

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

Giá thị trường

VND37.900

Giá mục tiêu

VND51.600

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 10/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:10 Giữ:0 Bán:0

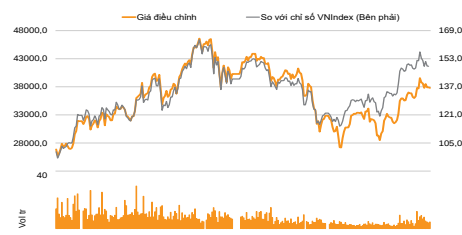
Giá mục tiêu/Consensus: 10,8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm dự phóng LN ròng 2022-23 xuống 50,9%/37,7%

➢ Giảm giá mục tiêu 15,0%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	46.587
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25.807
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	134.628
Thị giá vốn (tỷ VND)	29.092
Free float (%)	36
P/E trượt (x)	11,6
P/B hiện tại (x)	1,7

Cơ cấu sở hữu

Đặng Thành Tâm	14,8%
CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	8,0%
Khác	77,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Tiến về phía trước

- LN ròng Q2/22 đạt 1.893 tỷ đồng (+45 lần svck) nhờ thu nhập bất thường từ đánh giá lại, giúp LN ròng 6T22 hoàn thành 66,1% dự phóng năm 2022.
- Kỳ vọng LN ròng 2022 tăng 359% svck và không ghi nhận KĐT Trảng Cát, rơi vào kịch bản thận trọng nhất trong cập nhật trước của chúng tôi.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 51.600 đồng/cp.

Kinh doanh cốt lõi sụt giảm, thu nhập một lần kéo LN ròng Q2/22 tăng cao

KBC ghi nhận doanh thu (DT) Q2/22 giảm 47,3% svck còn 395,3 tỷ đồng do bàn giao đất giảm mạnh 43% svck chỉ 8ha. LN gộp kinh doanh cốt lõi giảm 56% svck, tuy nhiên, lợi nhuận (LN) ròng Q2/22 tăng 45 lần svck lên 1.893 tỷ đồng nhờ thu nhập bất thường 1.975 tỷ đồng từ đánh giá lại khoản đầu tư. Trong 6T22, KBC chỉ bàn giao 16,9ha đất khu công nghiệp (KCN) (-79,1% svck) và 3,9ha đất khu đô thị (KĐT) (+75,2% svck), do đó DT 6T22 giảm 60,5% svck còn 1.087 tỷ đồng. Biên LN gộp 6T22 giảm 13,3 điểm % svck xuống 43,9% do mảng KCN có biên LN gộp cao đóng góp ít hơn. LN ròng 6T22 tăng 270,9% svck đạt 2.374 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng Trảng Cát sẽ khó kịp ghi nhận doanh thu trong 2022

KBC chia sẻ bán buôn tại KĐT Trảng Cát vẫn đang trong quá trình đàm phán. Chúng tôi thận trọng hoãn đóng góp DT của dự án này đến 2023, do 1) thủ tục chuyển nhượng có thể mất ít nhất 3-6 tháng và 2) lo ngại các nhà đầu tư có thể trì hoãn hoạt động thu mua đất do triển vọng âm ảm của kinh tế toàn cầu và áp lực lạm phát gia tăng, đặc biệt là doanh nghiệp trong nước trong bối cảnh thắt chặt tín dụng vào BĐS. Chúng tôi điều chỉnh LN ròng 2022-23 giảm 50,9%/37,7% còn 3.593 tỷ đồng (+359,3% svck)/5.333 tỷ đồng (+48,4% svck).

Triển vọng bất động sản công nghiệp: tiếp tục tỏa sáng

Chúng tôi cho rằng BĐS KCN vẫn tiếp tục tỏa sáng trong nửa cuối 2022-23, được thúc đẩy bởi 1) triển vọng dòng vốn FDI tăng trở lại trong nửa cuối 2022 trong khi xu hướng mở rộng sản xuất vẫn mạnh mẽ; 2) bùng nổ thương mại điện tử, yêu cầu hàng tồn kho tăng và đa dạng hóa chuỗi cung ứng thúc đẩy nhu cầu về đất KCN và 3) phát triển cơ sở hạ tầng, được hỗ trợ bởi đầu tư công tăng tốc sẽ thúc đẩy thị trường BĐS KCN. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy Chính phủ cũng đang định hướng mở rộng nguồn cung đất KCN, tạo cơ hội các chủ đầu tư hoàn thành thủ tục pháp lý và phát triển các KCN mới.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 51.600 đồng/cp

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 51.600 đồng/cp do tiến độ các thủ tục pháp lý tại một số KCN mới và tiến độ bán hàng KĐT Trảng Cát chậm hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá: KBC có thể tháo gỡ các rào cản pháp lý cho các dự án mới. Rủi ro giảm giá: 1) doanh số kém hơn dự kiến, 2) tiến độ pháp lý các dự án mới trì hoãn, 3) trì hoãn ghi nhận DT các dự án KĐT.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.151	4.246	4.962	13.865
Tăng trưởng DT thuần	(33,0%)	97,4%	16,9%	179,4%
Biên lợi nhuận gộp	32,0%	58,1%	54,5%	62,0%
Biên EBITDA	26,0%	41,7%	82,7%	54,1%
LN ròng (tỷ)	224	782	3.593	5.333
Tăng trưởng LN ròng	(75,6%)	249,5%	359,3%	48,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(75,6%)	249,5%	359,3%	48,4%
EPS cơ bản	477	1.373	4.681	6.948
EPS điều chỉnh	477	1.373	4.681	6.948
BVPS	20.650	24.380	23.610	30.558
ROAE	2,3%	6,6%	22,4%	25,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TIỀN VỀ PHÍA TRƯỚC

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích KBC vì:

1) Chúng tôi tin rằng KBC có vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu bất động sản (BDS) KCN đang ngày càng tăng tại Việt Nam nhờ quỹ đất cho thuê lớn và danh mục khách hàng đáng chú ý bao gồm LG Display, Foxconn, Goertek, JA Solar, v.v.

2) KBC hiện đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý và san lấp dự án KĐT Trảng Cát (581ha), chúng tôi ước tính tổng giá trị phát triển tại dự án này đạt hơn 50.000 tỷ đồng. Công ty dự kiến sẽ bán buôn 30-50ha đất thương phẩm mỗi năm tại đây. KBC cũng có kế hoạch bàn giao 6ha tại KĐT Phúc Ninh, đóng góp khoảng 1.300-1.400 tỷ đồng doanh thu giai đoạn 2022-23. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng LN của KBC trong dài hạn.

3) Chúng tôi dự phóng LN ròng 6 tháng cuối năm 2022 của KBC sẽ tăng mạnh mẽ 757% svck lên 1.219 tỷ đồng, nhờ bàn giao khoảng 100ha đất KCN (+216% svck) và từ mức nền thấp nửa cuối 2021. Chúng tôi ước tính LN ròng năm 2023 tăng 48,4% svck lên 5.333 tỷ đồng, nhờ 1) bàn giao 228ha đất KCN (+88% svck) và 2) sự đóng góp từ KĐT Trảng Cát.

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 51.600 đồng/cp (từ 60.700 đồng/cp)

1) Chúng tôi điều chỉnh giảm 10% giá trị dự án Trảng Cát nhằm phản ánh (1) quá trình đàm phán bán buôn chậm hơn dự kiến; (2) lo ngại các nhà đầu tư có thể trì hoãn hoạt động thu mua đất do triển vọng ảm đạm của kinh tế toàn cầu và áp lực lạm phát gia tăng, đặc biệt là doanh nghiệp trong nước trong bối cảnh thắt chặt tín dụng vào BDS.

2) Chúng tôi nhận thấy thủ tục pháp lý tại một số KCN mới ở Hải Dương và Hưng Yên chậm hơn so với dự kiến. Để phản ánh các rủi ro thực hiện dự án, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu RNAV vào các dự án mới. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu khác nhau đối với từng dự án tùy thuộc vào thời gian thực hiện, tiến độ pháp lý, và khả năng hấp thụ trong bán hàng,.. chiết khấu cho toàn bộ RNAV đối với một số KCN mới chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) hiện là 36%.

Hình 1: Định giá KBC

Tên dự án	Giá hợp lý	Phương pháp	Lưu ý
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	2.827	DCF	Điều chỉnh tăng do KBC chỉ cho OPPO thuê 22,8ha với giá 70 USD/m ² /kỳ thuê (thỏa thuận trước đó 60-70ha), mức giá này thấp hơn khoảng 50% giá thị trường 130-140 USD/m ² /kỳ thuê.
KCN Tân Phú Trung	2.062	DCF	
KCN Quang Châu & mở rộng	1.183	DCF	
KCN Trảng Duyệt 3	4.975	DCF	
Một số KCN mới sắp tới	8.364	DCF	
KĐT Trảng Cát	19.696	DCF	Điều chỉnh giảm do 1) tiến độ và kế hoạch bán buôn chậm hơn dự kiến; 2) việc thắt chặt tín dụng và kiểm soát phát hành trái phiếu vào BDS có thể sẽ ảnh hưởng tiến độ bán buôn tại dự án này.
KĐT Phúc Ninh	3.427	DCF	Điều chỉnh giảm do các sai phạm liên quan đến đất đai tại Bắc Bình có thể ảnh hưởng đến tiến độ hoàn thành thủ tục pháp lý tại dự án này.
KĐT Trảng Duyệt	869	DCF	
Khác	2	DCF	
Tổng	43.405		
Cộng:			
Tiền và tương đương tiền	1.262	BV	
Đầu tư vào liên doanh liên kết	3.349	0,7x P/B	Điều chỉnh giảm 30% BV phản ánh các hoạt động đầu tư tại liên doanh liên kết kém hiệu quả và rủi ro các dự án của SDN không bán được toàn bộ khi tỷ lệ lấp đầy hiện tại chỉ 50-60% sau nhiều năm khai thác.
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.862	BV	
Xây dựng cơ bản dở dang	850	BV	
Tài sản khác	5.052	BV	
Trừ:			
Vay nợ	6.888	BV	
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.363	BV	
RNAV	46.530		
Chiết khấu	15%		Điều chỉnh tỷ lệ chiết khấu lên 15% từ 10% trong báo cáo trước để phản ánh các mối lo ngại về những khoản nợ đáo hạn lớn trong 2023.
SLCP đang lưu hành	767.614.700		
Giá mục tiêu (VND/cp)	51.600		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: So sánh các công ty cùng ngành bất động sản khu công nghiệp

Tên công ty	Mã	Giá hiện tại		Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		EPS 3 năm		P/B (x)		ROE (%)		Nợ/VCSH Q2/22 (%)
		Nội tệ	Nội tệ			TTM	2022	Tăng trưởng kép (%)	Hiện tại	2022	2023	2022	2023	
Cao su Việt Nam	GVR VN	25.250	NA	KKN	4.318	21,5	20,6	20,5	3	2,1	N/A	N/A	8,1	10,0
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	78.300	NA	KKN	3.465	53,1	33,5	18,2	34	4,7	4,6	3,8	14,2	22,3
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	37.900	51.600	Khả quan	1.244	11,6	8,1	5,5	31	1,7	1,6	1,2	22,4	25,7
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	58.900	NA	KKN	1.129	13,6	16,9	16,3	15	3,4	3,5	2,9	27,6	21,6
Tổng Công ty Phát triển KCN	SNZ VN	39.200	NA	KKN	631	16,5	N/A	N/A	N/A	2,6	N/A	N/A	16,1	N/A
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	62.100	NA	KKN	876	10,3	9,9	8,3	20	3,8	2,3	2,1	13,0	16,0
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	135.000	NA	KKN	536	15,0	12,8	N/A	N/A	4,2	3,2	N/A	31,5	27,5
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	68.800	88.000	Khả quan	399	14,1	8,9	15,8	6	2,8	2,7	2,5	37,8	23,9
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	53.200	81.100	Khả quan	227	19,3	15,5	10,3	47	3,8	3,2	2,6	24,0	30,2
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	184.100	NA	KKN	189	15,0	7,6	4,8	N/A	7,0	5,3	N/A	44,7	51,1
CTCP Long Hậu	LHG VN	34.800	NA	KKN	74	12,9	8,3	9,1	16	1,2	1,9	1,8	9,5	20,7
KCN Cao Su Việt Nam	VRG VN	30.000	NA	KKN	33	245,9	N/A	N/A	N/A	2,9	N/A	N/A	1,2	N/A
Trung bình VN						37,4	14,2	12,1	24,0	3,3	3,1	2,4	20,8	24,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY (GIÁ ĐỒNG CỬA NGÀY 09/08/2022)

Tiềm năng tăng giá phụ thuộc liệu KBC có thể tiếp tục mở khóa các dự án mới tại Hưng Yên, Long An, Hải Dương và Bắc Giang... Ban lãnh đạo KBC chia sẻ công ty hiện đang đẩy mạnh mở rộng 1.000ha tại Hưng Yên, 2.000ha tại Long An và 2.000ha tại Hải Dương. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý rằng KBC có khả năng chuyển đổi các KCN Lê Minh Xuân 2 và KCN Sài Gòn Nhơn Hội thành dự án KĐT theo Nghị định mới 35/2022/NĐ-CP. Chúng tôi chưa phản ánh những yếu tố này vào định giá và dự phóng do thiếu thông tin cần thiết.

Rủi ro giảm giá 1) doanh số kém hơn dự kiến, 2) tiến độ pháp lý các dự án mới trì hoãn, 3) trì hoãn ghi nhận DT các dự án KĐT và 4) rủi ro pha loãng RNAV do KBC dự kiến sẽ phát hành riêng lẻ 150 triệu cổ phiếu trong nửa cuối năm 2022.

Hình 3: Điều chỉnh giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên các kịch bản giá phát hành riêng lẻ

Giá phát hành riêng lẻ (VND/cổ phiếu)	Giá trị phát hành (tỷ đồng)	Pha loãng RNAV	Giá mục tiêu sau điều chỉnh pha loãng (VND/cổ phiếu)
44.000	6.600	-4,5%	49.200
42.000	6.300	-5,0%	49.000
40.000	6.000	-5,6%	48.600
38.000	5.700	-6,1%	48.400
36.000	5.400	-6,6%	48.100
34.000	5.100	-7,1%	47.900
32.000	4.800	-7,8%	47.500
30.000	4.500	-8,3%	47.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH ước tính

KQKD Q2/22: Kinh doanh cốt lõi sụt giảm, thu nhập một lần kéo LN ròng Q2/22 tăng mạnh

Hình 4: So sánh kết quả kinh doanh (KQKD) Q2/22 và 6T22

	Q2/22	Q2/21	% tăng trưởng svck	6T22	6T21	% tăng trưởng svck	% sv dự phóng 2022 Nhận xét
Diện tích đất KCN cho thuê (ha)	8,0	14,1	-43,3%	16,9	80,7	-79,1%	15,0%
KCN Tân Phú Trung	7,7	-		16,6	21,9		
KCN Quang Châu	-	7,9		-	40,7		
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	0,3	6,2		0,3	16,6		
Diện tích bán đất KĐT (ha)	0,2	0,9	-74,0%	3,9	2,2	75,2%	
KĐT Phúc Ninh	-	-		0,0	-		
KĐT Tràng Duệ	0,2	0,9		3,8	2,2		
Doanh thu (tỷ đồng)	395,3	749,8	-47,3%	1.086,9	2.751,8	-60,5%	21,9%
Cho thuê đất KCN	275,0	267,4	2,8%	592,2	2.061,5	-71,3%	KBC đã cho thuê 16,9ha trong 6T22 (-79,1% svck).
Bán nhà kho, nhà xưởng	-	263,1	-100,0%	-	263,1	-100,0%	Nhờ bán 8 căn nhà xưởng tại KCN Quang Châu và 2 căn nhà xưởng tại KCN Quế Võ.
Cho thuê kho, nhà xưởng, văn phòng	12,5	27,0	-53,7%	25,0	53,3	-53,1%	
Cung cấp nước sạch, điện, phí dịch vụ, xử lý nước thải	78,2	67,1	16,5%	152,5	138,5	10,1%	
Chuyển nhượng bất động sản	29,6	125,2	-76,4%	317,2	235,3	34,8%	Nhờ vào hoạt động bàn giao nhà phố biệt thự tại dự án KĐT Tràng Duệ.
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	197,5	448,8	-56,0%	476,6	1.572,1	-69,7%	
Biên lợi nhuận gộp	50,0%	59,9%	-9,9 điểm %	43,9%	57,1%	-13,3 điểm %	Do trong kỳ mảng KCN có biên lợi nhuận gộp cao đóng góp thấp hơn.
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	97,2	134,7	-27,8%	241,4	322,1	-25,1%	
Doanh thu tài chính	90,3	32,7	176,1%	160,3	74,5	115,2%	
Chi phí tài chính	159,5	131,2	21,6%	304,0	225,4	34,9%	Do chi phí lãi vay tăng đáng kể.
LN từ hoạt động kinh doanh	62,0	219,3	-71,7%	133,1	1.104,2	-87,9%	
LN trước thuế	1.975,2	215,6	816,1%	2.545,3	1.097,8	131,9%	
Lãi/(lỗ) khác	1.913,2	(3,6)		2.412,2	(6,4)		Ghi nhận khoản thu nhập một lần từ đánh giá lại CTCP Đầu tư Sài Gòn Đà Nẵng (KBC nâng tỷ lệ sở hữu thêm 28,5% trong Q2/22).
LN sau thuế	1.933,7	77,8	23,8x	2.456,7	792,4	210,0%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	40,3	37,0	8,9%	82,9	152,3	-45,6%	
LN ròng (tỷ đồng)	1.893,4	40,8	45,4x	2.373,9	640,0	270,9%	66,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

KBC chỉ cho thuê 8ha đất KCN (-43,3% svck) trong Q2/22, đến từ KCN Tân Phú Trung (7,7ha) và KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (0,3ha). Do đó, DT Q2/22 giảm 47,3% svck còn 395,3 tỷ đồng. Tuy nhiên, LN ròng Q2/22 đạt 1.893 tỷ đồng (+45 lần svck) nhờ 1.975 tỷ đồng lợi nhuận ghi nhận một lần từ việc đánh giá lại khoản đầu tư tại CTCP Sài Gòn-Đà Nẵng (SDN). KBC đã mua lại 5,7 triệu cổ phiếu của công ty này vào cuối Q2/22, nâng tỷ lệ sở hữu từ 19,5% lên 48%. KBC chia sẻ SDN đang phát triển khoảng hai KCN có diện tích trên 400ha và bốn dự án khu đô thị (150ha) tại Đà Nẵng.

Hình 5: Các dự án trọng điểm của SDN

STT Dự án	Vị trí	Diện tích đất (ha)	Thời hạn thuê	Tỷ lệ lấp đầy cuối Q2/22 (%)	Giá thuê (USD/m2/ký thuê)
Dự án KCN					
1 KCN Liên Chiểu	Đà Nẵng	289	1996 - 2046	~50-60%	90-100
2 KCN Hòa Khánh mở rộng	Đà Nẵng	133	2004 - 2054	100%	N/A
Dự án KĐT					
1 KĐT Xanh Dragon City Park	Đà Nẵng	78			
2 KĐT Xanh Bàu Trâm Lakeside	Đà Nẵng	46			
3 KDC KCN Hòa Khánh mở rộng	Đà Nẵng	12			
4 The Song - Danang Beach Villas	Đà Nẵng	12			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong 6T22, KBC chỉ bàn giao 16,9ha đất KCN (-79,1% svck) và 3,9ha đất KĐT (+75,2% svck), do đó DT 6T22 giảm 60,5% svck còn 1.087 tỷ đồng. Biên LN gộp 6T22 giảm 13,3 điểm % svck còn 43,9% do mảng KCN có biên LN gộp cao đóng góp ít hơn. Lũy kế 6 tháng đầu năm, LN ròng tăng 270,9% svck đạt 2.374 tỷ đồng, hoàn thành 66,1% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Hình 6: Quỹ đất cho thuê tại các dự án KCN trọng điểm của KBC đang dần eo hẹp (cập nhật cuối Q2/22)

STT Dự án	Vị trí	Năm cho thuê	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Diện tích đất (ha)	Tỷ lệ lấp đầy cuối Q2/22	Diện tích cho thuê/bán còn lại, cuối Q2/22 (ha)	Giá thuê (USD/m2/ký thuê)
KCN đã lấp đầy							
1	KCN Quế Võ 1	Bắc Ninh	2003	100%	274	100%	0 N/A
2	KCN Quế Võ 2	Bắc Ninh	2006	100%	244	100%	0 N/A
3	KCN Tràng Duệ 1	Hải Phòng	2008	87%	184	100%	0 N/A
4	KCN Tràng Duệ 2	Hải Phòng	2015	87%	190	100%	0 N/A
KCN đang cho thuê							
5	KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	2021	100%	300	17%	170 130-140
6	KCN Tân Phú Trung	TP HCM	2010	72%	542	69%	97 150-160
7	KCN Quang Châu	Bắc Giang	2006	88%	426	97%	9 110-120
Dự án KĐT							
1	KĐT Phúc Ninh	Bắc Ninh	2017	100%	115	6%	42
2	KĐT Tràng Duệ	Hải Phòng	2019	87%	42	63%	8
3	KĐT Tràng Cát	Hải Phòng	2022	100%	581	0%	250

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng kinh doanh BĐS KCN

Kỳ vọng hơn 2.000ha đất KCN sẽ được bổ sung trong giai đoạn 2022-24

Trong bối cảnh quỹ đất cho thuê tại các KCN trọng điểm của KBC đang dần eo hẹp, chúng tôi nhận thấy Công ty đang tích cực mở rộng quỹ đất KCN với gần 20 dự án có diện tích hơn 5.000ha trên khắp Việt Nam, đặc biệt tập trung vào khu vực phía Nam và sông Mekong để nắm bắt nhu cầu đất KCN ngày càng tăng tại các khu vực này (chi tiết trong Hình 8&9). Tính đến cuối Q2/22, công ty đã nhận được các phê duyệt quan trọng cho một số dự án mới như chấp thuận chủ trương đầu tư cho hai KCN tại Long An là KCN Tân Tập (654ha, tổng vốn đầu tư 9.911 tỷ đồng) và KCN Lộc Giang (466ha, tổng vốn đầu tư 5.198 tỷ đồng). Ngoài ra, KBC cũng đang có kế hoạch phát triển một số dự án mới tại Thái Nguyên (1.000ha) và Hà Nội (400ha).

Với định hướng đẩy mạnh mở rộng nguồn cung đất KCN tại Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng KBC có thể thuận lợi tháo gỡ và hoàn tất các thủ tục pháp lý và đưa hơn 2.000ha đất KCN vào kinh doanh trong ba năm tới tại Hải Phòng, Long An, Hưng Yên và Hải Dương.

Hình 7: Các dự án KCN sắp tới của KBC tại phía Nam

STT Dự án	Vị trí	Năm dự kiến hoạt động	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Diện tích đất (ha)	Các thông tin cập nhật nổi bật tính đến cuối Q2/22
Phía Nam					
1	KCN Nam Tân Tập	Long An	2023	38%	245 Đã được trao quyết định đầu tư và thành lập KCN vào Q4/21. Công ty đang đền bù, GPMB và đầu tư cơ sở hạ tầng. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đưa vào khai thác từ năm 2023.
2	CCN Tân Tập	Long An	2023	87%	72
3	CCN Phước Vĩnh Đông 1	Long An	2023	100%	50 Đã được phê duyệt 1/500 trong Q2/21 và Q3/21. Công ty đang đền bù, GPMB và đầu tư cơ sở hạ tầng. Chúng tôi kỳ vọng các CCN này đưa vào khai thác từ 2023.
4	CCN Phước Vĩnh Đông 2	Long An	2023	88%	48
5	CCN Phước Vĩnh Đông 4	Long An	2023	72%	50
6	KCN Tân Tập	Long An	2024-25	65%	654 Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư trong Q1/22. Công ty đang hoàn thiện thủ tục pháp lý. Chúng tôi kỳ vọng KCN này đưa vào khai thác từ 2024-25.
7	KCN Lộc Giang	Long An	2024-25	74%	466 Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư trong Q2/22. Công ty đang hoàn thiện thủ tục pháp lý. Chúng tôi kỳ vọng KCN này đưa vào khai thác từ 2024-25.
8	KCN Lê Minh Xuân 2	TP HCM	2024-25	22%	320 Đang xem xét chuyển đổi sang KĐT, dịch vụ dựa theo Nghị định 35/2022/NĐ-CP.
9	KCN Tân Phước 2	Tiền Giang	2025 trở đi	N/A	300 Đã phê duyệt quy hoạch phân khu 1/2000 trong Q2/22. Công ty đang hoàn tất các thủ tục pháp lý.
10	KCN Sông Hậu 2	Hậu giang	2025 trở đi	N/A	220 Tài trợ lập quy hoạch.
11	KCN Sông Hậu 3	Hậu giang	2025 trở đi	N/A	205 Tài trợ lập quy hoạch.
Tổng				2.630	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Các dự án KCN sắp tới của KBC tại phía Bắc

STT	Dự án	Vị trí	Năm dự kiến hoạt động	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Diện tích đất (ha)	Các thông tin cập nhật nổi bật tính đến cuối Q2/22
Phía Bắc						
1	KCN Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	Nửa cuối 2022	88%	90	- KBC đã ký MOU cho thuê 50ha với một tập đoàn lớn chuyên sản xuất các sản phẩm Apple trong đầu Q3/22 với giá thuê 120 USD/m2/kỳ thuê. - KBC kỳ vọng nhận chấp thuận đầu tư trong Q3/22 và đưa vào kinh doanh trong Q4/22.
2	KCN Tràng Duệ 3	Hải Phòng	6T23	87%	687	- Kỳ vọng Quy hoạch chung Hải Phòng được phê duyệt trong Q3/22, từ đó hoàn tất các thủ tục pháp lý tại dự án này. - KBC đang thực hiện đền bù và hoàn thành pháp lý cùng lúc, Công ty chia sẻ 25-30% diện tích dự án đã được đền bù tính đến Q2/22. - KBC đã ký MOU cho thuê 115ha tại KCN này vào đầu 2022, trong đó LG Display dự kiến thuê 80ha, giá thuê khoảng 130-140 USD/m2/kỳ thuê. - KBC kỳ vọng sẽ lấp đầy KCN Tràng Duệ 3 trong 4 năm, tương đương cho thuê hơn 100ha mỗi năm tại KCN này.
3	CCN Đặng Lễ	Hưng Yên	2023	75%	75	- Đã nhận chấp thuận đầu tư trong cuối 2021.
4	CCN Kim Động	Hưng Yên	2023	75%	75	- Đang có khách hàng tiềm năng thương lượng thuê lại 300ha đất tại các CCN và KCN của KBC phát triển tại Hưng Yên.
5	CCN Chính Nghĩa	Hưng Yên	2023	75%	75	- KBC hiện đang đẩy mạnh mở rộng 1,000ha diện tích đất công nghiệp tại Hưng Yên.
6	KCN Kim Thành	Hải Dương	2024-25	100%	437	- Phó Thủ tướng đã đồng ý bổ sung KCN Bình Giang 2 (303,3ha), Thanh Hà 2 (250ha) và Kim Thành 2 (437,2ha) tại Hải Dương vào cuối 2021, sau hơn 3 năm chờ đợi. Trước đó đầu 2021, 300ha tại KCN Bình Giang 1 (150ha) và KCN Thanh Hà 1 (150ha) cũng đã được bổ sung vào quy hoạch tỉnh.
7	KCN Thanh Hà	Hải Dương	2024-25	100%	400	- Chúng tôi kỳ vọng sẽ nhận được chấp thuận đầu tư trong nửa cuối 2022 và bắt đầu khai thác từ 2024-25.
8	KCN Bình Giang	Hải Dương	2024-25	100%	453	
Tổng					2.293	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng KBC có thể bàn giao khoảng 100ha đất KCN (+216% svck) trong nửa cuối 2022

Chúng tôi cho rằng KBC vẫn là một trong những công ty tư nhân thành công nhất trong việc thu hút vốn FDI, đặc biệt là các tập đoàn lớn trong lĩnh vực điện tử và công nghệ cao. Công ty đã thu hút 3,4 tỷ USD vốn FDI, tương đương 13,1% vốn FDI của Việt Nam trong năm 2021, trong đó đáng chú ý là thu hút các tập đoàn lớn như LG Display, Foxconn, Goertek, JA Solar, v.v..

Ngoài ra, việc bổ sung 2.000ha đất KCN sẽ giúp KBC có vị thế thuận lợi để nắm bắt được nhu cầu ngày càng tăng về bất động sản KCN. Chúng tôi nhận thấy một số hợp đồng cho thuê mới tiềm năng của KBC trong nửa cuối năm 2022 và cả năm 2023 như sau:

- **KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh:** Trước đó, KBC đã ký Biên bản ghi nhớ (MOU) cho OPPO thuê 62,7ha với giá 70 USD/m2/kỳ thuê, tương đương thấp hơn khoảng 50% so với giá thị trường là 130-140 USD/m2/kỳ thuê. Tuy nhiên, chúng tôi hiểu rằng doanh nghiệp đã đàm phán lại với OPPO và chỉ cho thuê 22,8ha với giá 70 USD/m2/kỳ thuê. KBC đã chính thức ký hợp đồng cho thuê vào tháng 6/2022 và dự kiến sẽ ghi nhận 350-400 tỷ đồng doanh thu trong Q3/22. Ngoài ra, Công ty cũng đang đàm phán cho thuê 60ha tại KCN này cho một số công ty tiềm năng trong lĩnh vực sản xuất điện tử, logistics trong 6 tháng cuối năm 2022.
- **KCN Quang Châu mở rộng:** KBC đã ký MOU cho thuê 50ha với một tập đoàn lớn chuyên sản xuất các sản phẩm Apple trong đầu Q3/22 với giá thuê 120 USD/m2/kỳ thuê. Doanh nghiệp chia sẻ rằng các thủ tục pháp lý của KCN này đang được hoàn thiện để đưa vào kinh doanh trong Q4/22.
- **KCN Tràng Duệ 3:** Mặc dù chưa đưa vào kinh doanh, KBC đã ký MOU cho thuê 115ha tại KCN Tràng Duệ 3 (trong đó LG dự kiến thuê 80ha). Doanh nghiệp kỳ vọng sẽ lấp đầy 100% KCN Tràng Duệ 3 trong 4 năm, tương đương với việc cho thuê khoảng 100ha mỗi năm.

- **Các cụm công nghiệp (CCN) tại Long An, Hưng Yên:** KBC chia sẻ hiện đang có một số khách hàng tiềm năng đang hỏi thuê sđ 300ha tại Hưng Yên và 100ha tại Long An.

Hình 9: Các dự án cho thuê đất KCN tiềm năng của KBC trong năm 2022

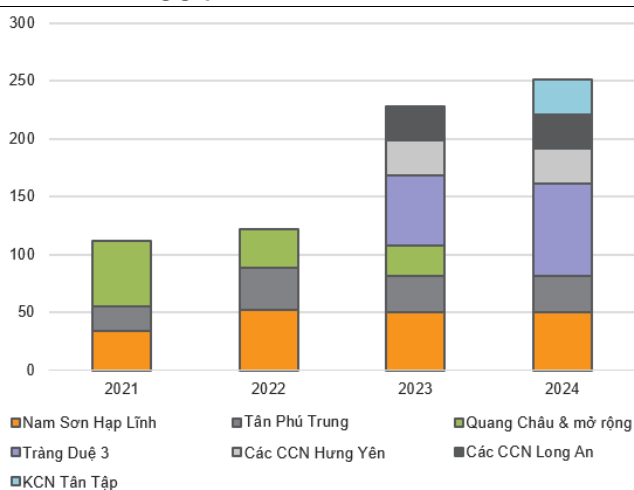
Dự án	Quốc gia	KCN	Diện tích (ha)
Sản xuất phụ kiện điện thoại di động	Trung Quốc	Nam Sơn Hạp Lĩnh	22,8
Sản xuất điện tử	Đài Loan	Nam Sơn Hạp Lĩnh	15
Logistics và kho hàng	Singapore	Nam Sơn Hạp Lĩnh	10
Sản xuất điện tử	Trung Quốc	Nam Sơn Hạp Lĩnh	10
Logistics và kho hàng	Hàn Quốc	Nam Sơn Hạp Lĩnh	10
Sản xuất điện tử	Singapore	Nam Sơn Hạp Lĩnh	10
Sản xuất linh kiện điện tử công nghệ cao	Đài Loan	Quang Châu mở rộng	40
Sản xuất linh kiện điện tử	Trung Quốc	Quang Châu mở rộng	12
Sản xuất linh kiện điện tử công nghệ cao	Đài Loan	Quang Châu	9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ KCN sẽ tăng trưởng 15% svck/119% svck trong 2022 và 2023

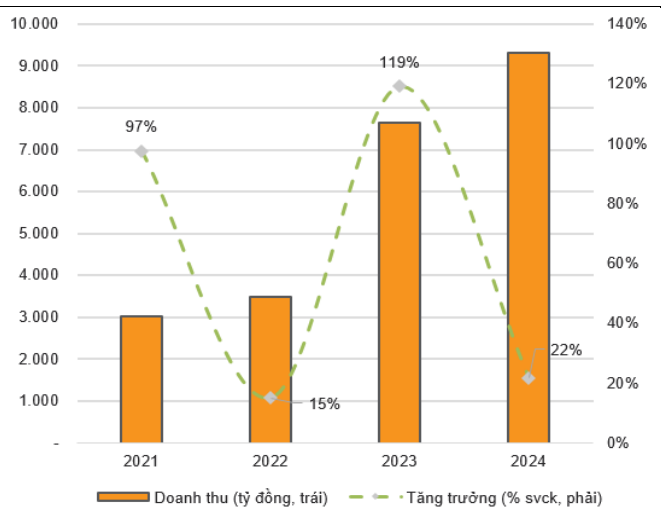
Chúng tôi dự báo diện tích cho thuê đất KCN của KBC sẽ cải thiện đáng kể, lần lượt là +216% svck/+119% svck trong 6 tháng cuối 2022 và năm 2023, giúp doanh thu KCN tăng 197,7% svck lên 2.901 tỷ đồng trong 6 tháng cuối 2022 và +119,2% svck lên 7.658 tỷ trong năm 2023.

Hình 10: Doanh số bán đất KCN của KBC cải thiện đáng kể kể từ năm 2023 do đóng góp các KCN mới...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11:... để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu KCN 2023-2024 hiệu quả



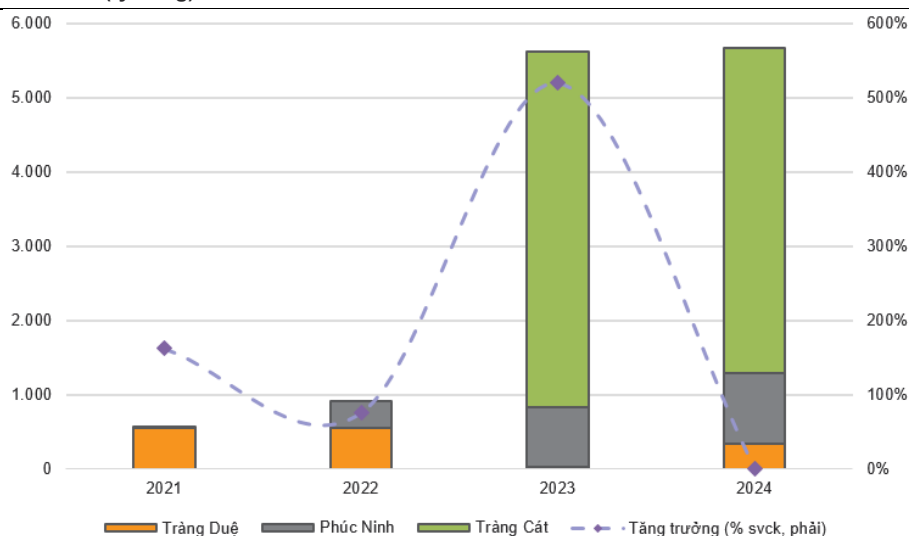
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

BDS nhà ở: tiến độ bán buôn tại KĐT Trảng Cát chậm hơn dự kiến làm giảm sự tự tin của chúng tôi về LN ròng 2022

Chúng tôi đã có chuyến thăm thực tế các dự án trọng điểm của KBC tại miền Bắc bao gồm các dự án KĐT Trảng Cát, Phúc Ninh, Trảng Duyệt, v.v. vào tháng 6/2022 (chi tiết tại Phụ lục 1). Vào ngày chúng tôi thực hiện khảo sát, dự án đã tương đối hoàn thành san lấp cát 30ha đầu tiên, doanh nghiệp kỳ vọng san lấp xong 80ha giai đoạn 1 trong Q3/22, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Tuy nhiên, công ty chia sẻ thương vụ bán buôn vẫn đang trong quá trình đàm phán với một số nhà đầu tư tiềm năng từ Singapore, Mỹ. Chúng tôi dự phóng thận trọng hoãn đóng góp doanh thu của dự án này vào năm 2023 do các thủ tục chuyển nhượng có thể mất ít nhất 3-6 tháng và tiến độ hoàn tất đàm phán vẫn chưa chắc chắn. Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy những lo ngại các nhà đầu tư có thể trì hoãn hoạt động thu mua đất do triển vọng âm ảm của kinh tế toàn

cầu và áp lực lạm phát gia tăng, đặc biệt là doanh nghiệp trong nước trong bối cảnh thắt chặt tín dụng vào BĐS.

Hình 12: Chúng tôi kỳ vọng đóng góp doanh thu của dự án Khu đô thị Trảng Cát trong 2023-2024 (tỷ đồng)



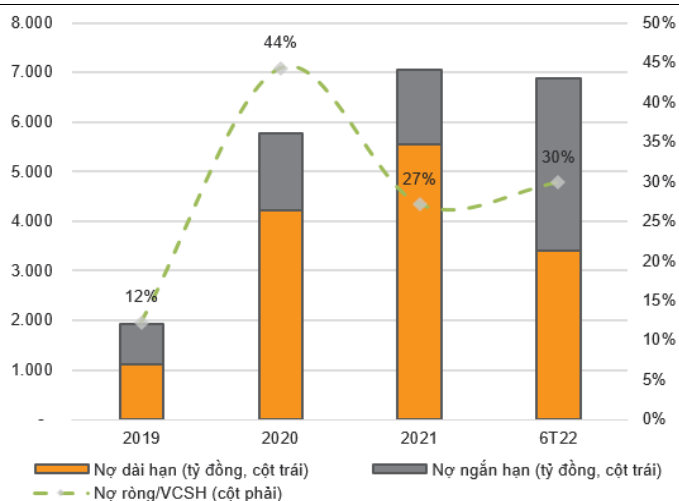
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Lo ngại về các khoản nợ đáo hạn tăng mạnh năm 2023

Chúng tôi lo ngại về các khoản nợ trái phiếu 2.900 tỷ đồng đáo hạn trong 6 tháng đầu năm 2023, đặc biệt trong bối cảnh thắt chặt tín dụng vào BĐS và giám sát chặt chẽ hơn đối với việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp. KBC dự kiến phát hành riêng lẻ tối đa 150 triệu cổ phiếu (tương đương 26,3% cổ phần hiện tại) trong 6 tháng cuối năm 2022 để huy động 5.000-6.000 tỷ đồng nhằm tăng vốn lưu động, tái cơ cấu nợ và đầu tư vào các dự án mới.

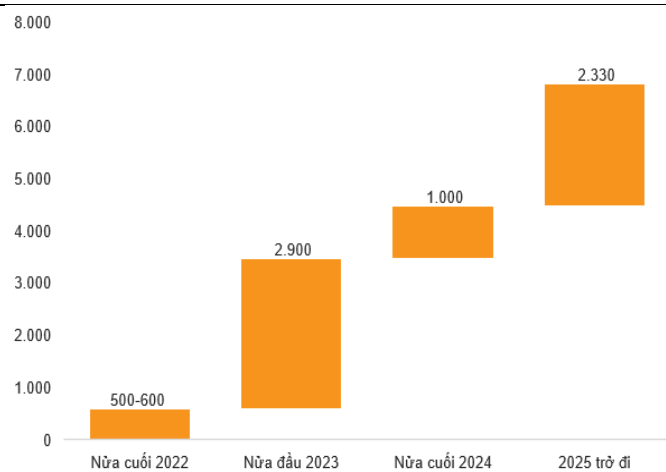
Trong trường hợp xấu nhất, việc phát hành riêng lẻ không thành công, chúng tôi cho rằng công ty có thể gặp thách thức trong việc phát triển các dự án mới trong ngắn hạn, nhưng không có rủi ro vỡ nợ. KBC có bảng cân đối kế toán lành mạnh với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là 0,3 lần vào cuối Q2/22, thấp hơn đáng kể so với các công ty BĐS KCN cùng ngành. Chúng tôi ước tính tiền và các khoản tương đương tiền của KBC có thể sẽ đạt 2.100 tỷ đồng vào cuối năm 2022, giảm những áp lực về các khoản nợ ít nhất đến nửa đầu 2023.

Hình 13: KBC có tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là 0,3 lần vào cuối Q2/22, thấp hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Khoản nợ trái phiếu 2.900 tỷ đồng đáo hạn trong 6T23 khiến công ty đối mặt với thách thức trong ngắn hạn



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Điều chỉnh dự phóng 2022-2024

Chúng tôi cho rằng LN ròng cốt lõi 2022 khả năng sẽ rơi vào kịch bản kém khả quan nhất trong báo cáo cập nhật trước đó của chúng tôi, khi KĐT Trảng Cát có thể khó kịp ghi nhận doanh thu trong năm 2022. Chúng tôi dự phóng thận trọng hoãn đóng góp doanh thu của dự án này vào năm 2023 do tiến độ đàm phán bán buôn chậm hơn dự kiến.

Chúng tôi đã thực hiện các sửa đổi sau đây đối với các dự báo trong giai đoạn 2022-23:

Năm 2022:

- Chúng tôi điều chỉnh giảm DT từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh còn 1.281 tỷ đồng từ 1.778 tỷ đồng do bàn giao cho OPPO thấp hơn dự kiến.
- Chúng tôi tạm hoãn việc đóng góp DT của các cụm công nghiệp Hưng Yên sang năm 2023 do các thủ tục pháp lý chậm hơn dự kiến.
- Chúng tôi hoãn đóng góp doanh thu của dự án KĐT Trảng Cát sang năm 2023 do đàm phán tiến độ bán buôn chậm hơn dự kiến.
- Chúng tôi đã điều chỉnh thu nhập khác lên 2.439 tỷ đồng từ khoản lỗ ròng 13 tỷ đồng để phản ánh các khoản thu nhập bất thường từ đánh giá lại trong 6T22.
- Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh dự phóng DT năm 2022 giảm 71,7% so với dự phóng trước đó còn 4.962 tỷ đồng (+16,9% svck) và LN ròng 2022 giảm 50,9% xuống 3.593 tỷ đồng (+359,3% svck).

Năm 2023:

- Chúng tôi kỳ vọng các cụm công nghiệp Long An đóng góp 954 tỷ đồng doanh thu khi các dự án này đi vào hoạt động từ năm 2023.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu từ KĐT Trảng Cát xuống 4.776 tỷ đồng từ 9.602 tỷ đồng với giả định chỉ bán buôn 30ha đất thương phẩm trong 2023.
- Nhìn chung, chúng tôi giảm 29,9% dự phóng doanh thu 2023 xuống 13.865 tỷ đồng (+179,4% svck) và LN ròng 2023 giảm 37,7% xuống 5.333 tỷ đồng (+48,4% svck) so với dự phóng trước đó.

Hình 15: Điều chỉnh dự phóng 2022-2024 theo kịch bản cơ sở mới của chúng tôi

	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	4.962	13.865	15.612	17.507	19.766	16.036	-71,7%	-29,9%	-2,6%
Lợi nhuận gộp	2.703	8.601	9.478	11.167	12.937	10.215	-75,8%	-33,5%	-7,2%
Biên LN gộp (%)	54,5%	62,0%	60,7%	63,8%	65,4%	63,7%	-9,3 điểm %	-3,4 điểm %	-3 điểm %
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(683)	(1.008)	(1.129)	(653)	(817)	(930)	4,5%	23,4%	21,4%
Doanh thu tài chính	250	33	90	150	150	107	66,5%	-78,3%	-15,9%
Chi phí tài chính	(575)	(406)	(285)	(711)	(489)	(298)	-19,1%	-16,9%	-4,4%
Thu nhập khác	2.439	(14)	(11)	(16)	(14)	(11)	N/A	1,2%	3,2%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	1.694	7.219	8.154	9.953	11.780	8.877	-83,0%	-38,7%	-8,1%
LN trước thuế	4.133	7.205	8.143	9.936	11.767	8.866	-58,4%	-38,8%	-8,2%
Lợi nhuận ròng	3.593	5.333	6.049	7.323	8.558	6.501	-50,9%	-37,7%	-7,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Do các thủ tục pháp lý tại các dự án KCN phức tạp dẫn đến rủi ro thực hiện dự án kéo dài, chúng tôi đưa ra ba kịch bản dự phóng cho kết quả kinh doanh 2022-23 như sau:

Hình 16: Các kịch bản kết quả kinh doanh 2022-23

Kịch bản	Giả định	Doanh thu (tỷ đồng)		LN ròng (tỷ đồng)		Giá mục tiêu	Tăng giá
		2022	2023	2022	2023		
Tích cực (cơ sở trước đó)	- Ghi nhận doanh thu từ việc chuyển nhượng 30ha đất thương phẩm tại KĐT Trảng Cát như kế hoạch. - Hoàn tất các thủ tục pháp lý tại KCN Quang Châu mở rộng, CCN tại Hưng Yên và KĐT Phúc Ninh và đưa vào khai thác trong nửa cuối 2022. - Bàn giao 142ha/228ha đất KCN trong 2022-23. - Đưa vào khai thác hơn 2.500ha đất KCN trong ba năm tới như KCN Trảng Duệ 3, ba CCN tại Hưng Yên và ba KCN mới tại Hải Dương. - Không có sự đóng góp của KĐT Trảng Cát trong 2022.	8.735 (+106% svck)	14.902 (+68,0% svck)	5.263 (+572,7% svck)	6.175 (+12,2% svck)	VND56.000	+47,8%
Cơ sở (tiêu cực trước đó)	- Hoàn tất các thủ tục pháp lý tại KCN Quang Châu mở rộng, KĐT Phúc Ninh và đưa vào khai thác trong nửa cuối 2022. - Bàn giao 122ha/228ha đất KCN trong 2022-23. - Đưa vào khai thác hơn 2.500ha đất KCN trong ba năm tới. - Không có sự đóng góp từ dự án KĐT Trảng Cát.	4.962 (+16,9% svck)	13.865 (+179,4% svck)	3.593 (+359,3% svck)	5.333 (+48,4% svck)	VND51.600	+36,2%
Tiêu cực (mới)	- Trì hoãn ghi nhận doanh thu tại KCN Quang Châu mở rộng và KĐT Phúc Ninh. - Bàn giao 88ha/188ha đất KCN trong 2022-23. - Đưa vào khai thác hơn 1.500ha đất KCN trong ba năm tới.	3.636 (-14,4% svck)	7.672 (+111,0% svck)	2.891 (+269,6% svck)	2.329 (-19,4% svck)	VND47.000	+24,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

Phụ lục 1: Hiện trạng một số dự án trọng điểm của KBC trong chuyến khảo sát thực tế của chúng tôi vào tháng 6/2022

KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh đã hoàn thiện hạ tầng giai đoạn 1, giai đoạn 2 đang triển khai

Hình 17: Đường nội bộ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Phần diện tích đã hoàn thành san lấp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Dự án nhà kho đang xây dựng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Nhà máy xử lý nước tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

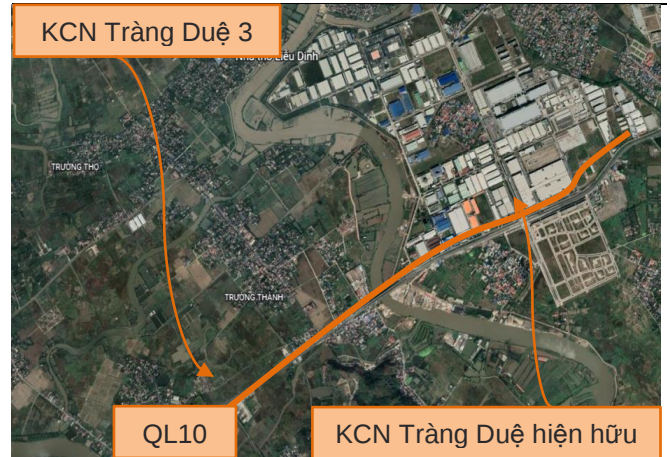
KCN Trảng Duệ 3 đồng thời hoàn thành việc bồi thường đất và các thủ tục pháp lý

Hình 21: Hiện trạng KCN Trảng Duệ 3, vẫn đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý và đền bù đất



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: KCN Trảng Duệ 3 có vị trí đặc địa tại QL10, tiếp giáp với 2 KCN Trảng Duệ hiện có



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GOOGLE EARTH 2021

Tiến độ san lấp dự án KĐT Trảng Cát phù hợp kỳ vọng của chúng tôi

Hình 23: Đường vào dự án Khu đô thị Trảng Cát



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Đường nội bộ dự án Khu đô thị Trảng Cát



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Trạng thái hiện tại của các khu vực chưa được san lấp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Các khu đang hoàn thiện san lấp tại KĐT Trảng Cát



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dự án khu đô thị Trảng Duệ - Hải Phòng

Hình 27: Hiện trạng shophouse đã hoàn thành xây dựng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Hiện trạng shophouse đã hoàn thành xây dựng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Đường nội bộ dự án Khu đô thị Trảng Duệ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Một số căn đang xây dựng tại dự án KĐT Trảng Duệ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dự án khu đô thị Phúc Ninh

Hình 31: Hiện trạng các biệt thự đã hoàn thành xây dựng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Đường nội bộ và cảnh quan dự án



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Hiện trạng phân khu khác tại dự án



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: Hiện trạng phân khu khác tại dự án



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

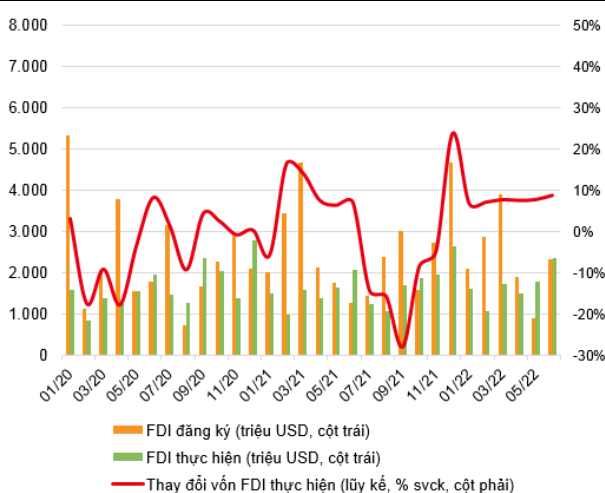
Triển vọng bất động sản KCN nửa cuối 2022 và 2023: tiếp tục tỏa sáng

Kỳ vọng nguồn vốn FDI tăng trở lại trong nửa cuối 2022 trong khi xu hướng mở rộng sản xuất vẫn mạnh mẽ

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, vốn thực hiện của các dự án FDI đạt 10,1 tỷ USD (+8,9% svck) trong 6 tháng đầu năm 2022 (so với mức tăng 6,8% trong 6 tháng đầu năm 2021). Mặt khác, vốn đăng ký của các dự án FDI giảm 8,1% svck xuống còn 14,0 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm 2022. Nguyên nhân chủ yếu là do cùng kỳ năm ngoái được ghi nhận 2 dự án lớn bao gồm nhà máy điện khí tự nhiên hóa lỏng (3,1 tỷ USD) và nhà máy nhiệt điện Omon II (1,3 tỷ USD).

Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI vào 6 tháng nửa sau 2022 sẽ mạnh mẽ hơn khi Việt Nam đẩy nhanh quá trình mở cửa trở lại kinh tế và nhiều đường bay quốc tế được phép hoạt động trở lại. Ngoài ra, Việt Nam vẫn đang được hưởng lợi từ việc dịch chuyển chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc, đặc biệt là sau chính sách “zero-Covid”. Chúng tôi duy trì dự báo từ đầu năm nay rằng nguồn vốn FDI đăng ký và FDI thực hiện vào năm 2022 sẽ tăng lần lượt 10% svck và 9% svck.

Hình 35: Đầu tư trực tiếp từ nước ngoài



Nguồn: TCTK, Bộ KHĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 36: Danh sách các dự án FDI lớn trong 6T/22

Dự án	Lĩnh vực	Vốn đăng ký (tỷ USD)	Tỉnh, thành phố
Nhà máy đồ chơi Lego (Đan Mạch)	Sản xuất	1,3	Bình Dương
Dự án mở rộng VSIP Bắc Ninh (Singapore)	Khu công nghiệp	0,9	Bắc Ninh
Mở rộng nhà máy Samsung Thái Nguyên (Hàn Quốc)	Sản xuất	0,9	Thái Nguyên
Nhà máy sản xuất thiết bị điện tử Goertek (Hong Kong, Trung Quốc)	Sản xuất	0,3	Nghệ An
Các dự án thương mại và dịch vụ của GE Việt Nam (Hàn Quốc)	Thương mại & dịch vụ	0,2	Bắc Ninh
Nhà máy sản xuất linh kiện điện tử (JNTC - Hàn Quốc)	Sản xuất	0,2	Phú Thọ

Nguồn: TCTK, Bộ KHĐT, VNDIRECT RESEARCH

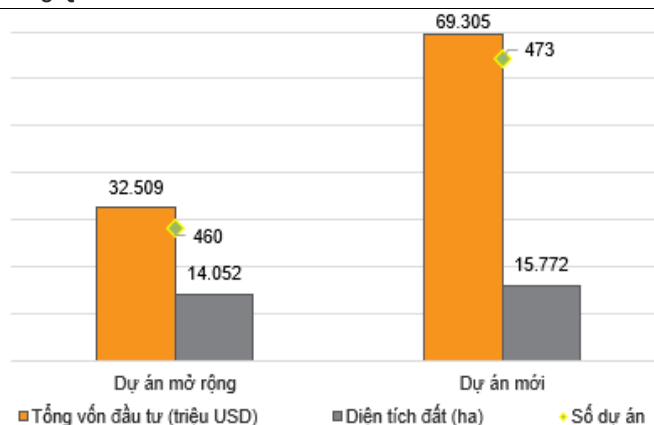
Bên cạnh đó, theo Houselink, có 460 dự án mở rộng (14.052ha) và 473 dự án mới (15.772ha) đang trong quá trình chuẩn bị và dự kiến triển khai tính đến cuối Q1/22, do đó chúng tôi cho rằng xu hướng mở rộng sản xuất vẫn còn mạnh mẽ trong năm 2022.

Hình 37: Việt Nam vẫn là một điểm đến hấp dẫn với chi phí hoạt động thấp và ưu đãi thuế

	Tiền lương nhân viên sản xuất (USD/tháng)	Giá điện công nghiệp (USD/kWh)	Chi phí xây dựng nhà xưởng, nhà máy (USD/m ²)	Giá thuê đất trung bình (USD/m ² /kỳ thuê)	Thuế TNDN (%)	Số KCN
Myanmar	162	0,110	na	80	25	63
Philippines	205	0,110	na	122	30	323
Việt Nam	265	0,077	352	110	20	394
Indonesia	287	0,073	504	238	25	108
Thái Lan	440	0,121	na	183	20	86
Malaysia	844	0,099	533	225	24	340
Trung Quốc	1042	0,104	356	na	25	na

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS, STATISTA, MPI

Hình 38: Lượng lớn các dự án đang được chuẩn bị triển khai trong Q1/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HOUSELINK

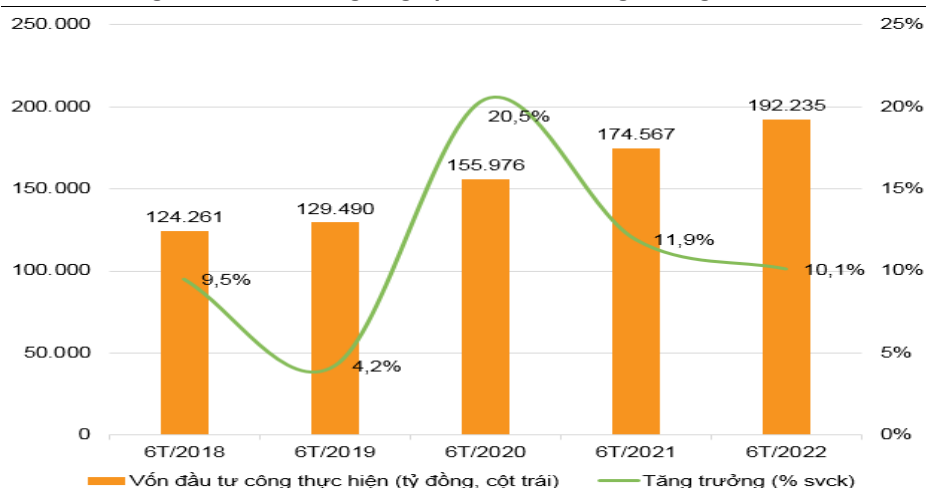
Triển vọng giá vật liệu xây dựng giảm trong 6 tháng cuối năm 2022 hỗ trợ đầu tư công

Giá vật liệu xây dựng tăng mạnh bao gồm thép (tăng khoảng 20% svck trong 6 tháng đầu năm 2022), xi măng (tăng 7-10% từ đầu năm 2022) và đá xây dựng, nguyên nhân chủ yếu do tác động của cuộc xung đột Nga-Ukraine và gián đoạn chuỗi cung ứng. Theo TCTK, vốn nhà nước thực hiện trong 6 tháng đầu năm tăng 10,1% tương đương 192,2 nghìn tỷ đồng (thấp hơn mức 11.9% trong 6 tháng đầu năm 2021), đạt 35,3% mục tiêu cả năm.

Tuy nhiên, sau khi giá tăng mạnh trong 6T22, chúng ta nhận thấy đà tăng giá vật liệu xây dựng đã chậm lại vào tháng 7. Đặc biệt, giá thép trong nước đã giảm 13% so với cuối Q1/22 tính đến cuối tháng 7/2022. Chúng tôi kỳ vọng giá bán thép xây dựng sẽ giảm dần trong 6 tháng cuối năm 2022 và năm 2023, làm giảm áp lực về tỷ suất LN gộp cho các nhà thầu xây dựng và các nhà phát triển BĐS, từ đó đẩy nhanh tiến độ của các dự án đầu tư công cũng như các nhà phát triển bất động sản cũng như kìm hãm đà tăng của giá nhà.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo tổng vốn nhà nước thực hiện năm 2022 sẽ tăng 20-30% so với thực tế thực hiện năm 2021, do tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022 có thể tăng cao so với mức nền thấp của cùng kỳ năm 2021. Lưu ý rằng, đầu tư công tăng trưởng âm trong sáu tháng cuối năm 2021 do đợt bùng phát dịch COVID-19 lần thứ 4 làm giãn cách xã hội diện rộng cũng như ảnh hưởng của việc giá vật liệu xây dựng tăng cao.

Hình 39: Giải ngân vốn đầu tư công tăng đạt mức 10,1% trong 6 tháng đầu năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, NHNN, Bộ Tài Chính

Hình 40: Tiến độ các dự án trọng điểm hạ tầng giao thông giai đoạn 2021 - 2026

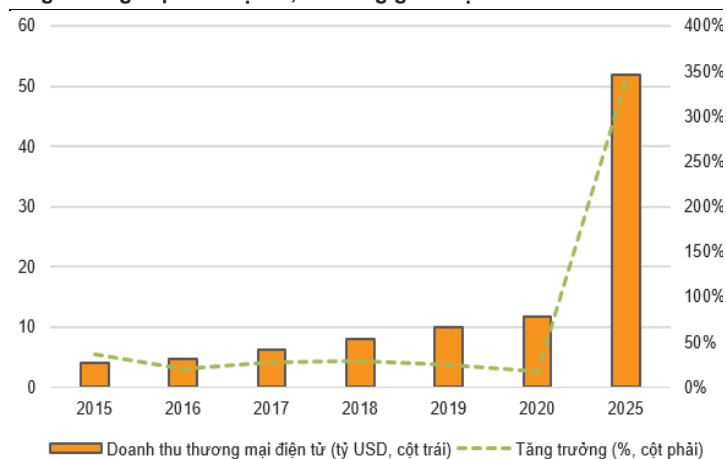
Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ thi công dự kiến							
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
11 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 1)	Cam Lộ - La Sơn								
	Cao Bồ - Mai Sơn								
	Cầu Mỹ Thuận 2								
	Mai Sơn - Quốc lộ 45								
	Vĩnh Hảo - Phan Thiết								
	Phan Thiết - Dầu Giây								
	Nghi Sơn - Diễn Châu								
	Quốc lộ 45 - Nghi Sơn								
	Diễn Châu - Bãi Vọt								
	Nha Trang - Cam Lâm								
	Cam Lâm - Vĩnh Hảo								
12 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 2)	146.990								
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	109.112								
Tổng	357.890								

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thương mại điện tử bùng nổ, yêu cầu hàng tồn kho tăng và đa dạng hóa chuỗi cung ứng giúp thúc đẩy nhu cầu đất KCN

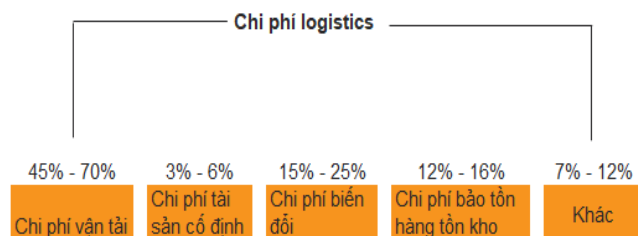
Theo Bộ Công Thương, doanh thu từ thương mại điện tử của Việt Nam đang bùng nổ, với tốc độ tăng trưởng kép ước tính đạt 44,9% lên 52 tỷ USD trong giai đoạn 2020-25. Theo CBRE Châu Á, doanh thu từ thương mại điện tử đạt khoảng 25-27 tỷ USD ước tính sẽ yêu cầu thêm khoảng 350.000m² diện tích kho mới, tương đương với yêu cầu hơn 700.000m² kho bãi trong năm 2025 cho Việt Nam. Bên cạnh đó, nhu cầu hàng hóa mạnh mẽ và sự gián đoạn chuỗi cung ứng cũng làm tăng nhu cầu về diện tích nhà kho để dự trữ hàng hóa và giảm thiểu gián đoạn trong tương lai, theo CBRE Econometric Advisors.

Hình 41: Sự bùng nổ thương mại điện tử ở Việt Nam với doanh thu tăng trưởng kép ước đạt 44,9% trong giai đoạn 2020-25



Sources: VNDIRECT RESEARCH, Bộ Công Thương

Hình 42: Chi phí vận chuyển tăng cao hơn nhiều so với tăng chi phí kho bãi

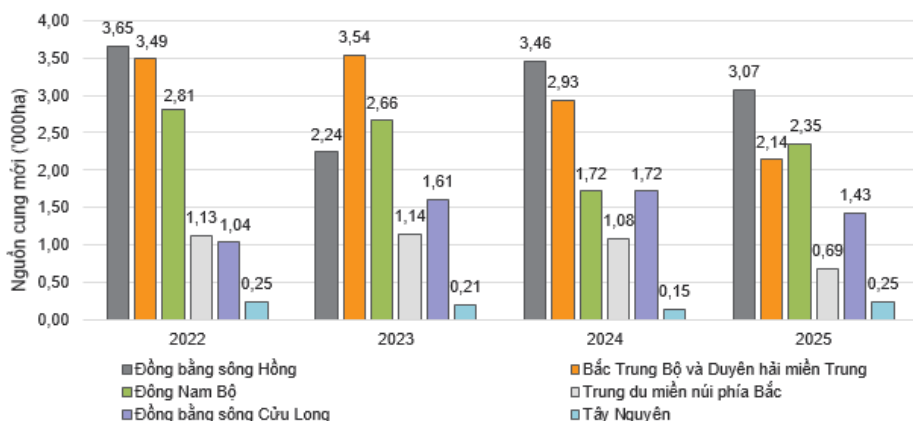


Nguồn VNDIRECT RESEARCH, CBRE APAC

Đẩy mạnh bổ sung nguồn cung để đáp ứng nhu cầu đất khu công nghiệp ngày càng tăng trong các năm tới

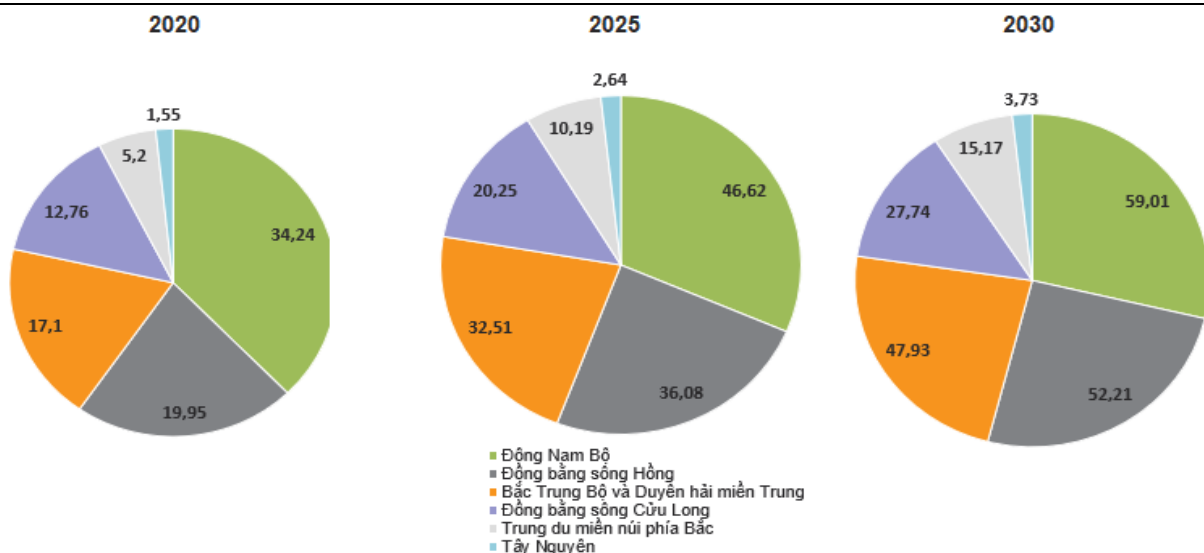
Trong bối cảnh nguồn cầu vượt cung, Việt Nam dự kiến sẽ đẩy mạnh mở rộng nguồn cung đất KCN để đáp ứng nhu cầu đang gia tăng. Theo quy hoạch sử dụng đất KCN đến 2030, Việt Nam dự kiến tăng 115.000ha, trong đó sẽ đẩy mạnh mở rộng nguồn cung mới tại Đồng bằng sông Hồng và Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung.

Hình 43: Quy hoạch sử dụng đất KCN 2022-25: đẩy mạnh mở rộng nguồn cung mới tại Đồng bằng sông Hồng và Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung ('000ha)



Nguồn: VND RESEARCH, BỘ TÀI NGUYÊN VÀ MÔI TRƯỜNG

Hình 44: Quy hoạch sử dụng đất KCN đến 2030: bổ sung hơn 115.000ha đất KCN, tập trung tại Đồng bằng sông Hồng và Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung ('000ha)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ TÀI NGUYÊN VÀ MÔI TRƯỜNG

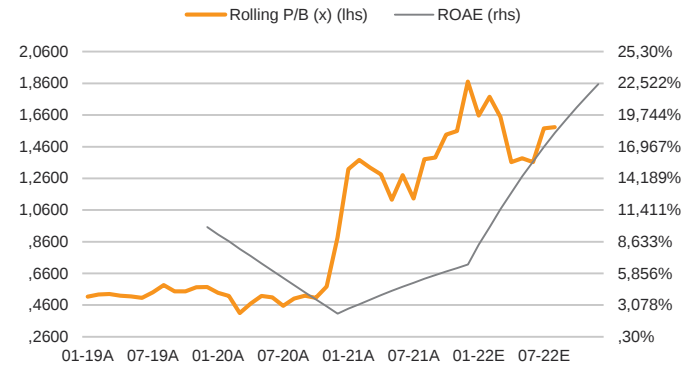
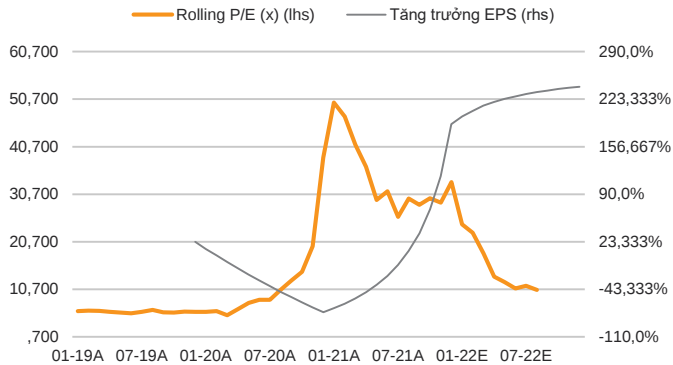
Khung pháp lý mới cho các hoạt động đầu tư và phát triển trong các KCN và khu kinh tế

Nghị định mới số 35/2022/NĐ-CP về quản lý KCN và EZs ban hành ngày 28/05/22, có hiệu lực từ ngày 15/07/22, được kỳ vọng sẽ tạo khung pháp lý cho hoạt động đầu tư và phát triển trong các KCN và khu kinh tế.

Các bổ sung/sửa đổi nổi bật trong Nghị định 35/2022/NĐ-CP	Nhận xét
Bỏ thủ tục thành lập khu công nghiệp (Khoản 6, Điều 6).	Rút ngắn thời gian và đơn giản hóa các quy trình về đầu tư vào khu công nghiệp.
Bổ sung và làm rõ điều kiện đầu tư kinh doanh kết cấu hạ tầng khu công nghiệp (tỷ lệ lấp đầy, quy mô KCN,	- Nới lỏng quy định điều kiện tỷ lệ lấp đầy sẽ tạo cơ hội cho các chủ đầu tư KCN có năng lực phát triển các dự án KCN mới.

năng lực của nhà đầu tư và các điều kiện khác) (Điều 9,10). Nổi bật: + Điều kiện tỷ lệ lấp đầy bình quân của các khu công nghiệp đã được thành lập trên địa bàn tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương tối thiểu 60% sẽ không được áp dụng nếu đáp ứng các điều kiện tại Khoản 6, Điều 9. + KCN có quy mô diện tích trên 500ha phải được phân kỳ đầu tư theo các giai đoạn, mỗi giai đoạn không quá 500ha. + Quỹ đất dành cho nhà ở, công trình dịch vụ, tiện ích công cộng cho người lao động tối thiểu là 2% tổng diện tích khu công nghiệp.	- Điều kiện hạn chế về diện tích KCN có thể tạo ra một số rào cản cho các chủ đầu tư trong việc phát triển KCN trên 1.000ha và thu hút vốn dòng vốn FDI lớn.
Trao quyền cho Ủy ban nhân dân cấp tỉnh và các cấp địa phương khác. Nổi bật: + “Ủy ban nhân dân cấp tỉnh quyết định điều chỉnh địa điểm, điều chỉnh quy mô diện tích lập quy hoạch xây dựng khu công nghiệp ...” (Khoản 7, Điều 7).	Rút ngắn các bước thủ tục điều chỉnh khi không phải nộp hồ sơ lên cơ quan Trung ương sẽ rút ngắn thời gian, tiết kiệm chi phí và đơn giản hóa các quy định về đầu tư vào KCN.
Quy định điều kiện chuyển đổi khu công nghiệp sang phát triển khu đô thị - dịch vụ (Điều 13).	Tạo điều kiện cho các KCN kém hiệu quả, nằm trong lòng khu đô thị, gây ô nhiễm môi trường như KCN Biên Hòa 1 chuyển đổi công năng.
Bỏ điều khoản: “Khu chức năng đô thị - dịch vụ chỉ được triển khai đồng thời hoặc sau khi hoàn thành đầu tư xây dựng các hạng mục công trình kết cấu hạ tầng cơ bản của khu công nghiệp.” (Điều 35).	Khuyến khích các nhà phát triển linh hoạt hơn trong việc đầu tư và phát triển.
Quy định rõ các loại hình khu công nghiệp, bao gồm khu công nghiệp hỗ trợ, khu công nghiệp chuyên ngành, khu công nghiệp công nghệ cao; khu công nghiệp - đô thị - dịch vụ.	Tạo hành lang pháp lý rõ ràng để doanh nghiệp thuận lợi định hướng mô hình KCN phát triển.
Chính sách hỗ trợ và hợp tác phát triển khu công nghiệp sinh thái (Mục 4): + Hướng dẫn chi tiết hơn về việc thành lập, tiêu chí xây dựng, cơ sở hạ tầng khu công nghiệp sinh thái + Bổ sung một số hỗ trợ của UBND tỉnh + Bổ sung một số nghĩa vụ của Ban quản lý KCN, KKT + Bổ sung các chính sách khuyến khích, ưu đãi đáng kể đối với các nhà đầu tư xây dựng và phát triển	Tạo điều kiện và khuyến khích phát triển các KCN bền vững để giảm thiểu tác động đến môi trường theo cam kết đạt phát thải ròng bằng “0” vào 2050 của Việt Nam.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.246	4.962	13.865
Giá vốn hàng bán	(1.779)	(2.259)	(5.264)
Chi phí quản lý DN	(429)	(417)	(442)
Chi phí bán hàng	(190)	(266)	(566)
LN hoạt động thuần	1.849	2.020	7.593
EBITDA thuần	1.773	1.960	7.531
Chi phí khấu hao	76	60	62
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.849	2.020	7.593
Thu nhập lãi	170	250	33
Chi phí tài chính	(541)	(575)	(406)
Thu nhập ròng khác	(127)	2.439	(14)
TN từ các Cty LK & LD	14	0	0
LN trước thuế	1.364	4.133	7.205
Thuế	(410)	(403)	(1.585)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(172)	(138)	(287)
LN ròng	782	3.593	5.333
Thu nhập trên vốn	782	3.593	5.333
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	782	3.593	5.333

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	2.562	2.081	407
Đầu tư ngắn hạn	2.016	2.013	2.014
Các khoản phải thu ngắn hạn	9.346	10.604	14.329
Hàng tồn kho	11.515	13.398	16.686
Các tài sản ngắn hạn khác	245	258	270
Tổng tài sản ngắn hạn	25.684	28.353	33.705
Tài sản cố định	1.323	1.442	1.482
Tổng đầu tư	1.900	4.784	4.784
Tài sản dài hạn khác	1.697	1.896	1.884
Tổng tài sản	30.604	36.475	41.855
Vay & nợ ngắn hạn	1.515	2.900	1.500
Phải trả người bán	152	193	450
Nợ ngắn hạn khác	4.844	5.942	7.835
Tổng nợ ngắn hạn	6.511	9.035	9.786
Vay & nợ dài hạn	5.539	4.606	3.608
Các khoản phải trả khác	2.382	2.292	2.299
Vốn điều lệ và	5.757	7.676	7.676
LN giữ lại	5.099	6.773	12.106
Vốn chủ sở hữu	13.891	18.123	23.457
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.280	2.418	2.705
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	30.604	36.475	41.855

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	1.364	4.133	7.205
Khấu hao	76	60	62
Thuế đã nộp	(322)	(493)	(1.577)
Các khoản điều chỉnh khác	(76)	(2.762)	(28)
Thay đổi VLĐ	(2.268)	(2.226)	(4.875)
LC tiền thuần HKKD	(1.227)	(1.288)	787
Đầu tư TSCĐ	(240)	(166)	(90)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(2.911)	156	33
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(3.151)	(10)	(58)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	4.583	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	364	0
Tiền vay ròng nhận được	4.641	452	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	(3.309)	0	(2.398)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(24)	0	(5)
LC tiền thuần HĐTC	5.891	816	(2.403)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.050	2.562	2.081
LC tiền thuần trong năm	1.513	(482)	(1.674)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.562	2.081	407

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	18,4%	72,4%	38,5%
Vòng quay TS	0,16	0,15	0,35
ROAA	2,9%	10,7%	13,6%
Đòn bẩy tài chính	2,31	2,10	1,88
ROAE	6,6%	22,4%	25,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	165,7	111,7	51,6
Số ngày nắm giữ HTK	2.362,6	2.165,2	1.156,9
Số ngày phải trả tiền bán	31,2	31,2	31,2
Vòng quay TSCĐ	3,47	3,59	9,48
ROIC	3,4%	12,8%	17,1%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,9	3,1	3,4
Khả năng thanh toán nhanh	2,2	1,7	1,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,7	0,5	0,2
Vòng quay tiền	2.497,1	2.245,6	1.177,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	97,4%	16,9%	179,4%
Tăng trưởng LN từ HKKD	404,9%	9,3%	275,9%
Tăng trưởng LN ròng	249,5%	359,3%	48,4%
Tăng trưởng EPS	188,1%	240,9%	48,4%

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>