

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

Giá thị trường

VND25.000

Giá mục tiêu

VND32.800

Tỷ suất cổ tức

7,7%

Khuyến nghị

Khả quan

Ngành

Bất động sản

Ngày 17/01/2023

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

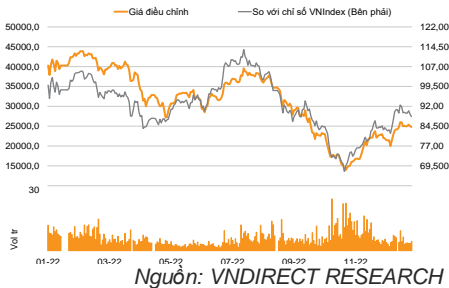
Consensus*: Mua:8 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 12,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh dự phóng LN ròng 2023-24 giảm 72%/72% so với dự báo trước.
- Giảm giá mục tiêu 36%.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	44.337
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13.950
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	162.456
Thị giá vốn (tỷ VND)	19.152
Free float (%)	28
P/E trượt (x)	8,5
P/B hiện tại (x)	1,2

Cơ cấu sở hữu

Đặng Thành Tâm	18,1%
Tư vấn và đầu tư Kinh Bắc	8,1%
Khác	73,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Kinh doanh cốt lõi phục hồi mạnh mẽ

- Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận (LN) ròng 2023-24 giảm mạnh 72,4%/72,1% do pháp lý chậm hơn dự kiến, nhu cầu suy yếu tại cả mảng khu công nghiệp (KCN) và dân dụng.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 32.800 đồng/cp.

Kinh doanh cốt lõi sụt giảm, thu nhập một lần hỗ trợ LN ròng 2022

Chúng tôi ước tính DT 2022 của KBC giảm 61,3% svck còn 1.641 tỷ đồng, chỉ cho thuê 23ha đất KCN (-79,4% svck), do thủ tục pháp lý chậm trong bối cảnh xây ra hàng loạt sai phạm đất đai tại một số địa phương. Tuy nhiên, LN ròng 2022 ước tính tăng 162,9% svck lên 2.057 tỷ đồng, nhờ khoản lãi bất thường 1.975 tỷ đồng từ việc đánh giá lại khoản đầu tư CTCP Đầu tư Sài Gòn-Đà Nẵng.

Áp lực trái phiếu đáo hạn của KBC có thể giảm đáng kể trong 2023

KBC đã huy động hơn 3.000 tỷ đồng từ vay vốn, thu cổ tức các công ty thành viên, và thu tiền từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi trong Q4/22 và đầu 2023. Chúng tôi cho rằng KBC có thể đáp ứng các khoản trái phiếu 2.900 tỷ đồng đáo hạn trong 6T23, áp lực thanh khoản cũng giảm đáng kể trong 6-12 tháng tới.

Tuy nhiên, phải đối mặt với vô số khó khăn đè nặng LN ròng 2023-24

Chúng tôi nhận thấy vô số khó khăn đè nặng LN ròng 2023-24: 1) thắt chặt các điều kiện tài chính làm chậm quá trình mở rộng quỹ đất của KBC, trong bối cảnh công ty đang dần hết quỹ đất cho thuê; 2) nhu cầu thuê đất KCN giảm do cạnh tranh FDI gia tăng và cầu thể giới suy yếu và 3) thủ tục pháp lý kéo dài chờ được khởi thông với Luật đất đai sửa đổi và do các sự cố sai phạm của chính quyền địa phương. Từ đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng LN ròng 2023-24 giảm 72,4%/72,1% còn 1.474 tỷ đồng (-28,3% svck)/1.690 tỷ đồng (+14,6% svck).

Dự kiến mua lại 100 triệu cổ phiếu quỹ và trả cổ tức tiền 2.000 đồng/cp

Đại hội cổ đông bất thường 2022 lần 2 đã thông qua phương án mua lại 100 triệu cổ phiếu quỹ với giá không quá 34.000 đồng/cp (~13% lượng cổ phiếu hiện tại) và trả cổ tức 2022 là 2.000 đồng/cp (~1.500 tỷ đồng) trong 2023, tương ứng lợi tức 7,7%. Đây là lời hồi đáp tích cực của ban lãnh đạo đối với lo ngại về việc giá cổ phiếu KBC giảm sâu gần 50% so với đầu 2022, tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây cũng là thách thức lớn với dòng tiền của doanh nghiệp trong bối cảnh điều kiện tài chính thắt chặt.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 32.800 đồng/cp

Giá mục tiêu thấp hơn 32.800 đồng/cp do giảm mạnh dự phóng LN ròng 2023-24, hoạt động bán hàng chậm lại và WACC cao hơn. Tiềm năng tăng giá: đảo ngược chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường BĐS. Rủi ro giảm giá 1) doanh số bán hàng thấp hơn dự kiến, 2) triển khai dự án mới chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	4.246	1.641	5.622	6.293
Tăng trưởng DT thuần	97,4%	(61,3%)	242,6%	11,9%
Biên lợi nhuận gộp	58,1%	44,5%	53,2%	52,2%
Biên EBITDA	41,7%	139,6%	41,4%	41,6%
LN ròng (tỷ)	782	2.057	1.474	1.690
Tăng trưởng LN ròng	249,5%	162,9%	(28,3%)	14,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	249,5%	162,9%	(28,3%)	14,6%
EPS cơ bản	1.373	2.680	1.921	2.202
EPS điều chỉnh	1.373	2.680	1.921	2.202
BVPS	24.380	21.212	21.133	23.335
ROAE	6,6%	13,6%	9,1%	9,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KINH DOANH CỐT LÕI PHỤC HỒI MẠNH MẼ

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích KBC vì:

1) Chúng tôi kỳ vọng KBC có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý để có thể đưa vào kinh doanh hai dự án KCN mới trong năm 2023, gồm KCN Quang Châu mở rộng (90ha) và KCN Trảng Duyệt 3 (687ha). Chúng tôi nhận thấy nhiều thách thức hơn đối với các nhà phát triển bất động sản KCN trong 2 năm tới do quy trình phê duyệt dự án chậm và nguồn vốn hạn chế. Tuy nhiên, điều này có thể sẽ tạo cơ hội cho các doanh nghiệp có sẵn quỹ đất cho thuê, như KBC;

2) Chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh cốt lõi của KBC sẽ phục hồi mạnh mẽ với doanh thu KCN tăng 458,2% svck/10,9% svck lên 4.568 tỷ đồng/5.065 tỷ đồng trong 2023-24, kéo theo lợi nhuận ròng 2023-24 lần lượt -28,3% svck/+14,6% svck;

3) Tỷ suất cổ tức hấp dẫn 7,7% trong 2023.

Điều chỉnh giá mục tiêu xuống 32.800 đồng/cp (từ mức 51.600 đồng/cp) do chúng tôi:

1) Thận trọng loại bỏ định giá dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) đối với dự án khu đô thị (KĐT) Trảng Cát, do chúng tôi lo ngại việc bán sỉ tại dự án này có thể chậm lại trong bối cảnh triển vọng nền kinh tế ảm đạm trên cả toàn cầu lẫn trong nước trong 2023-24;

2) Thận trọng loại bỏ định giá dựa trên phương pháp DCF đối với dự án khu đô thị Phúc Ninh, do chúng tôi lo ngại khả năng được tháo gỡ pháp lý trong ngắn hạn tại Bắc Ninh;

3) Điều chỉnh giảm mạnh doanh số bán đất KCN trong 2023-24 do quỹ đất cho thuê hạn chế và nhu cầu sụt giảm. Chúng tôi cho rằng KBC sẽ giảm tốc chiến lược mở rộng quỹ đất do nguồn vốn eo hẹp, trong bối cảnh thắt chặt phát hành trái phiếu doanh nghiệp và tín dụng cho doanh nghiệp bất động sản;

4) Áp dụng chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) cao hơn là 14-16% (từ 11-13% trong lần cập nhật trước) nhằm phản ánh môi trường lãi suất cao hiện tại và bối cảnh ngành đang đối mặt nhiều thách thức trong năm 2023.

Hình 1: Định giá cổ phiếu (tỷ đồng)

Tên dự án	Giá hợp lý	Phương pháp	Lưu ý
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	2.586	DCF	
KCN Tân Phú Trung	1.385	DCF	
KCN Quang Châu & mở rộng	1.726	DCF	
KCN Trảng Duyệt 3	4.675	DCF	
Một số KCN mới sắp tới	3.695	DCF	Gồm các cụm công nghiệp (CCN) tại Long An và Hưng Yên, áp dụng mức chiết khấu 30-40% phản ánh rủi ro pháp lý kéo dài.
KĐT Trảng Cát	11.548	1,5x P/B	Thận trọng loại bỏ định giá dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) đối với dự án khu đô thị Trảng Cát, do chúng tôi lo ngại việc bán sỉ tại dự án này có thể bị chậm lại trong bối cảnh triển vọng nền kinh tế ảm đạm trên cả toàn cầu lẫn trong nước trong 2023-24.
KĐT Phúc Ninh	1.657	1,5x P/B	Thận trọng loại bỏ định giá dựa trên phương pháp DCF đối với dự án khu đô thị Phúc Ninh, do chúng tôi lo ngại khả năng được tháo gỡ pháp lý trong ngắn hạn tại Bắc Ninh.
KĐT Trảng Duyệt	594	DCF	
Khác	179	BV	
Tổng	28.046		
Cộng:			
Tiền và tương đương tiền	1.459	BV	
Đầu tư vào liên doanh liên kết	3.043	0,7x P/B	Áp dụng 0,7 P/B để phản ánh một số hoạt động đầu tư tại liên doanh liên kết kém hiệu quả.
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.862	BV	
Xây dựng cơ bản dở dang	851	BV	
Tài sản khác	3.616	BV	
Trừ:			
Vay nợ	6.964	BV	
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.363	BV	
RNAV	29.549		
Chiết khấu	15%		
SLCP đang lưu hành	767.614.700		
Giá mục tiêu (VND/cp)	32.800		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành bất động sản KCN

Tên công ty	Mã	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		EPS 3 năm	P/B (x)		ROE (%)		Nợ ròng/VCSH Q3/22 (%)
		Nội tệ	Nội tệ			Tr.USD	2022	2023	Tăng trưởng kép (%)	2022	2023	2022	
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	81.900	99.000	Khả quan	3.616	38,2	20,7	33,1	4,8	4,1	13,8	19,9	71,5
Cao su Việt Nam	GVR VN	14.550	NA	KKN	2.483	15,0	13,6	8,6	N/A	N/A	8,2	8,1	(14,3)
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	37.100	NA	KKN	710	8,4	9,9	3,6	2,2	1,7	28,0	25,0	6,9
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	25.000	32.800	Khả quan	819	9,3	13,0	17,1	1,2	1,2	13,6	9,1	29,5
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	37.200	NA	KKN	524	5,9	5,0	19,5	N/A	N/A	13,0	16,0	22,3
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	70.700	NA	KKN	274	7,2	N/A	N/A	1,8	N/A	31,5	27,5	(100,4)
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	40.000	56.500	Khả quan	231	7,4	7,4	24,1	1,7	1,5	29,9	28,8	(43,4)
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	28.800	44.000	Khả quan	123	13,3	6,2	36,8	1,9	1,5	15,7	29,5	133,2
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	112.300	NA	KKN	115	6,7	3,0	N/A	N/A	N/A	44,7	51,1	(131,5)
CTCP Long Hậu	LHG VN	23.350	NA	KKN	50	4,8	4,0	19,2	N/A	N/A	13,4	17,6	(72,6)
Trung bình VN						11,6	9,2	20,2	2,3	2,0	20,7	23,3	(8,3)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (GIÁ ĐÓNG CỬA 13/01/2023)

Tiềm năng tăng giá: 1) đảo ngược chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường BĐS, 2) KBC có thể tháo gỡ các thủ tục pháp lý mở rộng quỹ đất ở Hưng Yên, Long An, Hải Dương và Bắc Giang, và 3) việc chuyển nhượng tại Trảng Cát hoàn tất sớm hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá: 1) doanh số bán hàng thấp hơn dự kiến, 2) triển khai dự án mới chậm hơn dự kiến

Kinh doanh cốt lõi sụt giảm, thu nhập một lần hỗ trợ LN ròng 2022

Chúng tôi ước tính doanh thu 2022 của KBC giảm 61,3% svck còn 1.641 tỷ đồng, chỉ cho thuê 23ha đất KCN (-79,4% svck), do thủ tục pháp lý chậm trong bối cảnh xảy ra hàng loạt sai phạm đất đai tại một số địa phương. Tuy nhiên, LN ròng 2022 ước tính tăng 162,9% svck lên 2.057 tỷ đồng, nhờ khoản lãi bất thường 1.975 tỷ đồng từ việc đánh giá lại khoản đầu tư CTCP Đầu tư Sài Gòn Đà Nẵng.

Hình 3: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q4/22

	Q4/22	Q4/21	% tăng trưởng svck	2022	2021	% tăng trưởng svck	Nhận xét
Doanh thu (tỷ đồng)	353	1.169	-69,8%	1.641	4.246	-61,3%	
Cho thuê đất KCN	157	921	-83,0%	818	3.036	-73,0%	Kỳ vọng KBC chỉ cho thuê 23ha đất KCN (-79,4% svck), do thủ tục pháp lý chậm trong bối cảnh xảy ra hàng loạt sai phạm đất đai tại một số địa phương.
Cho thuê kho, nhà xưởng, văn phòng	40	13	204,9%	78	80	-2,5%	
Cung cấp nước sạch, điện, phí dịch vụ, xử lý nước thải	89	80	10,5%	336	305	10,0%	
Chuyển nhượng bất động sản	68	107	-36,4%	410	515	-20,4%	
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	170	736	-76,8%	731	2.467	-70,4%	
Biên lợi nhuận gộp	48%	63%	-14,6 điểm %	45%	58%	-13,6 điểm %	Do mảng KCN có biên lợi nhuận gộp cao đóng góp thấp hơn.
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	83	244	-66,1%	406	618	-34,3%	
Doanh thu tài chính	73	58	25,1%	307	170	81,3%	
Chi phí tài chính	107	138	-22,6%	548	541	1,1%	
LN từ liên doanh liên kết	15	10	55,3%	2.225	14	160x	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 từ hoạt động kinh doanh	69	422	-83,6%	2.309	1.491	54,9%	
LN khác	3	(121)	N/A	14	(127)	N/A	
LN trước thuế	72	302	-76,1%	2.323	1.365	70,2%	
LN sau thuế	56	221	-74,6%	2.191	954	129,8%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	29	10	185,7%	135	172	-21,6%	
LN ròng (tỷ đồng)	27	211	-87,1%	2.057	782	162,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2023-24: doanh thu KCN phục hồi mạnh mẽ, tuy nhiên mảng dân dụng tiếp tục âm ảm

Doanh thu KCN phục hồi mạnh mẽ với hai KCN mới và biên lợi nhuận cải thiện

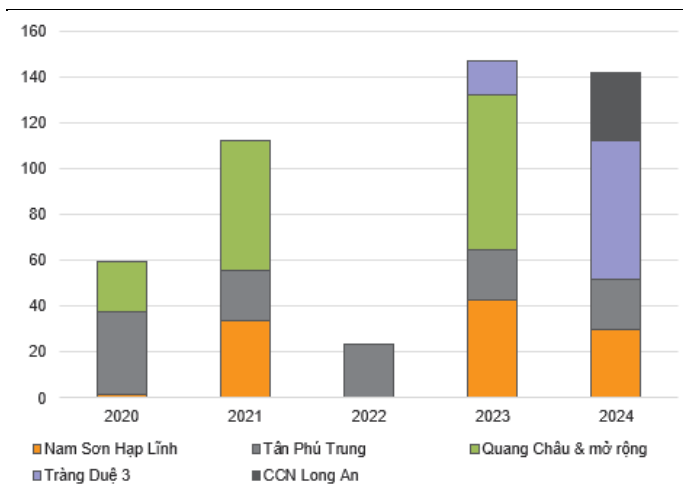
Chúng tôi quan sát KBC đang tích cực thúc đẩy tiến độ hai dự án mới, gồm KCN Quang Châu mở rộng (90ha) và KCN Trảng Duệ 3 (687ha) và có thể sẽ đưa vào kinh doanh hai KCN này trong 2023 (cập nhật chi tiết hình 4). Công ty dự kiến sẽ bàn giao 50ha tại KCN Quang Châu mở rộng cho Tập đoàn Foxconn trong Q1/23, doanh thu ước khoảng 1.600-1.700 tỷ đồng (đã thu 600 tỷ đồng vào tháng 12/2022). Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ bàn giao 147ha (+535,2% svck)/142ha (-3,4% svck) trong 2023-24, giúp doanh thu KCN tăng 458,2% svck lên 4.568 tỷ đồng trong 2023 và +10,9% svck lên 5.065 tỷ đồng trong năm 2024.

Hình 4: Cập nhật một số dự án trọng điểm của KBC trong 2023-24

STT	Dự án	Vị trí	Năm cho thuê	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Diện tích đất (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m ² /kỳ thuê)	Tăng trưởng (% svck)	Doanh thu còn lại (tỷ đồng)	Lưu ý
KCN đang cho thuê										
1	KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	2021	100%	300	17%	130-140	+15-20%	3.038	Đã kí MOU cho thuê 70ha với giá 130-140 USD/m ² /kỳ thuê, trong đó 22,8ha cho OPPO với giá 70 USD/m ² /kỳ thuê.
2	KCN Tân Phú Trung	TP HCM	2010	72%	542	69%	150-160	+20%	3.661	Trung bình cho thuê 15-20ha/năm.
3	KCN Quang Châu	Bắc Giang	2006	88%	426	97%	110-120	N/A	250	
Dự án KCN sắp tới										
4	KCN Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	2023	88%	90	0%	140	Cao hơn kế hoạch Q2/22 17%	1.970	+ Nhận chấp thuận chủ trương đầu tư, chấp thuận nhà đầu tư vào tháng 11/2022. + Bắc Giang phê duyệt đăng ký đầu tư, đăng ký doanh nghiệp cho hai dự án FDI tại KCN này, với tổng mức đầu tư 760 triệu USD vào đầu 2023 (cho thuê 60ha với giá 140 USD/m ² /kỳ thuê).
5	KCN Trảng Duệ 3	Hải Phòng	2023	87%	687	0%	150-160	N/A	17.776	+ Đang hoàn thành pháp lý và đền bù cùng lúc. KBC đã đền bù hơn 300ha và kí biên bản ghi nhớ cho thuê 115ha, kỳ vọng có thể bàn giao cho khách hàng ngay khi hoàn tất thủ tục pháp lý trong 2023.
6	CCN Tân Tập	Long An	2024	87%	72	0%	120-130			
7	CCN Phước Vĩnh Đông 1	Long An	2024	100%	50	0%	120-130			
8	CCN Phước Vĩnh Đông 2	Long An	2024	88%	48	0%	120-130	N/A	5.927	Đang đền bù giải phóng mặt bằng và đàm phán với một số khách hàng tiềm năng thuê hơn 100ha.
9	CCN Phước Vĩnh Đông 4	Long An	2024	72%	50	0%	120-130			

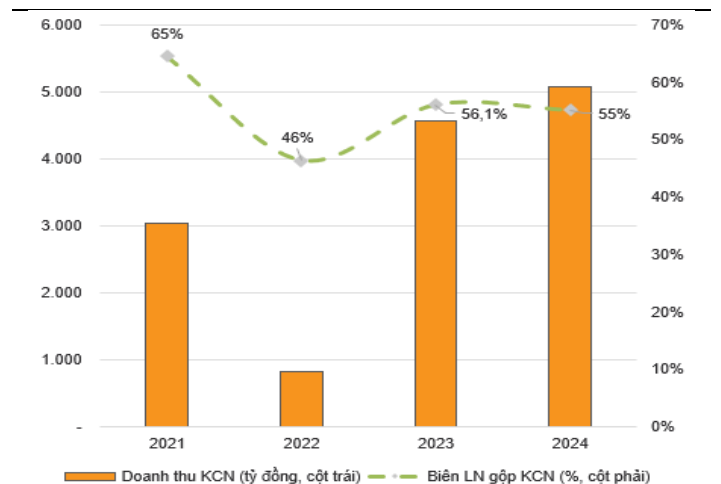
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Diện tích đất KCN bàn giao phục hồi mạnh mẽ từ 2023 nhờ đưa vào khai thác một số KCN mới (ha)...



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: ...từ đó thúc đẩy doanh thu KCN 2023-24 tăng trưởng mạnh mẽ



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy giá cho thuê một số KCN trọng điểm của KBC đạt mức tăng trưởng ấn tượng 15-20% svck trong năm 2022, nhờ 1) tỷ giá USD/VND tăng mạnh trong năm 2022 (+8-10% so với đầu năm tại mức đỉnh vào tháng 11/2022) và 2) nguồn cung đất KCN hạn chế trong bối cảnh thủ tục pháp lý kéo dài. Do đó, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2023 sẽ cải thiện đáng kể 9,7 điểm % svck lên 56,1%.

...tuy nhiên mảng BĐS dân dụng tiếp tục âm đạm do những khó khăn vẫn còn đó

Chúng tôi cho rằng mảng BĐS dân dụng của KBC tiếp tục âm đạm trong 2023 do những khó khăn vẫn còn đó 1) thủ tục pháp lý chậm trong bối cảnh xảy ra hàng loạt sai phạm đất đai tại một số địa phương; 2) việc chuyển nhượng tại dự án Trảng Cát có thể bị chậm trong bối cảnh triển vọng nền kinh tế toàn cầu âm đạm, trong khi dòng tiền của chủ đầu tư trong nước đang eo hẹp do thắt chặt phát hành trái phiếu doanh nghiệp và tín dụng cho doanh nghiệp bất động sản.

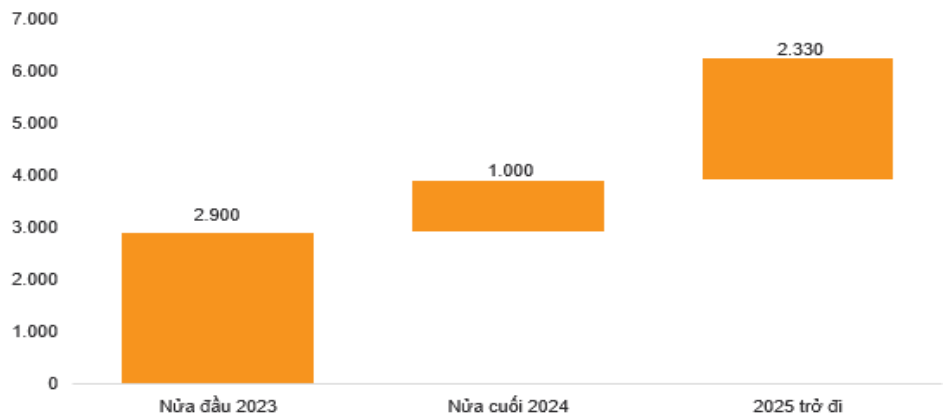
Vì những lý do đó, cùng với tình hình khó khăn trên toàn ngành BĐS trong 2023, chúng tôi thận trọng loại bỏ đóng góp doanh thu của các dự án chưa phát triển, tạm dừng hoặc bán buôn/chuyển nhượng như khu đô thị Phúc Ninh và Trảng Cát trong dự báo LN ròng năm 2023-24 của chúng tôi. Chúng tôi ước tính doanh thu BĐS dân dụng năm 2023-24 đạt khoảng 600-700 tỷ đồng, chủ yếu từ dự án nhà ở xã hội tại tỉnh Bắc Giang, đóng góp khoảng 10% doanh thu năm 2023-24 (so với chiếm 21% doanh thu 2022).

Áp lực trái phiếu đáo hạn của KBC có thể giảm đáng kể trong 2023

KBC đã huy động một số khoản vay nội bộ khoảng 1.400-1.500 tỷ đồng và dự kiến nhận cổ tức bằng tiền mặt 1.188 tỷ đồng từ Công ty KCN Sài Gòn-Hải Phòng vào 30/01/2023. Ngoài ra, công ty chia sẻ đã thu khoảng 10% trả trước của khách hàng từ các biên bản ghi nhớ đã đề cập trên (130ha giá trị 3.800-4.000 tỷ đồng). Do đó, chúng tôi cho rằng KBC có thể đáp ứng các khoản trái phiếu 2.900 tỷ đồng đáo hạn trong 6T23, áp lực thanh khoản của KBC cũng giảm đáng kể trong 6-12 tháng tới.

Tuy nhiên, như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo cập nhật trước, trong trường hợp xấu nhất việc phát hành riêng lẻ không thành công, công ty có thể gặp thách thức trong việc phát triển các dự án mới, từ đó thiếu động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2023-24. Nguồn cung cho thuê của KBC hiện đang dần eo hẹp (còn lại khoảng 330ha tính đến cuối 2022, đảm bảo hoạt động cho thuê 2-3 năm tới), do đó công ty đã tích cực mở rộng quỹ đất KCN với gần 20 dự án có diện tích hơn 5.000ha trên khắp Việt Nam trong hai năm qua, với tổng mức đầu tư ước tính 45.000-50.000 tỷ đồng, đòi hỏi nhu cầu vốn rất lớn. Trong bối cảnh dòng tiền của các doanh nghiệp BĐS đang gặp thách thức do thắt chặt phát hành trái phiếu doanh nghiệp và tín dụng cho doanh nghiệp BĐS, chúng tôi cho rằng KBC sẽ giảm tốc chiến lược mở rộng quỹ đất trong ngắn hạn.

Hình 7: KBC đã huy động nội bộ hơn 3.000 tỷ đồng, đáp ứng các khoản nợ trái phiếu đáo hạn 2.900 tỷ đồng trong 6T23 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dự kiến mua lại 100 triệu cổ phiếu quỹ và trả cổ tức tiền 2.000 đồng/cp

Đại hội cổ đông bất thường 2022 lần 2 đã thông qua phương án mua lại 100 triệu cổ phiếu quỹ với giá không quá 34.000 đồng/cp (~13% lượng cổ phiếu hiện tại) và trả cổ tức 2022 2.000 đồng/cp (~1.500 tỷ đồng) trong 2023, tương ứng lợi tức 7,7%. Đây là lời hồi đáp tích cực của ban lãnh đạo đối với lo ngại về việc giá cổ phiếu KBC giảm sâu gần 50% so với đầu 2022, tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây cũng là thách thức lớn với dòng tiền của doanh nghiệp trong bối cảnh điều kiện tài chính thắt chặt.

Bên cạnh đó, KBC cũng đã hủy phương án phát hành riêng lẻ tối đa 150 triệu cổ phiếu (tương ứng 26,3% tổng lượng cổ phiếu) do điều kiện thị trường không thích hợp.

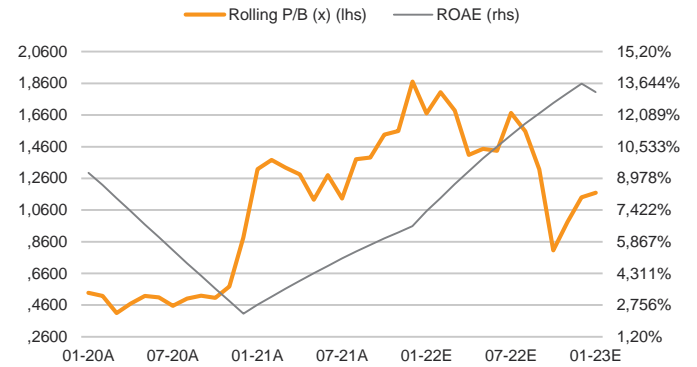
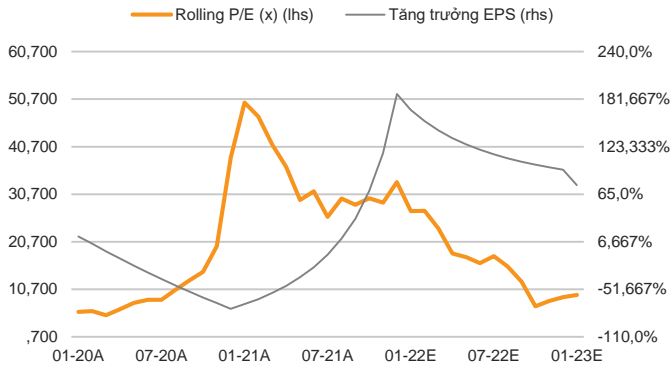
Điều chỉnh dự phóng 2023-24

Hình 8: Điều chỉnh dự phóng 2023-24

	Mới			Cũ			Thay đổi			Lưu ý
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Doanh thu thuần	1.641	5.622	6.293	4.962	13.865	15.612	-66,9%	-59,4%	-59,7%	
KCN	818	4.568	5.065	3.493	7.658	9.318	-76,6%	-40,3%	-45,6%	1) Chúng tôi đòi sự đóng góp của các dự án mới tại Long An và Hưng Yên, KBC có thể sẽ tập trung phát triển KCN Trảng Dục 3 tại Hải Phòng, đã kí biên bản ghi nhớ cho thuê 115ha. 2) Diện tích cho thuê giảm trong bối cảnh thu hút FDI gặp nhiều thách thức.
Dân dụng	410	617	768	905	5.612	5.668	-54,8%	-89,0%	-86,4%	Chúng tôi thận trọng loại bỏ đóng góp doanh thu của các dự án chưa phát triển, tạm dừng hoặc bán buôn/chuyển nhượng như khu đô thị Phúc Ninh và Trảng Cát.
Giá vốn hàng bán	(910)	(2.631)	(3.006)	(2.259)	(5.264)	(6.134)	-59,7%	-50,0%	-51,0%	
Lợi nhuận gộp	731	2.991	3.287	2.703	8.601	9.478	-73,0%	-65,2%	-65,3%	
Biên LN gộp (%)	44,5%	53,2%	52,2%	54,5%	62,0%	60,7%	-9,9 điểm %	-8,8 điểm %	-8,5 điểm %	
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(406)	(588)	(637)	(683)	(1.008)	(1.129)	-40,5%	-41,6%	-43,6%	
Doanh thu tài chính	307	36	71	250	33	90	23,1%	11,0%	-20,7%	
Chi phí tài chính	(548)	(336)	(352)	(575)	(406)	(285)	-4,8%	-17,4%	23,6%	
Thu nhập khác	2.225	10	10	2.439	10	10	-8,8%	0,0%	0,0%	
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	2.309	2.113	2.380	4.149	7.219	8.154	-44,3%	-70,7%	-70,8%	
LN trước thuế	2.323	2.106	2.373	4.133	7.205	8.143	-43,8%	-70,8%	-70,9%	
Lợi nhuận ròng	2.057	1.474	1.690	3.593	5.333	6.049	-42,8%	-72,4%	-72,1%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	1.641	5.622	6.293
Giá vốn hàng bán	(910)	(2.631)	(3.006)
Chi phí quản lý DN	(360)	(381)	(403)
Chi phí bán hàng	(47)	(208)	(233)
LN hoạt động thuần	324	2.403	2.651
EBITDA thuần	261	2.336	2.582
Chi phí khấu hao	64	66	69
LN HĐ trước thuế & lãi vay	324	2.403	2.651
Thu nhập lãi	307	36	71
Chi phí tài chính	(548)	(336)	(352)
Thu nhập ròng khác	14	(7)	(7)
TN từ các Cty LK & LD	2.225	10	10
LN trước thuế	2.323	2.106	2.373
Thuế	(132)	(463)	(522)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(135)	(169)	(161)
LN ròng	2.057	1.474	1.690
Thu nhập trên vốn	2.057	1.474	1.690
Cổ tức phổ thông	0	(1.535)	0
LN giữ lại	2.057	(61)	1.690

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	2.277	451	1.231
Đầu tư ngắn hạn	2.013	2.014	2.014
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.512	10.101	11.938
Hàng tồn kho	12.625	12.682	13.722
Các tài sản ngắn hạn khác	292	306	322
Tổng tài sản ngắn hạn	27.718	25.554	29.226
Tài sản cố định	1.440	1.423	1.405
Tổng đầu tư	4.347	4.347	4.347
Tài sản dài hạn khác	1.094	1.081	1.068
Tổng tài sản	34.599	32.405	36.046
Vay & nợ ngắn hạn	2.873	1.000	1.000
Phải trả người bán	156	450	514
Nợ ngắn hạn khác	5.513	5.780	6.981
Tổng nợ ngắn hạn	8.541	7.230	8.495
Vay & nợ dài hạn	4.782	3.784	4.284
Các khoản phải trả khác	2.578	2.586	2.611
Vốn điều lệ và	7.676	7.676	7.676
LN giữ lại	5.861	5.800	7.490
Vốn chủ sở hữu	16.283	16.222	17.912
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.415	2.583	2.744
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	34.599	32.405	36.046

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
LN trước thuế	2.323	2.106	2.373
Khấu hao	64	66	69
Thuế đã nộp	(222)	(456)	(497)
Các khoản điều chỉnh khác	(2.530)	(47)	(82)
Thay đổi VLĐ	(773)	900	(1.627)
LC tiền thuần HKKD	(1.138)	2.571	236
Đầu tư TSCĐ	(168)	(36)	(38)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	56	46	81
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(113)	10	43
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	364	0	0
Tiền vay ròng nhận được	601	0	500
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	(2.871)	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(1.535)	0
LC tiền thuần HĐTC	965	(4.406)	500
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.562	2.277	451
LC tiền thuần trong năm	(285)	(1.826)	779
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.277	451	1.231

Các chỉ số cơ bản

	12-22E	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	125,3%	26,2%	26,9%
Vòng quay TS	0,05	0,17	0,18
ROAA	6,3%	4,4%	4,9%
Đòn bẩy tài chính	2,16	2,06	2,01
ROAE	13,6%	9,1%	9,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	302,4	101,1	92,5
Số ngày nắm giữ HTK	5.062,0	1.759,2	1.670,7
Số ngày phải trả tiền bán	62,5	62,5	62,6
Vòng quay TSCĐ	1,19	3,93	4,45
ROIC	7,8%	6,3%	6,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,2	3,5	3,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,8	1,8	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,3	0,4
Vòng quay tiền	5.301,9	1.797,8	1.700,5
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(61,3%)	242,6%	11,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(82,4%)	640,5%	10,3%
Tăng trưởng LN ròng	162,9%	(28,3%)	14,6%
Tăng trưởng EPS	95,2%	(28,3%)	14,6%

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 – Trưởng phòng

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>