

TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (KBC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND37.600	Giá mục tiêu VND57.500	Tỷ suất cổ tức 0,00%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Bất động sản
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	------------------------------

Ngày 07/05/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

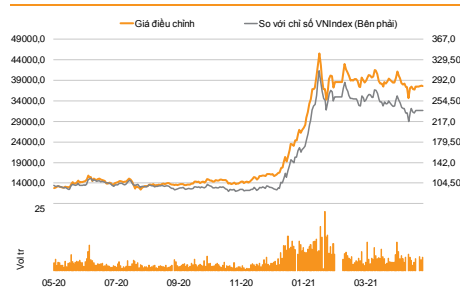
Consensus*: Mua:5 Giữ:2 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 57,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- EPS 2021 +105,3%.
- EPS 2022 +45,3%.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	45.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.400
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	178.541tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	17.710
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	78,9
P/B hiện tại (x)	1,82

Cơ cấu sở hữu

Đặng Thành Tâm	18,2%
Kinh Bac Consulting and Investment	9,5%
Dragon Capital	9,2%
Khác	63,10%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Trời hừng nắng sau mây mù

- LN ròng KBC Q1/21 tăng 1.012,7% svck đạt 599,2 tỷ đồng, quý cao nhất trong 10 năm.
- Nâng dự phóng EPS 2021/22 lên 105%/45% do có 2 KCN mới đi vào hoạt động (KCN NSHL trong 2021 và Tràng Duệ 3 trong 2022).
- Nâng đánh giá từ Trung lập lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 57.500đ/cp.

KBC ghi nhận LNR Q1/21 cao nhất trong 10 năm

Trong Q1/21 KBC đã cho thuê 66,6ha đất KCN (+359,3% svck), trong đó KCN Tân Phú Trung (21,9ha, +51,2% svck), KCN Quang Châu (32,9ha) và KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (10,4ha). Nhờ đó doanh thu Q1/21 đạt 2.002 tỷ đồng (+260,2% svck). Bên cạnh đó, BLN Q1/21 cũng ghi nhận tăng 12,2 điểm % svck, dẫn đến LNR Q1/21 đạt 599,2 tỷ đồng, tăng hơn 10 lần svck.

KCN Tràng Duệ 3 (687ha) nhận phê duyệt quan trọng sau 3,5 năm

KCN Tràng Duệ 3 (687ha) được bổ sung vào khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải ban hành vào 25/03/2021, sau 3 năm rưỡi chờ đợi. KBC đang tập trung hoàn thiện các thủ tục pháp lý, bồi thường, giải phóng mặt bằng và cơ sở hạ tầng để đưa KCN này vào hoạt động trong năm 2022. Nếu thành công, KCN Tràng Duệ 3 ước tính sẽ giúp quỹ đất KCN sẵn sàng cho thuê của KBC tăng 74% svck và sẽ thúc đẩy doanh thu cho thuê đất trong giai đoạn 2022-25.

Nâng EPS 2021/22 lên 105%/45% do có 2 KCN mới hoạt động

Chúng tôi nâng dự báo doanh thu 2021 lên 97,1% đạt 6.774 tỷ đồng (+214,9% svck) để phản ánh sự đóng góp mạnh mẽ của KCN NSHL trong 2021 và các dự án bị hoãn bàn giao trong 2020 dời sang 2021. Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2021 của KBC đạt 1.868 tỷ (+734,7% svck, tăng 105,3% so với dự báo trước đó), BLN phục hồi về mức 53,6% (+21,6 điểm % svck), tương ứng EPS tăng 734,7% svck. Chúng tôi cũng tăng dự báo EPS năm 2022 45,3% do kỳ vọng vào sự đóng góp của KCN Tràng Duệ 3 vào DT bán đất từ năm 2022.

Nâng đánh giá từ Trung lập lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 57.500đ/cp

Chúng tôi nâng đánh giá lên Khả quan từ Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 57.500đ/cp từ việc cập nhật mô hình định giá DCF cho dự án KĐT Tràng Cát và KCN Tràng Duệ 3 để phản ánh thành công của công ty trong việc giải quyết các nút thắt vừa qua. Tiềm năng tăng giá đến từ việc bán đất nhanh hơn và khả năng KBC gỡ bỏ các rào cản pháp lý để bắt đầu các KCN mới. Rủi ro giảm giá gồm 1) bán đất KCN kém hơn dự kiến, 2) chậm trễ hoàn tất thủ tục pháp lý tại các dự án KĐT Tràng Cát và KCN Tràng Duệ 3 và 3) chậm trễ ghi nhận doanh thu từ các dự án nhà ở.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.210	2.151	6.774	6.810
Tăng trưởng DT thuần	28,9%	(33,0%)	214,9%	0,5%
Biên lợi nhuận gộp	57,5%	32,0%	53,8%	60,6%
Biên EBITDA	46,9%	26,0%	45,0%	42,1%
LN ròng (tỷ)	918	224	1.868	2.052
Tăng trưởng LN ròng	23,1%	(75,6%)	734,7%	9,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	23,1%	(75,6%)	734,7%	9,8%
EPS cơ bản	1.955	477	3.977	4.368
EPS điều chỉnh	1.955	477	3.977	4.368
BVPS	20.187	20.650	24.627	28.995
ROAE	9,9%	2,3%	17,6%	16,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi thích KBC do:

1) Chúng tôi tin rằng KBC có vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng đối với các KCN, nhờ sự gia tăng của nguồn vốn FDI tại Việt Nam và chiến lược “Trung Quốc +1”:

- Tính đến cuối năm 2020, KBC sở hữu quỹ đất công nghiệp sẵn sàng cho thuê với diện tích lớn với hơn 834ha, bao gồm KCN Quang Châu (39ha), KCN Tân Phú Trung (135ha), KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) (204ha) và KCN Trảng Duệ 3 (456ha).
- KBC giữ vị thế dẫn đầu trong việc thu hút FDI với danh mục khách hàng là những tập đoàn công nghệ lớn, bao gồm Samsung Electronics Việt Nam tại KCN Quế Võ, LG Electronics tại KCN Trảng Duệ, sắp tới là Foxconn tại KCN Quang Châu và gần đây là OPPO tại KCN NSHL. Điều này không chỉ giúp thu hút nhiều nhà cung cấp/nhà thầu phụ của các công ty này mà còn nâng cao và củng cố vị thế, thương hiệu của KBC với các nhà đầu tư quốc tế.

2) hoạt động kinh doanh BĐS nhà ở của KBC đã được đánh thức trong năm 2020 (dự án khu đô thị Trảng Cát và Phúc Ninh), chúng tôi ước tính những dự án này có tổng giá trị phát triển có thể đạt 55.829 tỷ đồng, cùng với đó là việc mở bán khu đô thị Trảng Duệ vào Q1/21 cũng thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư. Chúng tôi cho rằng các dự án này sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận quan trọng của KBC trong dài hạn.

Chúng tôi nâng đánh giá từ Trung lập lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 57.500đ/cp. Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 57.500đ/cp (từ giá 29.600đ/cp) do chúng tôi:

- cập nhật mô hình định giá DCF cho dự án khu đô thị Trảng Cát (từ định giá BV ở báo cáo trước) do KBC gần như đã hoàn thành việc đền bù và nộp tiền sử dụng đất tại dự án này với khoản thanh toán 3.500 tỷ đồng vào cuối năm 2020. Theo ban lãnh đạo, KBC đã được chính quyền thành phố Hải Phòng bàn giao hiện trạng đất trên thực địa để tiến hành triển khai dự án, và
- cập nhật định giá DCF cho KCN Trảng Duệ 3 (687ha) do KCN này đã nhận được phê duyệt quan trọng bổ sung vào khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải ban hành vào ngày 25/03/2021. KBC đang tập trung hoàn thành các thủ tục pháp lý, đền bù, giải phóng mặt bằng và cơ sở hạ tầng để đưa KCN này vào hoạt động trong năm 2022.

Tiềm năng tăng giá đến từ việc bán đất nhanh hơn và khả năng KBC gỡ bỏ các rào cản pháp lý để bắt đầu các KCN mới. Rủi ro giảm giá gồm 1) bán đất KCN kém hơn dự kiến, 2) chậm trễ hoàn tất thủ tục pháp lý tại các dự án KĐT Trảng Cát và KCN Trảng Duệ 3 và 3) chậm trễ ghi nhận doanh thu từ các dự án nhà ở.

Tên dự án	Giá hợp lý tại ngày 05/05/2021	Phương pháp	Lưu ý
Quang Châu	513	DCF	
Tân Phú Trung	2.183	DCF	
Nam Sơn Hạp Lĩnh	2.425	DCF	
Khu đô thị Phúc Ninh	4.084	DCF	
Khu đô thị Trảng Cát	16.247	DCF	Chúng tôi cập nhật mô hình định giá DCF cho dự án khu đô thị Trảng Cát do KBC gần như đã hoàn thành việc đền bù và nộp tiền sử dụng đất tại dự án này với khoản thanh toán 3.500 tỷ đồng vào cuối năm 2020.
Khu đô thị Trảng Duệ	1.388	DCF	
KCN Trảng Duệ 3	4.049	DCF	Chúng tôi cập nhật định giá DCF cho KCN Trảng Duệ 3 (687ha) do KCN này đã nhận được phê duyệt quan trọng bổ sung vào khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải ban hành vào ngày 25/03/2021.
Khác	14	BV	
Tổng hàng tồn kho	30.904		
Cộng:			
Tiền và tương đương tiền	643		
Tài sản khác	13.435		
Trừ:			
Vay nợ ròng	6.046		
Nợ phải trả khác	7.866		
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.068		
RNAV	30.002		
Chiết khấu	10%		
SLCP đang lưu hành	469.760.000		
Giá mục tiêu (VND/cp)	57.500		

Nguồn : VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đv bản địa)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		Tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH
					2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	37.600	57.500	766	9,5	8,6	1,5	1,3	17,6	16,3	7,0	6,7	-	-	54,2
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	56.200	NA	2.523	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	89,0
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	34.350	NA	668	20,6	14,7	2,3	2,2	N/A	N/A	N/A	N/A	3,2	3,2	28,1
Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	29.800	NA	487	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	64,2
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	173.000	NA	596	16,0	N/A	4,1	N/A	25,3	N/A	5,8	N/A	0,9	N/A	16,6
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	43.000	NA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	60,6
Trung bình VN					15,4	11,6	2,7	1,7	21,5	16,3	6,4	6,7	1,4	1,6	52,1
Trung vị VN					16,0	11,6	2,3	1,7	21,5	16,3	6,4	6,7	0,9	1,6	57,4
Waha Corp Pcl	WHA TB	3,3	NA	1.588,3	16,3	14,2	1,6	1,5	9,9	10,9	3,6	4,1	3,4	3,7	117,6
Amata Corp Public Co Ltd	AMATA TB	17,1	NA	629,4	14,7	12,3	1,1	1,1	8,1	9,3	3,5	4,2	2,3	2,8	73,0
Frasers Property Thailand Pc	FPT TB	13,4	NA	994,7	17,9	15,2	0,9	0,9	5,4	6,1	1,9	2,2	2,5	3,0	139,3
Rojana Indus Park Pub Co Ltd	ROJNA TB	7,3	NA	481,7	23,0	21,4	1,1	1,0	3,8	4,2	1,4	1,4	3,7	3,3	104,6
Trung bình Thái Lan					18,0	15,8	1,2	1,1	6,8	7,6	2,6	3,0	3,0	3,2	108,6
Bumi Serpong Damai Pt	BSDE IJ	1.200,0	NA	1.778,9	17,8	14,6	0,7	0,7	4,6	5,2	3,1	3,5	0,3	0,5	5,6
Ciputra Development Tbk Pt	CTRA IJ	1.125,0	NA	1.462,0	17,6	18,3	1,2	1,2	7,2	6,3	2,8	2,8	0,8	0,9	26,3
Lippo Karawaci Tbk Pt	LPKR IJ	212,0	NA	1.052,4	N/A	27,2	0,5	0,5	(1,9)	3,0	(1,1)	1,9	N/A	0,1	21,0
Trung bình Indonesia					17,7	20,0	0,8	0,8	3,3	4,8	1,6	2,7	0,5	0,5	17,6
Uem Sunrise Bhd	UEMS MK	0,4	NA	515,5	27,7	20,8	0,3	0,3	1,0	1,4	0,8	0,9	N/A	1,2	40,8
Trung bình Malaysia					N/A	20,8	0,3	0,3	1,0	1,4	0,8	0,9	N/A	1,2	40,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

TRỜI HƯNG NẮNG SAU MÂY MÙ

Cổ phiếu KBC tăng trưởng ấn tượng nhờ một chuỗi tin tốt liên tiếp

Giá cổ phiếu KBC đã gây chú ý với đà tăng giá bùng nổ vào cuối năm 2020 và đầu năm 2021 nhờ:

KBC đã tháo gỡ nhiều nút thắt trong các dự án trọng điểm cuối năm 2020

Chúng tôi cho rằng việc đình trệ trong kế hoạch phát triển các dự án trọng điểm như dự án đô thị Trảng Cát, khu dân cư Phúc Ninh, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) là nguyên nhân chính khiến giá cổ phiếu của công ty giao dịch dưới giá trị sổ sách/cổ phiếu trong suốt thập kỷ vừa qua. Cuối năm 2020, KBC đã tháo gỡ được các nút thắt tại các dự án này:

- KBC được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư cho KĐT Phúc Ninh vào cuối Q4/20, do đó KBC có thể ghi nhận doanh thu từ phần diện tích còn lại của giai đoạn 2 từ năm 2021,
- KCN NSHL có quy mô 300ha đã được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch, dự án sẽ được ghi nhận doanh thu đáng kể trong năm 2021
- KBC đã gần như hoàn thành việc đền bù nợ tiền sử dụng đất tại dự án khu đô thị Trảng Cát với số tiền 3.500 tỷ đồng vào cuối năm 2020. KBC đang tiến hành hoàn thiện quy hoạch chi tiết để khởi công dự án này.

Sự tham gia của Foxconn và OPPO trong các KCN của KBC góp phần gia tăng nhận diện thương hiệu của KBC trên toàn thế giới

Foxconn thông báo sẽ chuyển hoạt động sản xuất của một số sản phẩm Apple như iPad và MacBook từ Trung Quốc sang KCN Quang Châu, Bắc Giang của KBC với vốn đầu tư 270 triệu USD. Theo công ty, KBC cũng đã ký MOU (biên bản ghi nhớ) với OPPO 62,7ha đất tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) và đã hoàn tất việc đặt cọc. Điều này không chỉ giúp thu hút nhiều nhà cung cấp/nhà thầu phụ mà còn nâng cao và củng cố vị thế, thương hiệu của KBC với các nhà đầu tư quốc tế.

Hình 3: Hợp đồng cho thuê đất KCN đầy tiềm năng của KBC trong năm 2021

Dự án	KCN	Diện tích (ha)
Sản xuất linh kiện điện thoại di động	Nam Sơn Hạp Lĩnh	62,7
Dự án logistics	Nam Sơn Hạp Lĩnh	32
Sản xuất linh kiện điện tử	Nam Sơn Hạp Lĩnh	20
Dự án logistics	Nam Sơn Hạp Lĩnh	10
Sản xuất xe đạp điện	Quang Châu	30
Sản xuất linh kiện điện tử công nghệ cao	Quang Châu	38,3
Tế bào công nghệ quang điện	Quang Châu	7,3
Kinh doanh kho bãi	Tân Phú Trung	20

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Giá cổ phiếu KBC tăng mạnh 146% kể từ 15/12/2020



Nguồn: BLOOMBERG

Liệu đà tăng giá cổ phiếu có tiếp diễn trong năm 2021?

KBC ghi nhận lợi nhuận kỷ lục trong Q1/21

Trong Q1/21 KBC đã cho thuê 66,6ha đất KCN (+359,3% svck), trong đó KCN Tân Phú Trung (21,9ha, +51,2% svck), KCN Quang Châu (32,9ha) và KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (10,4ha). Nhờ đó doanh thu Q1/21 đạt 2.002 tỷ đồng (+260,2% svck). Bên cạnh đó, BLN Q1/21 cũng ghi nhận tăng 12,2% svck, dẫn đến LNR Q1/21 đạt 599,2 tỷ đồng, tăng hơn 10 lần svck.

Hình 5: LNR Q1/21 của KBC tăng hơn 10 lần đạt 599 tỷ đồng

	Q1/21	Q1/20	% tăng trưởng svck	% sv dự phóng 2021	Nhận xét
Diện tích đất KCN cho thuê (ha)	66,6	14,5	359,3%	37,6%	Phần lớn đóng góp từ các công ty lĩnh vực công nghệ cao và công nghệ điện tử.
<i>KCN Tân Phú Trung</i>	21,9	14,5			
<i>KCN Quang Châu</i>	32,9	-			
<i>KCN NSHL</i>	10,4	-			
Diện tích bán đất khu đô thị (m2)	13.456,0	4.595,0	192,8%		
<i>KĐT Phúc Ninh</i>	-	480,0			
<i>KĐT Trảng Duệ</i>	13.456,0	4.115,0			Dự án này có đợt mở bán thành công vào cuối 2020 và đầu 2021.
Doanh thu (tỷ đồng)	2.002,0	555,8	260,2%	29,55%	Nhờ lượng đất KCN cho thuê tăng đáng kể 359,3% svck.
<i>Cho thuê đất KCN</i>	1.794,1	422,0	325,1%		Đóng góp chủ yếu từ 3 KCN trọng điểm Tân Phú Trung, Quang Châu và NSHL.
<i>Cho thuê và bán nhà xưởng</i>	26,3	26,1	0,9%		
<i>Khác</i>	71,4	61,4	16,3%		
<i>Bán đất khu đô thị</i>	110,1	46,4	137,5%		Nhờ vào hoạt động bàn giao nhà phố biệt thự tại dự án KĐT Trảng Duệ.
<i>Giá thuê trung bình (USD/m2)</i>	116,0	123,8	-6,3%		
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.123,3	243,9	360,5%		
Biên lợi nhuận gộp	56,1%	43,9%	12,2 điểm %		KCN Quang Châu ghi nhận giá thuê tăng 45,5% svck, trong khi dự án này đóng góp phần lớn vào doanh thu Q1/21 (45,9%).
Chi phí BH và QLDN (tỷ đồng)	187,5	77,8	141,1%		
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	884,9	166,2	432,6%		
DT tài chính (tỷ đồng)	41,8	16,5	152,6%		
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	94,2	48,3	95,1%		Chi phí lãi vay tăng 100,6% svck lên 84,2 tỷ đồng.
LN trước thuế (tỷ đồng)	882,1	134,5	555,9%		
LN sau thuế (tỷ đồng)	714,5	94,2	658,5%		
Lợi ích cổ đông thiểu số	115,3	40,4	185,8%		
LN ròng (tỷ đồng)	599,2	53,9	10 lần	32,08%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

Nguồn : VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thêm một tin vui đến vào cuối Q1/21: KCN Trảng Duệ 3 (687ha) cuối cùng đã nhận phê duyệt quan trọng sau 3,5 năm chờ đợi

Cuối T3/2021, KBC tiếp tục đón nhận tin vui từ một trong những KCN trọng điểm. KCN Trảng Duệ giai đoạn 3 (687ha) đã nhận được phê duyệt quan trọng bổ sung vào khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải theo Quyết định số 13/2021/QĐ-TTg do Thủ tướng Chính phủ ban hành ngày 25/03/2021 sau 3,5 năm chờ đợi. Đặc biệt đầu tư cơ sở hạ tầng KCN Trảng Duệ 3 là dự án trọng điểm của Hải Phòng năm 2021 do Ban Thường vụ Thành ủy Hải Phòng phê duyệt. KBC đang tập trung hoàn thiện các thủ tục pháp lý, đền bù, giải phóng mặt bằng và hạ tầng để đưa KCN này vào hoạt động trong năm 2022. Nếu thành công KCN Trảng Duệ 3 sẽ giúp tăng diện tích đất KCN sẵn sàng cho thuê của KBC lên 74% svck (và sẽ thúc đẩy DT cho thuê đất giai đoạn 2022-25.

Hình 6: Việc bổ sung 687ha KCN Trảng Duệ 3 tạo điều kiện thuận lợi cho KBC nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng về bất động sản KCN

KCN	Tổng diện tích đất (ha)	Tổng diện tích		Diện tích đất cho thuê còn lại	
		có thể cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy tại 31/03/2021	2021	2022
KCN NSHL	300	204	5%	194	104
KCN Tân Phú Trung	542	314	44%	114	72
KCN Quang Châu	426	278	97%	6	0
KCN Trảng Duệ 3	687	456	0%	0	456
Tổng	1.955	1.253	0%	313	632

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VND RESEARCH

KCN Trảng Duệ nằm trong khu kinh tế Đình Vũ - Cát Hải (KKT) nơi được hưởng nhiều chính sách ưu đãi đầu tư tốt nhất từ chính phủ Việt Nam. Các nhà đầu tư vào KKT sẽ được ưu đãi tối đa về thuế như miễn thuế thu nhập trong 4 năm, giảm 50% số thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo, hưởng mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp 10% áp dụng trong 15 năm đầu, miễn thuế nhập khẩu đối với một số hàng hóa nhập khẩu theo quy định, miễn 50% thuế thu nhập cho người lao động làm việc trong KKT,... Vì vậy KCN Trảng Duệ có tỷ lệ lấp đầy nhanh nhất trong các KCN mà KBC phát triển. Giai đoạn 1 (188ha) đi vào hoạt động từ năm 2008, mất 8 năm đạt tỷ lệ lấp đầy trên 90%; KCN Trảng Duệ 2 có diện tích 214ha chỉ mất 4 năm để lấp đầy hơn 90%.

Bên cạnh đó, KCN Trảng Duệ 3 có lợi thế nhờ tận dụng cơ sở khách hàng của KCN Trảng Duệ 1 & 2 với 73 nhà đầu tư nước ngoài, bao gồm LG Electronics và LG Display, Dongjin Techwin Vina, Asia Plastic JSC, Haengsung Electronic, Heesung Electronics, Innotek, v.v. Hiện tại, một số nhà đầu tư lớn hiện hữu tại các KCN này đang có kế hoạch mở rộng cơ sở sản xuất của họ, chẳng hạn như LG Display có kế hoạch rót thêm 750 triệu USD vào Hải Phòng để mở rộng các cơ sở sản xuất màn hình OLED. Ban quản trị của KBC đã có cuộc gặp gỡ tích cực với đại diện LG Display để nắm bắt nhu cầu của họ.

KBC đang tiến hành mở rộng quỹ đất 8.000ha tại Hải Dương, Long An, Hà Nội và Vũng Tàu

Vào cuối năm 2020, UBND tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu đã phê duyệt kết quả sơ tuyển và lựa chọn liên doanh Saigontel-SCC-KBC sẽ trở thành nhà đầu tư phát triển Khu đô thị mới Nam Vũng Tàu (tổng diện tích đất là 69,46ha). Công ty Cổ phần Tập đoàn Đầu tư Vũng Tàu được thành lập vào ngày 22/02/2021 với vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng (KBC sở hữu 74,52%) để quản lý và phát triển dự án này. Dự án sẽ được phát triển thành khu phức hợp bao gồm biệt thự, nhà liền kề, chung cư, trung tâm mua sắm với tổng vốn đầu tư là 4.620 tỷ đồng.

Hình 7: Dự án Khu đô thị mới Nam Vũng Tàu với tổng vốn đầu tư 4.620 tỷ đồng có vị trí vàng tại Vũng Tàu



- Tỷ lệ sở hữu của KDH: 74,52%
- Vị trí: Quốc lộ 51B, phường 10 và 11, Vũng Tàu.
- Diện tích đất: 69,46ha.
- Sản phẩm: 674 nhà phố, 256 biệt thự song lập, 21 biệt thự đơn lập, khu thương mại và trung tâm mua sắm.
- Tổng mức đầu tư: 4.620 tỷ đồng.
- Hiện trạng: đang hoàn thành các thủ tục pháp lý.

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VND RESEARCH

KBC đã thành lập CTCP Tập đoàn Đầu tư và Phát triển Hưng Yên vào ngày 04/02/2021 với vốn điều lệ 1.800 tỷ đồng (KBC sở hữu 60%) để phát triển dự án KCN (860ha) tại huyện Bình Giang, tỉnh Hải Dương. Tỉnh Hải Dương nằm trong tam giác kinh tế trọng điểm phía Bắc Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh, tiếp giáp với Bắc Ninh, Hải Phòng, Bắc Giang và Hưng Yên. Chúng tôi cho rằng Hải Dương sẽ là một trong những tỉnh có lợi thế nhất để thu hút các nhà cung cấp/nhà thầu phụ của các ông lớn công nghệ như Foxconn, Samsung, OPPO.

Hình 8: KCN mới của KBC (860ha) tại tỉnh Hải Dương sẽ thu hút các nhà cung cấp/nhà thầu phụ của các ông lớn công nghệ như Foxconn, Samsung, OPPO, theo quan điểm của chúng tôi



- Tỷ lệ sở hữu của KBC: 60%.
- Vị trí: huyện Bình Giang, tỉnh Hải Dương.
- Diện tích đất: 860ha.
- Hiện trạng: đang hoàn thành các thủ tục pháp lý.

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VND RESEARCH

Hiện tại, KBC cũng có kế hoạch mở rộng quỹ đất lên tới 2.000ha tại Long An. Trong năm 2020, KBC đã trúng thầu cụm công nghiệp 219,8ha và 43,52ha khu nhà ở xã hội ở Cần Giuộc, Long An. Tại ngày 08/02/2021, KBC thành lập CTCP Đầu tư và Phát triển Long An với vốn điều lệ 1.500 tỷ đồng (KBC sở hữu 36%) để phát triển các khu đô thị và khu công nghiệp tại tỉnh Long An. Ngoài ra, KBC có kế hoạch phát triển một số dự án mới tại Thái Nguyên (1.000ha) và Hà Nội (400ha).

Giai đoạn năm 2021-22: Triển vọng tích cực khó bàn cãi

Chúng tôi dự phóng doanh thu tăng mạnh trong giai đoạn 2021-22, được thúc đẩy bởi 1) hơn 100ha đất KCN bị hoãn ghi nhận DT trong năm 2020 khi dịch COVID-19 làm hạn chế hoạt động buôn bán với các doanh nghiệp nước ngoài,

chiếm 90% khách hàng KCN của KBC và 2) việc bàn giao các dự án nhà ở như Phúc Ninh và Trảng Duệ sau khi giải quyết các nút thắt. Chúng tôi đã thực hiện các sửa đổi sau đây đối với các dự báo trong giai đoạn 2021-22:

Năm 2021:

- Chúng tôi nâng DT từ KCN NSHL lên 2.258 tỷ đồng từ 273 tỷ đồng, việc ghi nhận DT từ KCN NSHL chậm hơn dự kiến do đó chúng tôi hoãn 1.379 tỷ đồng DT từ 2020 sang 2021. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng sẽ có thêm diện tích đất cho thuê tại NSHL trong năm 2021, bởi theo thông tin từ ban lãnh đạo của KBC một số giao dịch đang được đàm phán tích cực trong Q1/21 (được liệt kê cụ thể trong hình 3).
- Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu khu đô thị Phúc Ninh từ 399 tỷ đồng lên 774 tỷ đồng theo tiến độ bàn giao mới, được thúc đẩy bởi giấy chứng nhận đầu tư được cấp vào cuối năm 2020, KBC có thể bàn giao phần còn lại của giai đoạn 2 vào năm 2021.
- Nhìn chung, chúng tôi nâng dự phóng doanh thu năm 2021 lên 97,1% đạt 6.774 tỷ đồng (+214,9% svck) và LN ròng năm 2021 tăng 105,3% đạt 1.868 tỷ đồng (+734,7% svck).

Năm 2022:

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu KCN Trảng Duệ 3 đạt 1.191 tỷ đồng khi dự án này đi vào hoạt động từ năm 2022.
- Chúng tôi nâng giá trị hợp đồng NSHL từ 634 tỷ đồng lên 1.219 tỷ đồng do chúng tôi tin rằng KCN này sẽ được lấp đầy nhanh chóng do sự có mặt của OPPO.
- Nhìn chung, chúng tôi nâng dự phóng doanh thu 26,9% lên 6.810 tỷ đồng (+0,5% svck) và tăng LN ròng năm 2022 45,3% lên 2.052 tỷ (+9,8% svck).

Hình 9: Điều chỉnh dự phóng

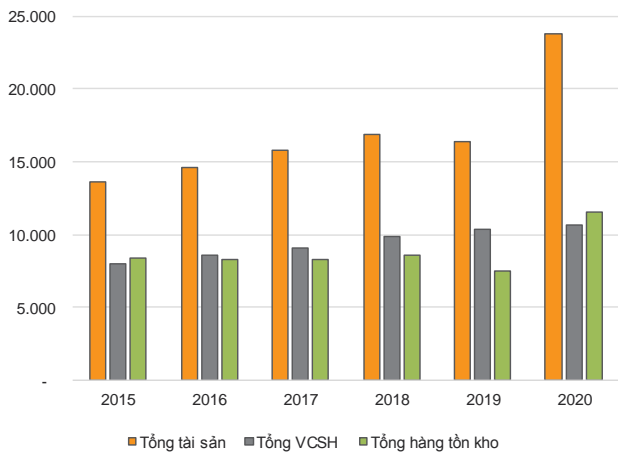
	Mới		Cũ		Thay đổi	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Doanh thu thuần	6.774	6.810	3.438	5.368	97,1%	26,9%
Lợi nhuận gộp	3.641	4.125	1.957	2.716	86,0%	51,9%
Biên LNG (%)	53,8%	60,6%	56,9%	50,6%	-3,2 điểm %	10 điểm %
Chi phí BH & QLDN	(532)	(547)	(296)	(374)	79,9%	46,2%
Lợi nhuận HKKD	3.109	3.578	1.661	2.342	87,1%	52,8%
LN trước thuế	2.682	2.900	1.401	2.176	91,4%	33,3%
Thuế TNDN	(644)	(696)	(336)	(522)	91,4%	33,3%
Lợi nhuận ròng	1.868	2.052	910	1.412	105,3%	45,3%
EPS cốt lõi (VND)	3.977	4.368	1.937	3.006	105,3%	45,3%

Nguồn: VND RESEARCH

Đòn bẩy nợ vay có khả năng tiếp tục tăng trong 2021-22 do KBC đang đầu tư phát triển các dự án lớn và thực hiện chiến lược mở rộng quỹ đất

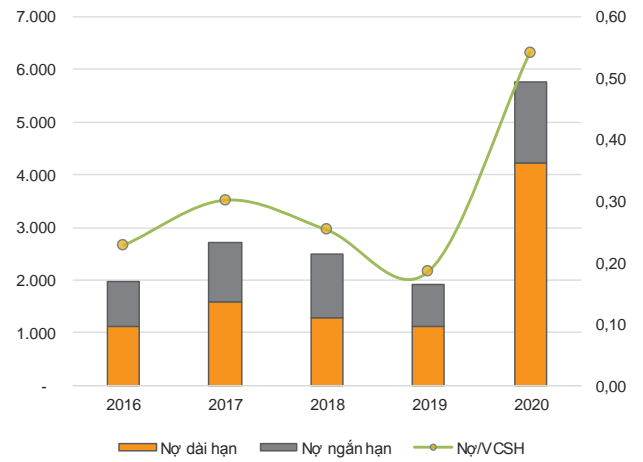
Tổng tài sản của KBC năm 2020 tăng 44,7% sv năm trước lên 23.786 tỷ đồng do 1) nộp tiền sử dụng đất 3.500 tỷ đồng cho dự án Trảng Cát vào cuối năm 2020, dẫn đến việc tăng khoản hàng tồn kho 52,8% svck (11.534 tỷ đồng) và 2) khoản đầu tư ngắn hạn 1.804 tỷ đồng cho Công ty TNHH Khách sạn Hoa Sen. Trong khi vốn tổng vốn của KBC chỉ tăng nhẹ 2,6% svck lên 10.653 tỷ đồng, tổng nợ vay tăng mạnh 199,3% svck lên 5.765 tỷ đồng, dẫn đến tỷ lệ nợ vay trên vốn đạt 0.5x trong năm 2020. Năm 2021, KBC dự kiến vay thêm 5.000 tỷ đồng để đầu tư hạ tầng các dự án lớn và mở rộng quỹ đất thông qua tín dụng và phát hành trái phiếu doanh nghiệp/cổ phiếu mới.

Hình 10: Hàng tồn kho năm 2020 của KBC tăng 52,8% sv năm trước do nộp tiền sử dụng đất 3.500 tỷ đồng tại dự án Trảng Cát



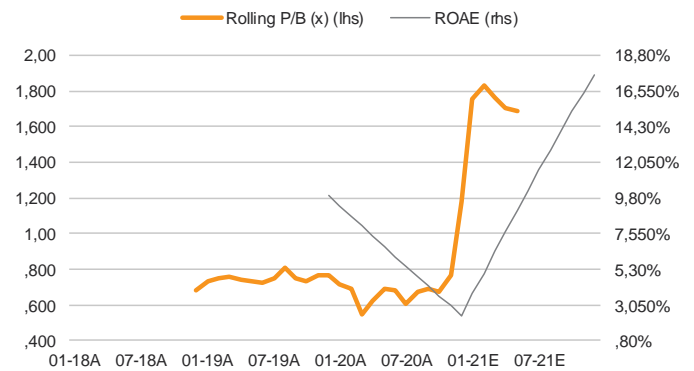
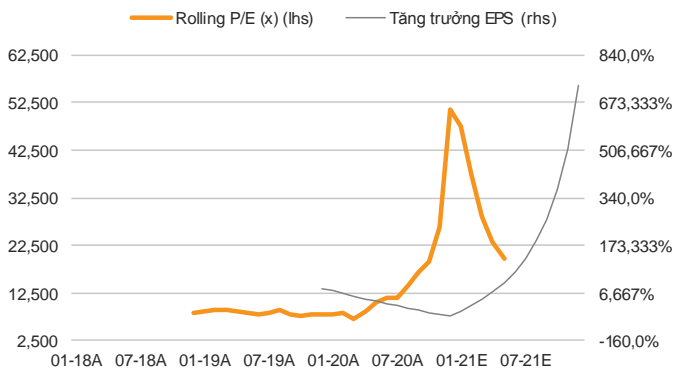
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Tỷ lệ nợ trên vốn chủ (D/E) của KBC tăng vọt lên thành 0,5x trong năm 2020



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVNĐ)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	2.151	6.774	6.810
Giá vốn hàng bán	(1.462)	(3.133)	(2.685)
Chi phí quản lý DN	(271)	(287)	(290)
Chi phí bán hàng	(52)	(245)	(258)
LN hoạt động thuần	366	3.109	3.578
EBITDA thuần	277	3.046	3.513
Chi phí khấu hao	89	63	65
LN HĐ trước thuế & lãi vay	366	3.109	3.578
Thu nhập lãi	314	50	50
Chi phí tài chính	(230)	(464)	(711)
Thu nhập ròng khác	0	(13)	(16)
TN từ các Cty LK & LD	3	0	0
LN trước thuế	452	2.682	2.900
Thuế	(133)	(644)	(696)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(96)	(170)	(152)
LN ròng	224	1.868	2.052
Thu nhập trên vốn	224	1.868	2.052
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	224	1.868	2.052

Bảng cân đối kế toán

(tỷVNĐ)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	1.050	1.406	2.192
Đầu tư ngắn hạn	1.940	1.939	1.939
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.638	9.824	8.971
Hàng tồn kho	11.534	13.704	15.628
Các tài sản ngắn hạn khác	242	254	267
Tổng tài sản ngắn hạn	21.403	27.127	28.998
Tài sản cố định	1.126	1.157	1.189
Tổng đầu tư	661	821	781
Tài sản dài hạn khác	595	572	548
Tổng tài sản	23.785	29.677	31.515
Vay & nợ ngắn hạn	1.547	1.652	1.652
Phải trả người bán	155	333	285
Nợ ngắn hạn khác	5.260	7.015	6.718
Tổng nợ ngắn hạn	6.962	8.999	8.655
Vay & nợ dài hạn	4.218	6.057	6.006
Các khoản phải trả khác	1.952	1.929	1.959
Vốn điều lệ và	4.757	4.757	4.757
LN giữ lại	4.316	6.185	8.237
Vốn chủ sở hữu	9.700	11.569	13.621
Lợi ích cổ đông thiểu số	953	1.122	1.274
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	23.785	29.677	31.515

Báo cáo LCTT

(tỷVNĐ)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	452	2.682	2.900
Khấu hao	89	63	65
Thuế đã nộp	(104)	(666)	(666)
Các khoản điều chỉnh khác	(364)	(49)	(50)
Thay đổi VLD	(2.988)	(3.436)	(1.428)
LC tiền thuần HKĐK	(2.914)	(1.407)	821
Đầu tư TSCĐ	(213)	(70)	(73)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	0
Các khoản khác	(268)	(111)	90
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(480)	(181)	17
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	4.554	1.944	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	(701)	0	(51)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(62)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	3.791	1.944	(51)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	652	1.050	1.406
LC tiền thuần trong năm	397	356	787
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.049	1.406	2.192

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	10,4%	27,6%	30,1%
Vòng quay TS	0,11	0,25	0,22
ROAA	1,1%	7,0%	6,7%
Đòn bẩy tài chính	2,10	2,51	2,43
ROAE	2,3%	17,6%	16,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	235,6	87,1	86,7
Số ngày nắm giữ HTK	2.887,5	1.596,5	2.124,5
Số ngày phải trả tiền bán	38,9	38,8	38,8
Vòng quay TSCĐ	1,95	5,94	5,81
ROIC	1,4%	9,2%	9,1%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,1	3,0	3,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,4	1,5	1,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,5
Vòng quay tiền	3.084,3	1.644,8	2.172,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(33,0%)	214,9%	0,5%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(76,1%)	749,3%	15,1%
Tăng trưởng LN ròng	(75,6%)	734,7%	9,8%
Tăng trưởng EPS	(75,6%)	734,7%	9,8%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>