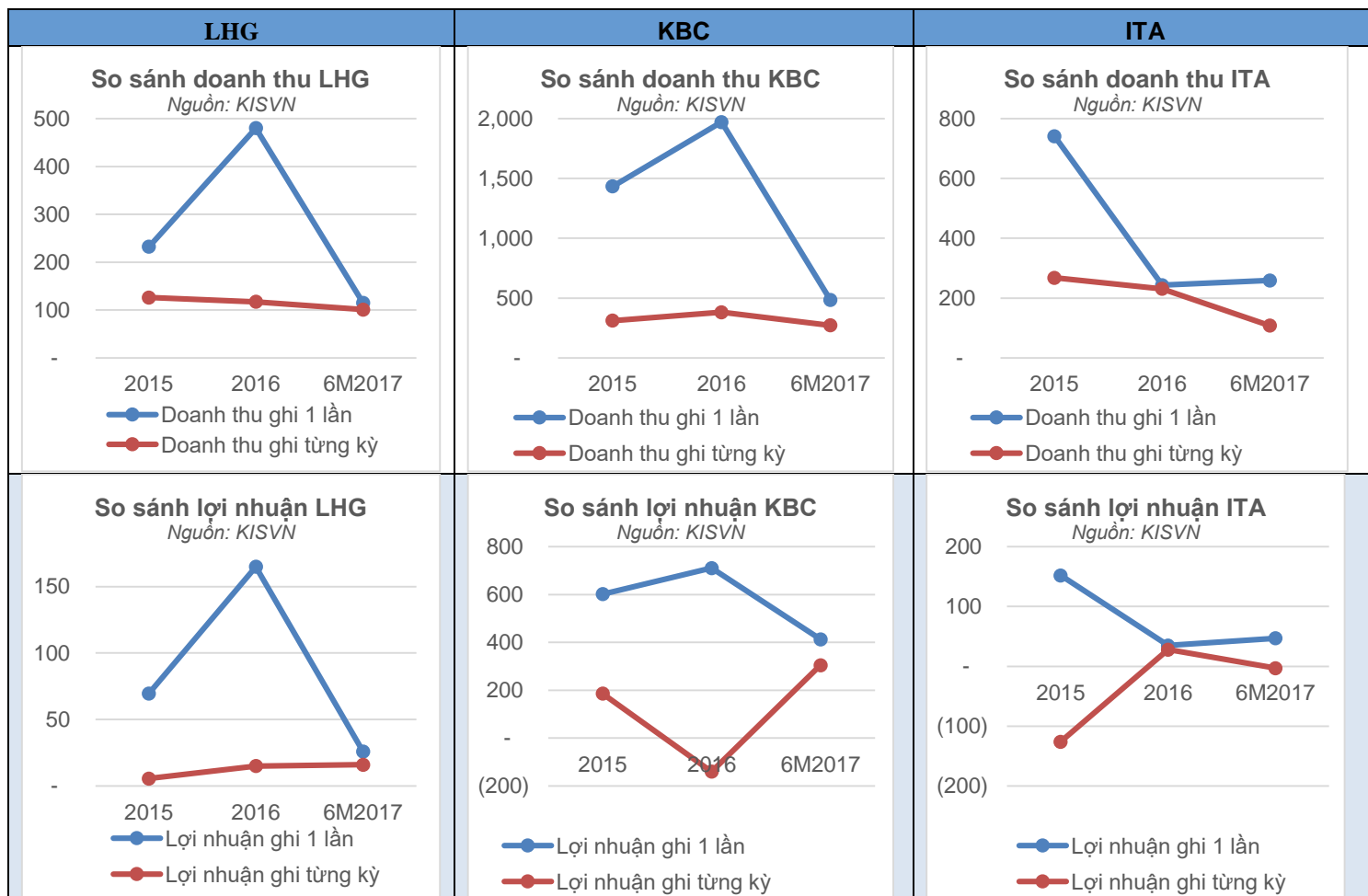
Doanh nghiệp bất động sản căn hộ hay khu công nghiệp đều kinh doanh theo từng dự án, sau khi hoàn thành bàn giao 1 dự án đều phải kiểm quỹ đất khác phát triển dự án mới. Chính vì vậy Bộ tài chính cho phép các doanh nghiệp khu công nghiệp được chọn lựa hạch toán 2 phương pháp ghi nhận doanh thu. **Tuy nhiên không giống như bất động sản nhà ở**, ngành phát triển khu công nghiệp có rào cản gia nhập ngành rất lớn như đã nói ở trên vì quỹ đất lớn không nhiều, thủ tục phê duyệt phức tạp, thời gian thủ tục 1 KCN mới mất tầm 5-7 năm – gấp 3-4 lần dự án bất động sản nhà ở.

Đối với việc ghi nhận doanh thu 1 lần, bên cạnh áp lực tìm kiếm nguồn doanh thu tương lai cho bản thân doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng cách hạch toán này cũng làm cho các nhà đầu tư dễ bị nhầm lẫn khi phân tích báo cáo tài chính. Việc ghi nhận cho thuê 1 lần có thể mang tới lợi nhuận lớn trong thời điểm ghi nhận, tuy nhiên qua các năm sau thì lợi nhuận sẽ không còn nữa. Kết quả kinh doanh phương pháp ghi doanh thu 1 lần sẽ không ổn định bằng phương pháp ghi nhận doanh thu từng năm.

Do thông tư 200 mới có hiệu lực 2015 nên thông thường kết quả kinh doanh các doanh nghiệp ghi nhận doanh thu 1 lần đang cao hơn hẳn so với kết quả ghi nhận

doanh thu từng kỳ. Tuy nhiên sau thời gian ghi nhận hết doanh thu – lợi nhuận, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh các công ty ghi nhận doanh thu 1 lần sẽ bị mất ổn định lớn trong thời gian tới.

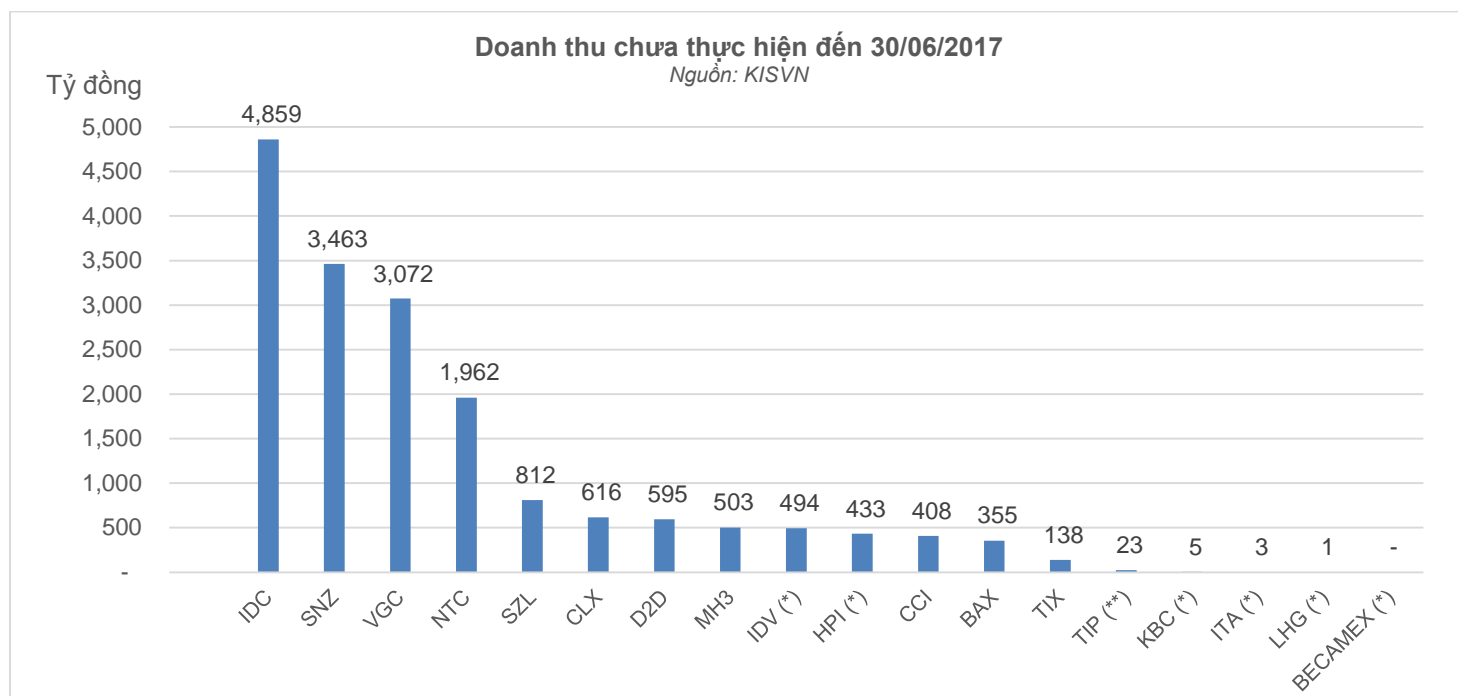
Một số doanh nghiệp sử dụng phương pháp hạch toán doanh thu 1 lần hoặc kết hợp giữa 1 lần và nhiều lần như KBC, ITA, LHG, HPI, IDV và Becamex. Dưới đây là sự khác biệt giữa 2 chính sách ghi nhận doanh thu.



5. Doanh thu chưa thực hiện – nợ phải trả nhưng không phải trả:

Trong trường hợp chủ đầu tư nhận tiền trước 1 lần cho cả thời gian thuê KCN và áp dụng chính sách ghi nhận doanh thu nhiều lần, trên cân đối kế toán sẽ xuất hiện khoản mục Doanh thu chưa thực hiện bên phần “Nợ phải trả”. Tuy nhiên, doanh thu chưa thực hiện sẽ được kết chuyển vào doanh thu bán hàng theo số tiền cho thuê từng kỳ trong suốt thời gian cho thuê KCN. Vì vậy chúng tôi cho rằng doanh thu chưa thực hiện chính là khoản nợ phải trả nhưng không phải trả. Đây chính là khoản lợi nhuận trong tương lai của chủ đầu tư.

Ngoài ra, khi nhận được số tiền lớn 1 lần, chủ đầu tư sẽ có nguồn lực để tìm kiếm dự án mới hoặc có thêm tiền gửi ngân hàng. Chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp có được số dư “Doanh thu chưa thực hiện” lớn như IDICO, SNZ, VGC và NTC.



(*) Các doanh nghiệp ghi doanh thu 1 lần hoặc kết hợp 1 lần và nhiều lần

(**) TIP chỉ nhận tiền cho thuê hàng năm.

6. Tình hình tài chính các doanh nghiệp khu công nghiệp

Chúng tôi phân biệt 2 nhóm công ty theo 2 chính sách kế toán khác nhau là:

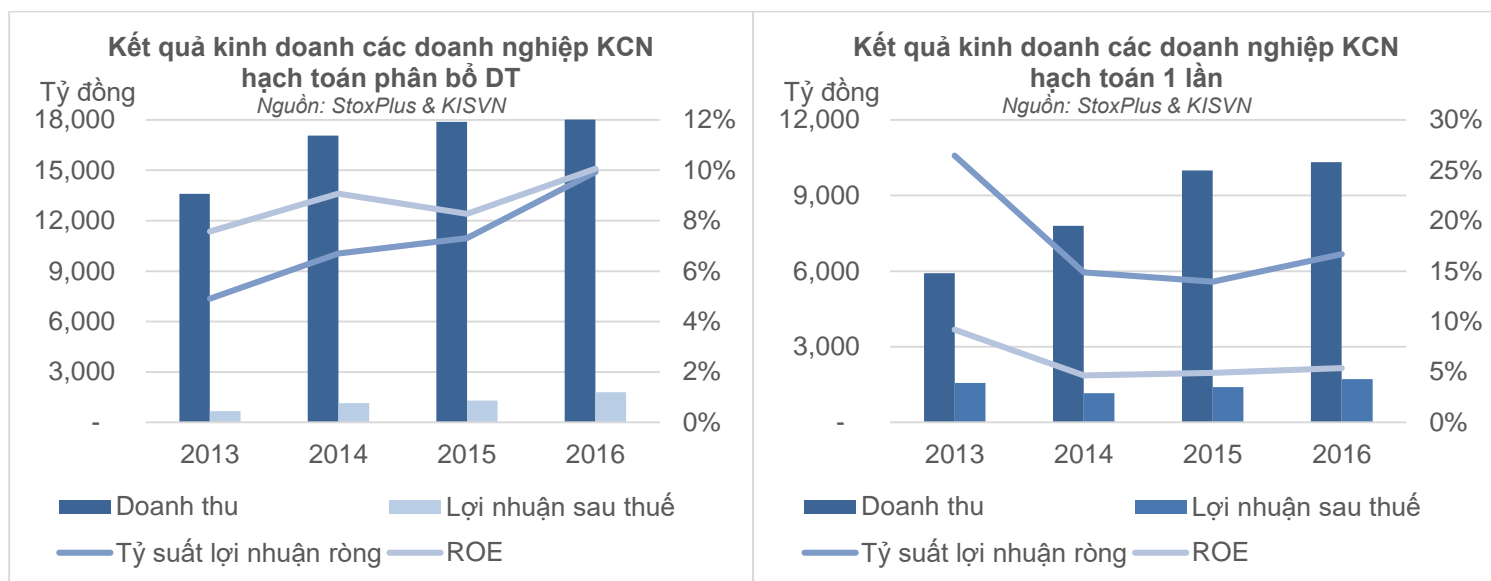
- Nhóm ghi nhận phân bổ doanh thu theo thời gian cho thuê gồm có: NTC, SZL, IDC, D2D, VGC, TIP, CCI, TIX, BAX, MH3, CLX và SNZ.
- Nhóm ghi nhận doanh thu cho thuê 1 lần hoặc phối hợp giữa ghi 1 lần và phân bổ: ITA, KBC, LHG, Becamex, HPI và IDV.

6.1. Kết quả kinh doanh

Chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp phân bổ doanh thu có sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bền vững hơn các doanh nghiệp ghi nhận 1 lần. Doanh thu tăng trưởng giai đoạn 2013-2016 của các doanh nghiệp phân bổ doanh thu là 32%, trong khi doanh nghiệp ghi nhận doanh thu 1 lần tăng trưởng 75%. Tuy nhiên, như đã phân tích ở “3. Chính sách ghi nhận doanh thu – điểm mờ trong BCTC”, chúng tôi cho rằng trong các năm tiếp theo, doanh thu và lợi nhuận các doanh nghiệp ghi nhận 1 lần doanh thu sẽ không có được sự ổn định mà sẽ giảm xuống khi hết quỹ đất bán.

Về tỷ suất sinh lời thì doanh nghiệp phân bổ doanh thu nhiều lần có tỷ suất lợi nhuận ròng thấp và ROE cao do lợi nhuận được ghi nhận trong nhiều kỳ trong tương lai. Tuy nhiên, cả 2 chỉ số này đều tăng trưởng ổn định, lên mức gần 10% năm 2016.

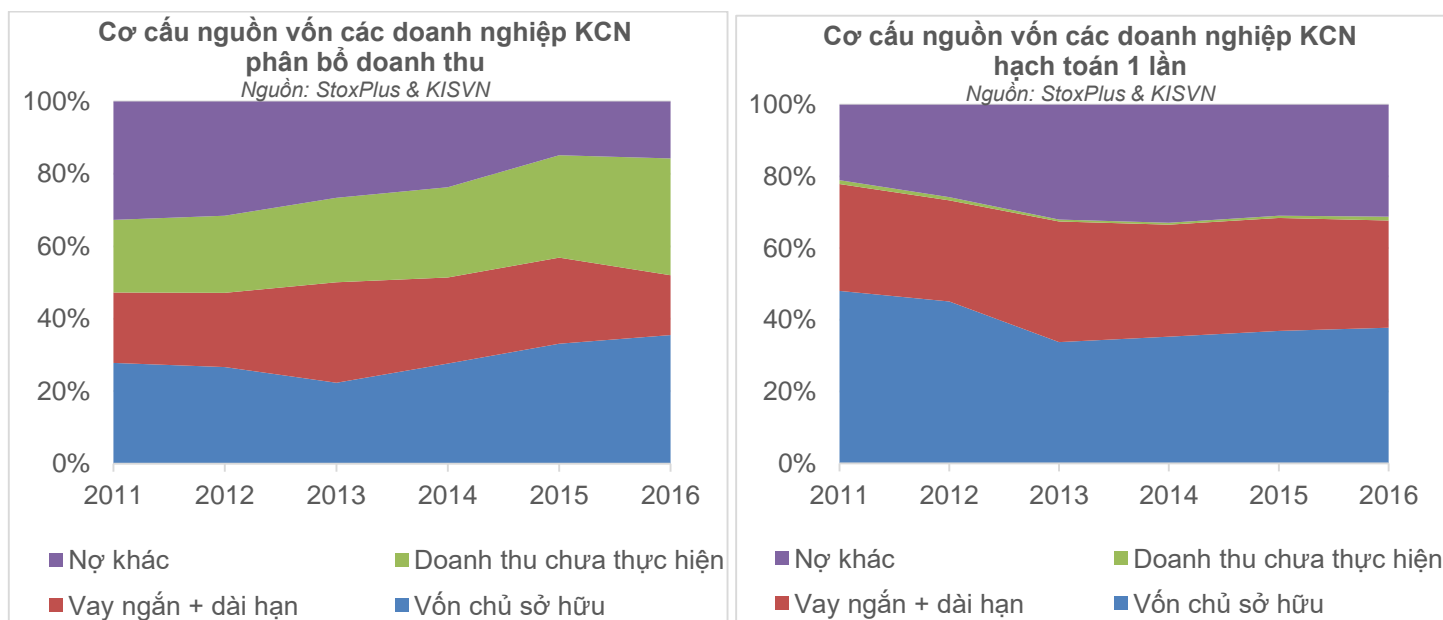
Trong khi đó, các doanh nghiệp hạch toán 1 lần doanh thu chỉ có tỷ suất lợi nhuận ròng cao và ROE thấp do lợi nhuận được ghi nhận sớm trong 1 kỳ. Năm 2016, ROE khoảng 5% và biên lợi nhuận ròng giảm còn 15% từ 28% năm 2013.



6.2. Cơ cấu nguồn vốn

Nhìn chung, ngành BĐS KCN có tình hình tài chính khá lành mạnh. Toàn ngành có tỷ lệ nợ vay là 25% tổng tài sản. Trong đó các doanh nghiệp phân bổ doanh thu tỷ lệ nợ vay / tổng tài sản chỉ khoảng 17% do phần doanh thu chưa thực hiện làm tăng tài sản và các doanh nghiệp hạch toán doanh thu 1 lần có tỷ lệ vay nợ là 30% do hàng tồn kho giảm nhanh, giảm tài sản.

Nhờ vào khoản doanh thu chưa thực hiện là nguồn lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp lên tới 32% tổng tài sản. Chúng tôi nhận thấy rằng tài hình tài chính các doanh nghiệp phân bổ doanh thu tốt hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp ghi nhận doanh thu 1 lần.



(*) Xem phụ lục – danh sách các doanh nghiệp tính toán

7. Định giá DCF một số khu công nghiệp

Chúng tôi tiến hành định giá các khu công nghiệp theo phương pháp NAV: sử dụng chiết khấu dòng tiền cho diện tích đất KCN còn có thể cho thuê. Mô hình định giá sẽ dựa vào 1 số giả định như sau:

Chỉ tiêu	
Chi phí sử dụng vốn chủ (COE, %)	15%
Thời gian cho thuê hết diện tích KCN hiện hữu (năm)	4
Thời gian cho thuê hết diện tích KCN sẽ phát triển trong 2018 (năm)	6
KCN có kế hoạch xây dựng sau 2018	Không đánh giá

Kết quả định dòng tiền DCF một số KCN như sau:

Khu công nghiệp	Tổng diện tích KCN (ha)	Diện tích còn có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê (USD/m ²)	Tổng dòng tiền DCF từ KCN (tỷ)
1 BAX	500	41	-	139
KCN Bàu Xéo	500	41	50	139
2 MH3	293	43	-	(42)
KCN Minh Hưng 3	293	43	23	(42)
3 SZL	613	99	-	834
KCN Sonadezi Long Thành	488	43	90	637
KCN Châu Đức SZL	50	50	28	197
4 NTC	967	290	-	1,217
Nam Tân Uyên	332	-	-	-
Nam Tân Uyên mở rộng 2	289	35	65	112
Nam Tân Uyên mở rộng 3	346	255	65	1,105
5 CCI	220	-	-	-
KCN Tây Bắc Củ Chi	220	-	-	-
6 TIP	323	-	-	492
KCN Tam Phước	323	-	-	492
7 IDV	437	52	-	-
KCN Khai Quang	262	14	-	-
KCN Châu Sơn	175	38	-	-
8 D2D	345	13	-	59
KCN Nhơn Trạch 2	331	-	-	-
KCN Châu Đức D2D	13	13	28	59
9 HPI	908	307	-	4,550
KCN Hiệp Phước 1	311	-	-	-
KCN Hiệp Phước 2	597	307	90	4,550
10 LHG	369	108	-	1,689
Long Hậu 1	137	-	-	-
Long Hậu 2	108	17	90	341
Long Hậu 3	124	91	90	318
11 KBC	3,101	951	-	7,552
Quế Võ hiện hữu	311	7	60	78
Quế Võ mở rộng	300	60	60	665
Nam Sơn Hạp Lĩnh	433	283	60	2,929
Tràng Duệ 1	188	1	60	11
Tràng Duệ 2	214	47	60	457
Tràng Duệ 3	687	456	60	839

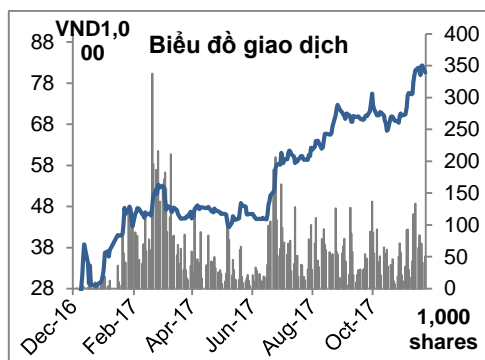
	Khu công nghiệp	Tổng diện tích KCN (ha)	Diện tích còn có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê (USD/m2)	Tổng dòng tiền DCF từ KCN (tỷ)
	Tân Phú Trung	542	231	80	1,841
	Quang Châu	426	149	50	732
12	IDC	2,563	482	-	4,188
	KCN Nhơn Trạch I	382	-	-	-
	KCN Nhơn Trạch V	309	-	-	-
	KCN Kim Hoa	50	-	-	-
	KCN Mỹ Xuân B1	227	21	45	172
	KCN Mỹ Xuân A	302	2	60	12
	KCN Phú Mỹ II	621	97	65	976
	KCN Phú Mỹ II mở rộng	403	220	65	1,615
	KCN Quế Võ II	269	143	60	1,413
13	VGC	3,133	875	-	2,871
	KCN Yên Phong (Bắc Ninh)	345	17	85	269
	KCN Yên Phong mở rộng	314	208	70	2,396
	KCN Tiên Sơn (Bắc Ninh)	332	-	-	-
	KCN Phú Hà (Phủ Thọ)	350	246	32	-
	KCN Đông Mai (Quảng Ninh)	160	101	59	-
	KCN Hải Yên (Quảng Ninh)	182	82	45	-
	KCN Đồng Văn IV (Hà Nam)	300	221	45	206
14	ITA	977	198	-	1,777
	KCN Tân Tạo	442	-	-	-
	KCN Tân Đức	535	106	90	1,777
15	CLX	263	6	-	100
	KCN Vĩnh Lộc	207	6	85	100
16	TIX	128	-	-	833
	KCN Sonadezi Tân Bình	128	-	-	-
17	Becamex	9,385	3,345	-	14,973
	Cụm KCN Mỹ Phước	3,429	72	45	603
	KCN Thới Hòa	956	669	45	5,608
	KCN Bàu Bàng	1,000	35	35	228
	KCN Bàu Bàng mở rộng	2,200	1,309	35	8,533
	KCN Cây Trường	700	490	-	-
	KCN Lai Hưng	600	420	-	-
	KCN Vĩnh Lập Phú Giáo	500	350	-	-
18	SNZ	4,351	1,312	-	7,760
	KCN Sonadezi Long Thành	488	43	90	637
	KCN Long Phước 1	75	43	-	-
	KCN Nhơn Trạch 2	331	-	-	-
	KCN Giang Điền	529	210	50	1,954
	KCN Biên Hòa 1	335	-	-	-
	KCN Thạnh Phú	177	59	80	884
	KCN Biên Hòa 2	365	-	-	-
	KCN Gò Dầu	184	-	-	-
	KCN Xuân Lộc	109	10	50	91
	KCN Định Quán	54	-	-	-
	KCN Suối Tre	148	-	30	-
	KCN Châu Đức	1,556	947	28	4,112

(*) Đây chỉ là kết quả định giá các khu công nghiệp các công ty sở hữu trên 51%. Các khu công nghiệp công ty liên kết sẽ không được tính vào.

Đánh giá NTC

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	81,000
Giá mục tiêu (VND)	135,000
Tăng giá bình quân dự kiến	67%
Lợi suất cổ tức dự kiến	-
Tổng suất sinh lợi	67%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	175%	17%	15%	329%
Tương đối	137%	12%	0%	289%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

Thông kê 13/12/2017

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	82,300 / 18,700
SL lưu hành (triệu cp)	16
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,289
Vốn hóa (triệu USD)	57
% khối ngoại sở hữu	0.1%
SL cp tự do (triệu cp)	7
KLGD TB 3 tháng (cp)	51k
VND/USD	22,450
Index: VNIndex / HNX	926/109

Nguồn: Stoxplus

Cơ cấu sở hữu 13/12/2017

Cao su Phước Hòa	32.85%
Tập đoàn Công nghiệp Cao su VN	20.42%
Nguyễn Thị Thanh Thủy	7.00%
Phan Thị Long	2.50%

Nguồn: Stoxplus

Công ty Cổ phần Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên (UPCOM: NTC) – Quả trứng vàng khu công nghiệp của Tập đoàn cao su VRG

Điểm nhấn đầu tư:

- Nam Tân Uyên có được lợi thế nguồn quỹ đất cao su giá rẻ để phát triển khu công nghiệp từ Tập đoàn cao su và các công ty thành viên (VRG nắm 20.4% NTC và cao su Phước Hòa nắm 32.9%). Quá trình giải phóng mặt bằng đất cao su chỉ mất từ 6-12 tháng, nhanh ít nhất 2 lần so với giải phóng mặt bằng từ đất của người dân.
- Các khu công nghiệp Nam Tân Uyên ở phía Đông Bắc tỉnh Bình Dương, địa phương có thế mạnh rất lớn trong thu hút đầu tư FDI lẫn trong nước
- Tình hình cho thuê đất tăng mạnh trong các năm gần đây. Dự án KCN Nam Tân Uyên 3 với tổng diện tích 345 ha đầu tư trong 2018 sẽ là động lực tăng trưởng mạnh NTC trong 3 năm tới. Chúng tôi giả định giá cho thuê bình quân 65USD/m2/50 năm thì dòng tiền khu 3 có thể mang về khoảng 3,700 tỷ đồng, so với tổng chi phí chỉ khoảng 1,700 tỷ đồng.
- Nam Tân Uyên còn 2 dự án khu dân cư với tổng diện tích 70 ha chưa thực hiện kinh doanh. Đây là tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của NTC.
- Trong 9 tháng 2017, doanh thu đạt 101 tỷ đồng, tăng 13% cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế đạt mức 98 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh 213% so với cùng kỳ.
- Tình hình tài chính cực kỳ lành mạnh. Tính đến 30/09/2017, nợ ròng NTC là âm (-952 tỷ đồng). Giá trị tiền mặt / cổ phiếu đạt mức 60k/ cổ phần. Khoản doanh thu chưa thực hiện cao nhất các khu công nghiệp riêng lẻ, lên mức 2,064 tỷ đồng.

Rủi ro và bất lợi:

- Khu công nghiệp NTC 1 và NTC 2 đã cho thuê hết trong năm 2017. Tăng trưởng hoạt động kinh doanh NTC trong thời gian tới phụ thuộc vào tiến độ kinh doanh của khu NTC 3, hiện nay đang trong thủ tục trình chính phủ phê duyệt.
- NTC sở hữu lượng tiền mặt lớn hơn 1,000 tỷ và sắp tới NTC 3 có thể mang về lượng tiền khoảng hơn 1,500 tỷ. Tuy nhiên chúng tôi chưa rõ được kế hoạch sử dụng nguồn lực tiền mặt của NTC như thế nào.
- Chúng tôi chưa thấy NTC có những dự án nào sẽ được đầu tư sau dự án NTC 3.
- Khu vực Nam Tân Uyên sắp tới có 2 dự án KCN lớn cạnh tranh là VSIP 1,000ha và KCN Tân Bình mở rộng 1,055 ha. Trong đó, KCN Tân Bình có cùng phân khúc khách hàng sẽ cạnh tranh trực tiếp với NTC.

Định giá:

- Dựa vào phương pháp định giá NAV, ước tính giá mục tiêu của NTC là 135k, tổng mức sinh lời là 67%. **TĂNG TỶ TRỌNG.**

Khu công nghiệp	Tổng diện tích KCN (ha)	Diện tích còn có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê (USD/m2)	Tổng dòng tiền DCF từ KCN (tỷ)
NTC	967	290	-	1,217
Nam Tân Uyên	332	-	-	-
Nam Tân Uyên mở rộng 2	289	35	65	112
Nam Tân Uyên mở rộng 3	346	255	65	1,105

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH NTC		Vốn hóa: 1,296 tỷ VND			
Đvị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017E	
Doanh thu thuần	64	125	147	157	
Tăng trưởng (%)	8%	96%	18%	6%	
GVHB	29	40	21	40	
Biên LN gộp (%)	55%	68%	86%	74%	
Chi phí BH & QLDN	28	52	45	48	
EBITDA	32	60	112	102	
Biên lợi nhuận (%)	50%	48%	76%	65%	
Khấu hao	25	26	31	34	
Lợi nhuận từ HĐKD	7	33	82	69	
Biên LN HĐKD (%)	10%	27%	56%	44%	
Chi phí lãi vay ròng	(9)	(15)	(29)	(74)	
Khả năng trả lãi vay(x)	(0.76)	(2.30)	(2.78)	(0.92)	
Lãi/lỗ khác	15	14	31	-	
Thuế	1	2	11	17	
Thuế suất hiệu dụng (%)	3%	4%	7%	12%	
Lợi nhuận ròng	29.4	59.3	131.2	125.9	
Biên lợi nhuận (%)	46%	47%	89%	80%	
Lợi ích CĐ thiếu số	-	-	-	-	
LN cho công ty mẹ	29.42	59.28	131.21	125.93	
Số lượng CP (triệu)	16	16	16	16	
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,839	3,705	8,013	7,683	
Tăng EPS (%)	6%	101%	116%	-4%	
Cổ tức (VND)	1,000	2,700	3,000	4,500	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	54%	73%	37%	59%	

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017E
Vòng quay phải thu (x)	5.35	16.47	16.22	16.22
Vòng quay HTK (x)	5.54	186.90	60.52	60.52
Vòng quay phải trả (x)	0.66	0.71	0.31	0.31
Thay đổi vốn lưu động	-225	-392	-463	20
Capex	84	87	61	20
Dòng tiền khác	25	402	22	-
Dòng tiền tự do	171	-12	541	120
Phát hành cp	-	-	-	-
Cổ tức	16	42	53	67
Thay đổi nợ ròng	-154	54	-488	-53
Nợ ròng cuối năm	-218	-164	-652	-705
Giá trị doanh nghiệp (EV)	902	956	468	415
Tổng VCSH	215	229	307	366
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
VCSH	215	229	307	366
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13,438	14,284	19,174	22,855
Nợ ròng / VCSH (%)	-101%	-72%	-213%	-193%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-6.9	-2.7	-5.8	-6.9
Tổng tài sản	1,177	1,728	2,117	2,123

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

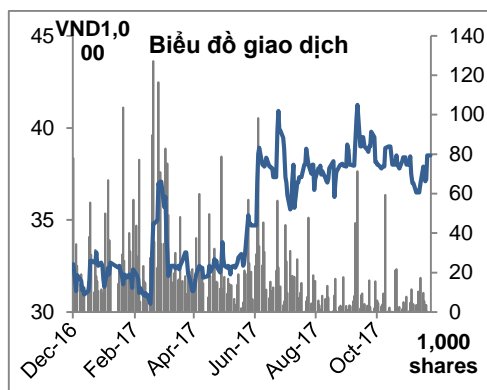
CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	14%	27%	49%	37%
ROA (%)	3%	4%	7%	6%
ROIC (%)	2.14%	3.30%	5.60%	3.13%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	38.1	18.9	8.7	9.1
PBR (x)	5.2	4.9	3.7	3.1
PSR (x)	17.6	9.0	7.6	7.1
EV/EBITDA (x)	28.5	16.0	4.2	4.1
EV/sales (x)	14.2	7.6	3.2	2.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1%	4%	4%	6%

Đánh giá

SZL

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	37,000
Giá mục tiêu (VND)	71,000
Tăng giá bình quân dự kiến	92%
Lợi suất cổ tức dự kiến	-
Tổng suất sinh lợi	92%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	22%	1%	-3%	18%
Tương đối	-16%	-5%	-19%	-22%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

Thông kê

13/12/2017

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	41,250 / 29,900
SL lưu hành (triệu cp)	20
Vốn hóa (tỷ đồng)	700
Vốn hóa (triệu USD)	31
% khối ngoại sở hữu	16.2%
SL cp tự do (triệu cp)	6
KLGD TB 3 tháng (cp)	8k
VND/USD	22,450
Index: VNIndex / HNX	926/109

Nguồn: Stoxplus

Cơ cấu sở hữu

13/12/2017

Tổng Sonadezi	51.19%
America Limited Liability Company	9.73%
Quỹ đầu tư Phát triển Đồng Nai	5.66%
Bưu điện Đồng Nai	5.33%

Nguồn: Stoxplus

Công ty cổ phần Sonadezi Long Thành (HSX: SZL) – Định giá hấp dẫn

Điểm nhấn đầu tư:

- SZL sở hữu Khu công nghiệp Sonadezi Long Thành có vị trí đắc địa gần cao tốc Hồ Chí Minh – Long Thành – Dầu Giây, có tỷ lệ lấp đầy cuối 2016 là 84%. Diện tích còn có thể cho thuê khoảng **43ha tương ứng khoảng 800 tỷ đồng doanh thu** cho thuê đất. Ngoài đất, 10 nhà xưởng cũng được xây dựng và cho thuê với doanh thu hằng năm khoảng 25 tỷ đồng và tỷ lệ lợi nhuận gộp ổn định khoảng 50%.
- SZL cũng mở bán KCN Châu Đức 50ha và xúc tiến đầu tư dự án KCN Long Phước 1 với diện tích 75 ha. Đây là tiềm năng tăng trưởng cho SZL trong các năm tới.
- 9T2017, lợi nhuận sau thuế đạt mức 98 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh 213% so với cùng kỳ.
- Tình hình tài chính tốt. Tính đến 30/09/2017, nợ ròng SZL là âm (-512 tỷ đồng). Giá trị tiền mặt / cổ phiếu đạt mức 27k/ cổ phần. Khoản doanh thu chưa thực hiện lên mức 783 tỷ đồng.

Rủi ro và bất lợi:

- Đất KCN tồn kho tại KCN Châu Đức chưa thu hút được nhiều nhà đầu tư. Ngoài ra KCN Long Phước 1 mới chuẩn bị đầu tư dự án. Chúng tôi cho rằng ít nhất 2 năm tới SZL vẫn chưa thu được lợi nhuận từ 2 dự án này.
- Khoản đầu tư tài chính 100 tỷ vào CTCP Sonadezi Châu Đức và thuê 50 ha đất của Khu công nghiệp Sonadezi Châu Đức chưa thể mang lại lợi nhuận trong ngắn hạn cho SZL.
- Thanh khoản cổ phiếu SZL thấp, trung bình khoảng 6k/ngày.

Định giá:

- Dựa vào phương pháp định giá NAV, ước tính giá mục tiêu của SZL là 71k, tổng mức sinh lời là 92%. **TĂNG TỶ TRỌNG**

Khu công nghiệp	Tổng diện tích KCN (ha)	Diện tích còn có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê (USD/m2)	Tổng dòng tiền DCF từ KCN (tỷ)
SZL	613	99	-	834
KCN Sonadezi Long Thành	488	43	90	637
KCN Châu Đức SZL	50	50	28	197

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH SZL		Vốn hóa: 673 tỷ VND			
Đvị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017E	
Doanh thu thuần	179	190	282	304	
Tăng trưởng (%)	17%	6%	48%	8%	
GVHB	138	143	170	206	
Biên LN gộp (%)	23%	24%	40%	32%	
Chi phí BH & QLDN	21	24	30	33	
EBITDA	58	62	119	113	
Biên lợi nhuận (%)	33%	33%	42%	37%	
Khấu hao	38	40	38	48	
Lợi nhuận từ HĐKD	20	22	81	65	
Biên LN HĐKD (%)	11%	12%	29%	21%	
Chi phí lãi vay ròng	-20	-18	-26	-31	
Khả năng trả lãi vay(x)	-1.03	-1.24	-3.15	-2.13	
Lãi/lỗ khác	11	13	14	13	
Thuế	7	7	20	18	
Thuế suất hiệu dụng (%)	14%	13%	17%	17%	
Lợi nhuận ròng	43	46	101	91	
Biên lợi nhuận (%)	24%	24%	36%	30%	
Lợi ích CĐ thiếu số	-	-	-	-	
LN cho công ty mẹ	43	46	101	91	
Số lượng CP (triệu)	20.0	20.0	20.0	20.0	
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,171	2,291	5,049	4,546	
Tăng EPS (%)	10%	6%	120%	-10%	
Cổ tức (VND)	1,400	1,600	1,600	3,500	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	65%	70%	32%	77%	

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

$Lãi/lỗ\ khác\ gồm\ lãi/lỗ\ hoạt\ động\ tài\ chính,\ lãi\ lỗ\ từ\ LDLK\ và\ lãi/lỗ\ khác$

$Tỷ\ lệ\ trả\ cổ\ tức = Cổ\ tức\ đã\ trả / LN\ ròng\ cho\ công\ ty\ mẹ$

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017E
Vòng quay phải thu (x)	7.62	8.80	16.02	16.02
Vòng quay HTK (x)	1.65	1.74	2.04	2.04
Vòng quay phải trả (x)	2.00	1.83	2.03	2.03
Thay đổi vốn lưu động	25	-45	30	2
Capex	87	86	112	112
Dòng tiền khác	-140	-36	-219	-2
Dòng tiền tự do	110	82	216	26
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	25	29	29	70
Thay đổi nợ ròng	-85	-53	-186	44
Nợ ròng cuối năm	-345	-397	-584	-540
Giá trị doanh nghiệp (EV)	395	343	156	200
Tổng VCSH	461	429	501	522
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
VCSH	461	429	501	522
Giá trị sổ sách/cp (VND)	23,026	21,458	25,051	26,097
Nợ ròng / VCSH (%)	-75%	-93%	-117%	-104%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-5.9	-6.4	-4.9	-4.8
Tổng tài sản	1,234	1,287	1,172	1,237

$Nợ\ ròng = Nợ - Tiền\ \&\ tương\ đương\ tiền$

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	9%	10%	22%	18%
ROA (%)	4%	4%	8%	8%
ROIC (%)	2%	3%	7%	6%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	17.0	16.2	7.3	8.1
PBR (x)	1.6	1.7	1.5	1.4
PSR (x)	4.1	3.9	2.6	2.4
EV/EBITDA (x)	6.8	5.5	1.3	1.8
EV/sales (x)	2.2	1.8	0.6	0.7
Suất sinh lợi cổ tức (%)	4%	4%	4%	9%

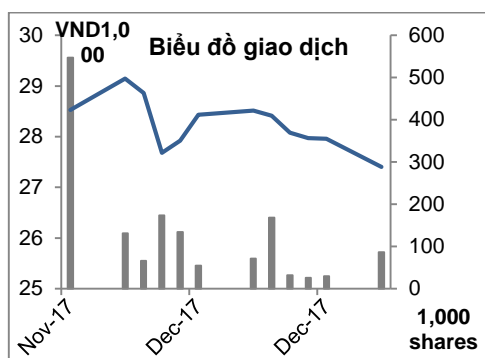
Đánh giá

IDC

TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)

28,400



Nguồn: Stoxplus, so với VNI

Thông kê

20/06/16

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 29,100 / 27,400

SL lưu hành (triệu cp) 55.31

Vốn hóa (tỷ đồng) 1,515

Vốn hóa (triệu USD) 67

% khối ngoại sở hữu 13.8%

SL cp tự do (triệu cp) 16

KLGD TB 3 tháng (cp) 126k

VND/USD 22,450

Index: VNIndex / HNX 926/109

Nguồn: Stoxplus

Tổng công ty Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam (Upcom: IDC) – Phát triển ổn định

Điểm nhấn đầu tư:

- Idico là một trong 5 nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất ở Việt Nam, với 10 dự án KCN và tổng diện tích 3,271 ha. Diện tích đất KCN còn có thể cho thuê là 973 ha đủ cho Idico phát triển trong 5 năm tới.
- Các KCN Mỹ Xuân, Phú Mỹ II và Quế Võ II có vị trí tốt và giá cho thuê cao, đây là động lực chính tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tới cho Idico.
- Tình hình thời tiết thuận lợi và nhà máy Đăk Mi 3 hoạt động từ quý 3/2017, sẽ giúp làm tăng hiệu quả hoạt động mảng thủy điện.
- Hoạt động thu phí Idico có sự tăng mạnh trong 2015 và sẽ duy trì mức cao trong các năm tới. Nguyên nhân do trạm An Suương An Lạc được UBND HCM cho phép tăng mức phí thu theo lộ trình 5 năm.
- Tình hình tài chính lành mạnh, với vốn chủ sở hữu và doanh thu chưa thực hiện chiếm 67% tổng cơ cấu nguồn vốn tại 30/06/2017. Ngoài ra Idico có số dư tiền mặt rất lớn, dẫn đến nợ ròng gần như bằng 0.

Rủi ro và bất lợi:

- Khi lập báo cáo hợp nhất, Idico chưa tiến hành hợp nhất báo cáo các công ty liên kết và loại trừ doanh thu nội bộ. Điều này làm cho việc phân tích hiệu quả toàn Idico có thể chưa phù hợp.
- Mảng kinh doanh xây lắp của Idico đang tập trung phục vụ công ty nội bộ, chưa có chiến lược cụ thể phát triển trong thời gian tới.
- Nhà nước có kế hoạch sẽ thoái hết 36% vốn của Idico sau thời điểm 31/12/2018. Vì vậy, chúng tôi cho rằng sự phát triển tương lai của Idico phụ thuộc rất lớn vào định hướng phát triển của nhà đầu tư chiến lược là Bitexco và SSG Group.

Định giá:

- Do Idico là tổng công ty hoạt động nhiều ngành nghề kinh doanh. Nên chúng tôi không tiến hành định giá cổ phiếu Idico trong báo cáo ngành KCN. Nhà đầu tư có thể tham khảo báo cáo gần nhất về [Full Idico tại đây](#)

Khu công nghiệp	Tổng diện tích KCN (ha)	Diện tích còn có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê (USD/m2)	Tổng dòng tiền DCF từ KCN (tỷ)
IDC	2,563	482.278	-	4,188
KCN Nhơn Trạch I	382	-	-	-
KCN Nhơn Trạch V	309	-	-	-
KCN Kim Hoa	50	-	-	-
KCN Mỹ Xuân B1	227	20.54	45	172
KCN Mỹ Xuân A	302	1.96	60	12
KCN Phú Mỹ II	621	96.72	65	976
KCN Phú Mỹ II mở rộng	403	220.15	65	1,615
KCN Quế Võ II	269	143.108	60	1,413

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH IDICO		Vốn hóa: 8,520 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017E	
Doanh thu thuần	3,972	4,609	4,423	5,472	
Tăng trưởng (%)	3%	16%	-4%	24%	
Xây lắp	26	812	1,059	1,271	
Kinh doanh điện	56	1,872	2,062	2,098	
Thủy điện	89	949	156	308	
Khu công nghiệp	193	431	590	661	
Bất động sản	36	86	99	771	
Thu phí đường bộ	131	301	330	363	
Khác	(37)	155	126	-	
GVHB	3,567	4,115	3,923	4,618	
Biên LN gộp (%)	10%	11%	11%	16%	
Chi phí BH & QLDN	142	223	225	312	
EBITDA	713	550	570	871	
Biên lợi nhuận (%)	18%	12%	13%	16%	
Khấu hao	449	278	296	329	
Lợi nhuận từ HĐKD	264	272	274	542	
Biên LN HĐKD (%)	7%	6%	6%	10%	
Chi phí lãi vay ròng	64	66	25	5	
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	10%	8%	12%	9%	
Khả năng trả lãi vay(x)	4	4	11	108	
Lãi/lỗ khác	48	94	281	107	
Thuế	24	30	81	100	
Thuế suất hiệu dụng (%)	10%	10%	15%	16%	
Lợi nhuận ròng	223	270	449	544	
Biên lợi nhuận (%)	6%	6%	10%	10%	
Lợi ích CĐ thiếu số	54	67	60	82	
LN cho công ty mẹ	170	203	389	462	
Số lượng CP (triệu)	253	253	253	300	
EPS hiệu chỉnh (VND)	671	803	1,536	1,541	
Tăng EPS (%)	-2%	20%	91%	0%	
Cổ tức (VND)	200	200	1,120	400	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	30%	25%	73%	26%	

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017E
Vòng quay phải thu (x)	6.73	8.04	9.81	9.81
Vòng quay HTK (x)	5.39	5.26	4.61	4.61
Vòng quay phải trả (x)	4.00	3.01	3.71	3.71
Thay đổi vốn lưu động	-230	5,439	-4,479	105
Capex	376	180	195	887
Dòng tiền khác	5,500	-5,799	331	0
Dòng tiền tự do	-4,973	728	4,699	-119
Phát hành cp	3	0	0	900
Cổ tức	51	45	283	120
Thay đổi nợ ròng	5,021	-683	-4,416	-660
Nợ ròng cuối năm	5,021	4,338	-78	-738
Giá trị doanh nghiệp (EV)	10,127	9,497	5,108	4,529
Tổng VCSH	2,833	3,247	3,412	4,736
Lợi ích cổ đông thiểu số	552	605	632	713
VCSH	2,281	2,642	2,780	4,022
Giá trị sổ sách/cp (VND)	9,016	10,441	10,989	13,407
Nợ ròng / VCSH (%)	177%	134%	-2%	-16%
Nợ ròng / EBITDA (x)	7.0	7.9	-0.1	-0.8
Tổng tài sản	13,353	13,534	9,284	9,947

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	15%	8%	14%	14%
ROA (%)	3%	2%	4%	6%
ROIC (%)	4%	2%	4%	6%
WACC (%)	7%	10%	15%	15%
PER (x)	26.8	22.4	11.7	11.7
PBR (x)	2.0	1.7	1.6	1.3
PSR (x)	1.1	1.0	1.0	0.8
EV/EBITDA (x)	14.2	17.3	9.0	5.2
EV/sales (x)	2.5	2.1	1.2	0.8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1%	1%	6%	2%

Đánh giá	BECEMEX
	TRUNG LẬP
Giá IPO (VND)	31,000

Sở hữu sau IPO

Vốn nhà nước	74%
Nhà đầu tư chiến lược	25%
Cổ đông khác	1%

Nguồn: Stoxplus

Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp (BECEMEX) – Gánh nặng từ thành phố mới Bình Dương

Điểm nhấn đầu tư:

- Becamex là công ty có quỹ đất còn lại rất lớn hơn 3,000 ha ở tỉnh Bình Dương, đảm bảo quỹ đất cho sự phát triển Becamex trong ít nhất 10 năm tới.
- Cụm khu công nghiệp Mỹ Phước và Bàu Bàng với tổng diện tích còn có thể cho thuê là khoảng 2,000 ha có vị trí tốt và giá cho thuê cạnh tranh, đây là động lực chính tăng trưởng cho các năm tới cho Becamex. Ngoài ra, Becamex đang chuẩn bị đầu tư 3 khu công nghiệp khác có tổng diện tích 1,800 ha
- Khoản đầu tư vào VSIP là “quả trứng vàng” cho Becamex, mang lại lợi nhuận ổn định khoảng 400-600 tỷ/ năm cho Becamex.
- Thành phố mới Bình Dương là dự án rất lớn và bao gồm cả khu trung tâm hành chính tỉnh Bình Dương.
- Becamex dự định thoái vốn cổ phần 1 số công ty con và thu gọn bộ máy. Chúng tôi cho rằng Becamex sẽ hoạt động tốt hơn sau khi cổ phần hóa.

Rủi ro và bất lợi:

- Chính sách ghi nhận doanh thu cho thuê khu công nghiệp là 1 lần (thay vì phân bổ theo thời gian thuê), kết quả kinh doanh không ổn định.
- Khu thành phố mới Bình Dương hoạt động đã được 3 năm nhưng tỷ lệ dân cư còn rất thấp, chúng tôi cho rằng ít nhất trong 3 năm tới tiến độ bán hàng Becamex tại thành phố mới Bình Dương khó có thể cải thiện nhiều.
- Becamex có sử dụng đòn bẩy tài chính khá cao. Nợ vay chiếm 40% tổng tài sản, so với trung bình ngành các công ty bất động sản niêm yết là 30%.
- Becamex dự kiến cần 31,995 tỷ đồng để tiếp tục đầu tư các dự án khu công nghiệp và đô thị trong giai đoạn 2017-2019. Với tỷ lệ đòn bẩy tài chính hiện tại, Becamex sẽ gặp áp lực cao để có đủ nguồn vốn để đầu tư 31,995 tỷ đồng.

Định giá:

- Do Becamex là tổng công ty hoạt động nhiều ngành nghề kinh doanh. Nên chúng tôi không tiến hành định giá cổ phiếu Becamex trong báo cáo ngành KCN. Nhà đầu tư có thể tham khảo báo cáo gần nhất về [Full Becamex tại đây](#)

Khu công nghiệp	Tổng diện tích KCN (ha)	Diện tích còn có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê (USD/m2)	Tổng dòng tiền DCF từ KCN (tỷ)
Becamex	9,385	3,345	-	14,973
Cụm KCN Mỹ Phước	3,429	72	45	603
KCN Thới Hòa	956	669	45	5,608
KCN Bàu Bàng	1,000	35	35	228
KCN Bàu Bàng mở rộng	2,200	1,309	35	8,533
KCN Cây Trường	700	490	-	-
KCN Lai Hưng	600	420	-	-
KCN Vĩnh Lập Phú Giáo	500	350	-	-

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 40,827 tỷ VND			
Đvt: Tỷ đồng	2015	2016	2017E	2018E	
Doanh thu thuần	7,338	7,300	8,111	9,043	
Tăng trưởng (%)	26%	-1%	11%	11%	
Thu phí đường bộ	212	231	252	274	
Xây lắp	866	409	532	691	
Bất động sản	3,002	4,093	4,502	4,953	
Bán hàng hóa, dịch vụ và thành phẩm	3,030	2,409	2,650	2,915	
Khác	49	146	175	210	
GVHB	5,672	5,417	6,023	6,727	
Biên LN gộp (%)	23%	26%	26%	26%	
Chi phí BH & QLDN	1,025	1,146	1,274	1,491	
EBITDA	1,060	1,194	1,314	1,371	
Biên lợi nhuận (%)	14%	16%	16%	15%	
Khấu hao	419	458	500	546	
Lợi nhuận từ HĐKD	640	736	814	825	
Biên LN HĐKD (%)	9%	10%	10%	9%	
Chi phí lãi vay ròng	534	636	655	354	
% so với nợ ròng	3%	3%	3%	3%	
Khả năng trả lãi vay(x)	1.20	1.16	1.24	2.33	
Lãi/lỗ khác	508	819	860	903	
VSIP	431	619	650	682	
Thuế	31	34	51	69	
Thuế suất hiệu dụng (%)	5%	4%	5%	5%	
Lợi nhuận ròng	583	886	969	1,306	
Biên lợi nhuận (%)	8%	12%	12%	14%	
Lợi ích CĐ thiếu số	98	99	109	120	
LN cho công ty mẹ	485	787	860	1,186	
Số lượng CP (triệu)	988	988	1,317	1,317	
EPS hiệu chỉnh (VND)	410	699	592	835	
Tăng EPS (%)	-16%	71%	-15%	41%	
Cổ tức (VND)	-	-	-	183	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0%	0%	0%	22%	

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

$Lãi/lỗ\ khác\ gồm\ lãi/lỗ\ hoạt\ động\ tài\ chính, lãi\ lỗ\ từ\ LDLK\ và\ lãi/lỗ\ khác$

$Tỷ\ lệ\ trả\ cổ\ tức = Cổ\ tức\ đã\ trả / LN\ ròng\ cho\ công\ ty\ mẹ$

ĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2015	2016	2017E	2018E
Vòng quay phải thu (x)	1.51	1.25	1.25	1.25
Vòng quay HTK (x)	0.26	0.22	0.22	0.22
Vòng quay phải trả (x)	0.36	0.33	0.33	0.33
Thay đổi vốn lưu động	4,314	944	2,406	3,127
Capex	858	1,693	200	200
Dòng tiền khác	-1,028	-853	-	-
Dòng tiền tự do	-3,141	-441	-1,137	-1,476
Phát hành cp	-	6	9,827	-
Cổ tức	-	673	-	241
Thay đổi nợ ròng	3,141	1,108	-8,690	1,717
Nợ ròng cuối năm	17,813	18,922	10,232	11,949
Giá trị doanh nghiệp (EV)	60,070	61,890	53,309	55,145
Tổng VCSH	11,316	11,534	22,330	23,394
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,430	2,141	2,250	2,369
VCSH	9,886	9,393	20,080	21,025
Giá trị sổ sách/cp (VND)	10,006	9,507	15,247	15,964
Nợ ròng / VCSH (%)	157%	164%	46%	51%
Nợ ròng / EBITDA (x)	16.8	15.8	7.8	8.7
Tổng tài sản	51,472	52,798	54,904	57,686

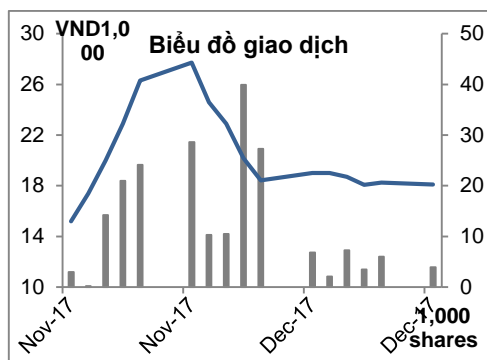
$Nợ\ ròng = Nợ - Tiền\ \&\ tương\ đương\ tiền$

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017E	2018E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	5%	8%	6%	6%
ROA (%)	1%	2%	2%	2%
ROIC (%)	2%	3%	3%	3%
WACC (%)	8%	8%	11%	11%
PER (x)	100.8	59.1	52.4	37.1
PBR (x)	4.1	4.3	2.0	1.9
PSR (x)	5.6	5.6	5.0	4.5
EV/EBITDA (x)	56.7	51.8	40.6	40.2
EV/sales (x)	8.2	8.5	6.6	6.1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	1%	1%

Đánh giá SONADEZI

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	16,500
Giá mục tiêu (VND)	20,300
Tăng giá bình quân dự kiến	23%
Lợi suất cổ tức dự kiến	-
Tổng suất sinh lợi	23%



Thống kê 13/12/2017

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	27,700 / 15,200
SL lưu hành (triệu cp)	376.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,810
Vốn hóa (triệu USD)	303
% khối ngoại sở hữu	0.0%
SL cp tự do (triệu cp)	2
KLGD TB 3 tháng (cp)	13k
VND/USD	22,450
Index: VNIndex / HNX	926/109

Nguồn: Stoxplus

Cơ cấu sở hữu 13/12/2017

UBND Đồng Nai	99.54%
Trần Thanh Hải	0.01%

Nguồn: Stoxplus

Tổng Công ty Cổ phần phát triển khu Công nghiệp (SONADEZI) (Upcom: SNZ) – Người dẫn đầu Đồng Nai

Điểm nhấn đầu tư:

- Sonadezi sở hữu 12 khu công nghiệp tại Đồng Nai và Vũng Tàu với tổng diện tích 4,351ha. Diện tích có thể cho thuê tới 1,312 ha đủ cho SNZ phát triển trong 5 năm tới.
- Các khu công nghiệp Giang Điền, Sonadezi Long Thành và Thạnh Phú có vị trí tốt và giá cho thuê cao, đây là động lực chính tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tới cho Sonadezi.
- Dự án khu công nghiệp đô thị Châu Đức là dự án rất lớn với tổng diện tích 2,288 ha bao gồm KCN khoảng 1,556 ha, khu dịch vụ 440ha và khu dân cư 210ha. Châu Đức là dự án mang lại lợi nhuận dài hạn cho Sonadezi.
- Tình hình tài chính lành mạnh, với vốn chủ sở hữu và doanh thu chưa thực hiện chiếm 63% tổng cơ cấu nguồn vốn tại 30/06/2017. Ngoài ra Sonadezi có nợ chỉ chiếm khoảng 22% tổng tài sản.

Rủi ro và bất lợi:

- Khu công nghiệp đô thị Châu Đức bắt đầu cho thuê từ năm 2012 nhưng tỷ lệ lấp đầy chỉ mới 17%. Nguyên nhân do vị trí chưa thật sự thuận lợi thu hút đầu tư và quy mô dự án quá lớn. Đây là gánh nặng cho Sonadezi.
- Nhà nước vẫn đang sở hữu 99.54% cổ phần SNZ là gia tăng rủi ro quản trị SNZ.
- Kiểm toán viên có ý kiến ngoại trừ về việc các cơ quan có thẩm quyền chưa có quyết định về chi phí thuê đất trước cổ phần hóa của khu công nghiệp Biên Hòa 1. Do đó, SNZ có rủi ro ghi nhận hồi tố thêm chi phí các năm trước, khoảng 200 tỷ.

Định giá:

- Dựa vào phương pháp định giá NAV, ước tính giá mục tiêu của SNZ là 20.3k, tổng mức sinh lợi là 23%. **TĂNG TỶ TRỌNG.**

Khu công nghiệp	Tổng diện tích KCN (ha)	Diện tích còn có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê (USD/m2)	Tổng dòng tiền DCF từ KCN (tỷ)
SNZ	4,351	1,312	-	7,760
KCN Sonadezi Long Thành	488	43	90	637
KCN Long Phước 1	75	43	-	-
KCN Nhơn Trạch 2	331	-	-	-
KCN Giang Điền	529	210	50	1,954
KCN Biên Hòa 1	335	-	-	-
KCN Thạnh Phú	177	59	80	884
KCN Biên Hòa 2	365	-	-	-
KCN Gò Dầu	184	-	-	-
KCN Xuân Lộc	109	10	50	91
KCN Định Quán	54	-	-	-
KCN Suối Tre	148	-	30	-
KCN Châu Đức	1,556	947	28	4,112

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH Sonadezi		Vốn hóa: 6,889 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017E	
Doanh thu thuần	2,825	3,273	3,624	3,310	
Tăng trưởng (%)	41%	16%	11%	-9%	
GVHB	2,132	2,373	2,512	2,296	
Biên LN gộp (%)	25%	27%	31%	31%	
Chi phí BH & QLDN	344	397	409	373	
EBITDA	696	857	1,098	1,071	
Biên lợi nhuận (%)	25%	26%	30%	32%	
Khấu hao	346	355	395	431	
Lợi nhuận từ HĐKD	349	503	703	640	
Biên LN HĐKD (%)	12%	15%	19%	19%	
Chi phí lãi vay ròng	4	25	10	7	
Khả năng trả lãi vay(x)	84	20	72	91	
Lãi/lỗ khác	250	154	(9)	58	
Thuế	108	110	103	109	
Thuế suất hiệu dụng (%)	18%	17%	15%	15%	
Lợi nhuận ròng	488	522	582	582	
Biên lợi nhuận (%)	17%	16%	16%	18%	
Lợi ích CĐ thiếu số	132	187	202	197	
LN cho công ty mẹ	355	335	380	385	
Số lượng CP (triệu)	376.5	376.5	376.5	376.5	
EPS hiệu chỉnh (VND)	944	890	1,010	1,022	
Tăng EPS (%)	86%	-6%	13%	1%	
Cổ tức (VND)	788	689	924	443	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	83%	77%	92%	43%	

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

$Lãi/lỗ\ khác\ gồm\ lãi/lỗ\ hoạt\ động\ tài\ chính, lãi\ lỗ\ từ\ LDLK\ và\ lãi/lỗ\ khác$

$Tỷ\ lệ\ trả\ cổ\ tức = Cổ\ tức\ đã\ trả / LN\ ròng\ cho\ công\ ty\ mẹ$

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017E
Thay đổi vốn lưu động	-31	348	-488	-31
Capex	975	1,175	915	915
Dòng tiền khác	175	-871	-108	-2
Dòng tiền tự do	-286	225	658	132
Phát hành cp	117	0	0	0
Cổ tức	174	192	278	137
Thay đổi nợ ròng	343	-33	-380	5
Nợ ròng cuối năm	900	867	487	492
Giá trị doanh nghiệp (EV)	7,905	7,999	7,708	7,910
Tổng VCSH	4,033	6,008	6,266	6,711
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,677	1,804	1,893	2,090
VCSH	2,356	4,204	4,373	4,621
Giá trị sổ sách/cp (VND)	6,259	11,166	11,614	12,274
Nợ ròng / VCSH (%)	22%	14%	8%	7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.3	1.0	0.4	0.5
Tổng tài sản	12,262	13,420	14,436	15,560

$Nợ\ ròng = Nợ - Tiền\ \&\ tương\ đương\ tiền$

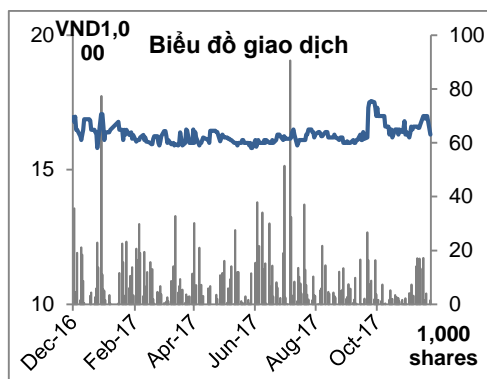
CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	15%	10%	9%	9%
ROA (%)	4%	4%	4%	4%
ROIC (%)	5%	4%	4%	4%
WACC (%)	12%	13%	14%	14%
PER (x)	15.0	15.9	14.0	13.8
PBR (x)	2.3	1.3	1.2	1.2
PSR (x)	1.9	1.6	1.5	1.6
EV/EBITDA (x)	11.4	9.3	7.0	7.4
EV/sales (x)	2.8	2.4	2.1	2.4
Suất sinh lợi cổ tức (%)	6%	5%	7%	3%

Đánh giá

TIP

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	16,300
Giá mục tiêu (VND)	24,600
Tăng giá bình quân dự kiến	51%
Lợi suất cổ tức dự kiến	-
Tổng suất sinh lợi	51%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-3%	-1%	-7%	-4%
Tương đối	-41%	-6%	-23%	-44%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

Thông kê

13/12/2017

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	17,500 / 15,800
SL lưu hành (triệu cp)	26
Vốn hóa (tỷ đồng)	423
Vốn hóa (triệu USD)	19
% khối ngoại sở hữu	14.3%
SL cp tự do (triệu cp)	11
KLGD TB 3 tháng (cp)	4k
VND/USD	22,450
Index: VNIndex / HNX	926/109

Nguồn: Stoxplus

Cơ cấu sở hữu

13/12/2017

Tổng công ty Tín Nghĩa	56.74%
Đỗ Hoài Thu	1.38%
Đỗ Thu Hà	0.63%
Cao Ngọc Đức	0.29%

Nguồn: Stoxplus

Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp Tín Nghĩa (HOSE: TIP) – dòng tiền ổn định

Điểm nhấn đầu tư:

- TIP là chủ đầu tư KCN Tam Phước với tổng diện tích 323 ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 100%.
- TIP cho thuê theo hình thức nhận trả tiền hàng năm nên có dòng tiền rất ổn định và có tăng giá cho thuê sau mỗi 5 năm / lần.
- Tình hình tài chính tốt. TIP không có vay nợ và có tỷ số thanh toán ngắn hạn đạt 2.82 lần.
- Tỷ lệ cổ tức duy trì khoản 1.6k đồng/năm. Tỷ suất cổ tức mang về hấp dẫn ở mức 10%/năm tại mức giá hiện tại 16.6k đồng/cp.

Rủi ro và bất lợi:

- KCN Tín Nghĩa chỉ có 1 dự án là KCN Tam Phước. Chiến lược phát triển trong thời gian sắp tới chỉ là duy trì mức thu phí ở KCN Tam Phước mà khó mở rộng ra các KCN khác.
- KCN Tín Nghĩa đang thực hiện góp vốn đầu tư ra lĩnh vực bất động sản ở Đồng Nai, tuy nhiên chúng tôi chưa đủ thông tin đánh giá hiệu quả khoản đầu tư này.
- Thanh khoản cổ phiếu TIP trung bình 10 phiên chỉ khoản 2,251 cp/ngày.

Định giá:

- Dựa vào phương pháp định giá NAV, ước tính giá mục tiêu của TIP là 24.6k, tổng mức sinh lời là 51%. **TĂNG TỶ TRỌNG**

Khu công nghiệp	Tổng diện tích KCN (ha)	Diện tích còn có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê (USD/m2)	Tổng dòng tiền DCF từ KCN (tỷ)
TIP	323	-	-	492
KCN Tam Phước	323	-	-	492

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH TIP		Vốn hóa: 431 tỷ VND		
Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017E
Doanh thu thuần	155	195	193	147
Tăng trưởng (%)	-17%	25%	-1%	-24%
GVHB	83	111	103	75
Biên LN gộp (%)	47%	43%	47%	49%
Chi phí BH & QLDN	20	24	18	14
EBITDA	68	80	90	76
Biên lợi nhuận (%)	44%	41%	47%	52%
Khấu hao	16	19	18	18
Lợi nhuận từ HĐKD	53	61	72	58
Biên LN HĐKD (%)	34%	31%	37%	39%
Chi phí lãi vay ròng	6	-2	-8	-9
Khả năng trả lãi vay(x)	8.61	-34.69	-8.62	-6.42
Lãi/lỗ khác	-1	30	-2	5
Thuế	9	20	16	15
Thuế suất hiệu dụng (%)	20%	22%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	36	73	63	57
Biên lợi nhuận (%)	23%	37%	33%	39%
Lợi ích CĐ thiếu số	4	1	0	-
LN cho công ty mẹ	32	71	63	57
Số lượng CP (triệu)	17.3	26.0	26.0	26.0
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,859	2,744	2,406	2,210
Tăng EPS (%)	-9%	48%	-12%	-8%
Cổ tức (VND)	1,500	1,200	1,500	500
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	81%	44%	62%	23%

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

$Lãi/lỗ\ khác\ gồm\ lãi/lỗ\ hoạt\ động\ tài\ chính, lãi\ lỗ\ từ\ LDLK\ và\ lãi/lỗ\ khác$

$Tỷ\ lệ\ trả\ cổ\ tức = Cổ\ tức\ đã\ trả / LN\ ròng\ cho\ công\ ty\ mẹ$

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017E
Vòng quay phải thu (x)	12.30	21.46	32.14	32.14
Vòng quay HTK (x)	0.42	0.57	0.60	0.60
Vòng quay phải trả (x)	0.87	1.14	1.21	1.21
Thay đổi vốn lưu động	7	21	-8	-5
Capex	8	0	8	8
Dòng tiền khác	-38	-67	27	-2
Dòng tiền tự do	75	137	54	75
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	25	31	39	13
Thay đổi nợ ròng	-50	-106	-15	-62
Nợ ròng cuối năm	22	-84	-99	-161
Giá trị doanh nghiệp (EV)	1,003	879	863	802
Tổng VCSH	377	410	433	478
Lợi ích cổ đông thiểu số	19	1	0	0
VCSH	358	409	433	478
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20,628	15,742	16,655	18,365
Nợ ròng / VCSH (%)	6%	-20%	-23%	-34%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.3	-1.1	-1.1	-2.1
Tổng tài sản	539	553	561	544

$Nợ\ ròng = Nợ - Tiền\ \&\ tương\ đương\ tiền$

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	9%	19%	15%	13%
ROA (%)	7%	13%	11%	10%
ROIC (%)	7%	13%	10%	9%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	19.9	13.5	15.4	16.7
PBR (x)	1.8	2.4	2.2	2.0
PSR (x)	6.2	4.9	5.0	6.5
EV/EBITDA (x)	14.7	11.1	9.6	10.5
EV/sales (x)	6.5	4.5	4.5	5.5
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3%	0%	3%	1%

Phụ lục: Danh sách các công ty trong nước được sử dụng để phân tích.

STT	Mã CK	Tên	Sàn	Hình thức ghi nhận doanh thu
1	HPI	Khu công nghiệp Hiệp Phước	UPCOM	Phân bổ + ghi 1 lần
2	IDV	PT Hạ tầng Vĩnh Phúc	HNX	Phân bổ + ghi 1 lần
3	ITA	Đầu tư CN Tân Tạo	HOSE	Ghi 1 lần
4	KBC	TCT Đô thị Kinh Bắc	HOSE	Ghi 1 lần
5	LHG	KCN Long Hậu	HOSE	Ghi 1 lần
6	BIDC	Becamex	OTC	Ghi 1 lần
7	CCI	CIDICO	HOSE	Phân bổ doanh thu
8	SZL	Sonadezi Long Thành	HOSE	Phân bổ doanh thu
9	TIP	PT KCN Tín Nghĩa	HOSE	Phân bổ doanh thu
10	TIX	TANIMEX	HOSE	Phân bổ doanh thu
11	IDC	IDICO	UPCOM	Phân bổ doanh thu
12	D2D	Phát triển Đô thị số 2	HOSE	Phân bổ doanh thu
13	VGC	Tổng Công ty Viglacera	HNX	Phân bổ doanh thu
14	BAX	Công ty Thống Nhất	HNX	Phân bổ doanh thu
15	MH3	KCN Cao su Bình Long	UPCOM	Phân bổ doanh thu
16	NTC	KCN Nam Tân Uyên	UPCOM	Phân bổ doanh thu
17	CLX	XNK và Đầu tư Chợ Lớn (CHOLIMEX)	UPCOM	Phân bổ doanh thu
18	SNZ	SONADEZI	UPCOM	Phân bổ doanh thu

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Hoàng Thế Trung, CPA

Chuyên viên cao cấp Phân tích – Bất động sản, Bán lẻ và Nông nghiệp
0989.573.673
hoangttrung28@gmail.com

Nguyễn Phong Danh

Chuyên viên Phân tích – Dầu khí và Năng lượng
(+84 28) 3914 8585 (x1459)
danh.np@kisvn.vn

Võ Hoàng Bảo

Chuyên viên Phân tích – Logistics
(+84 28) 3914 8585 (x1460)
bao.vh@kisvn.vn

Nguyễn Hoàng Hà

Chuyên viên Phân tích – Dược và F&B
(+84 28) 3914 8585 (x1463)
ha.nh@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Bạch An Viễn**

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô
(+84 28) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Lâm Hạnh Uyên**

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.