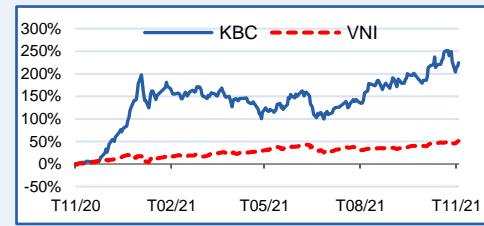


Tổng CT Phát triển đô thị Kinh Bắc (KBC) [KHẢ QUAN +17,9%]

Cập nhật

Ngành	BĐS KCN		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	26/11/2021	Tăng trưởng DT	-32,9%	142,3%	26,5%	43,2%
Giá hiện tại	48.250VND	Tăng trưởng EPS*	-75,6%	300,6%	97,8%	48,8%
Giá mục tiêu	56.900VND	LNST sau CĐTS**	224	1.088	2.153	3.204
Giá mục tiêu gần nhất	48.000VND	Biên LN gộp	30,6%	51,2%	60,1%	60,1%
TL tăng	+17,9%	Biên LN ròng	10,4%	20,9%	32,6%	33,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/E	101,2x	25,3x	12,8x	8,6x
Tổng mức sinh lời	+17,9%	P/B	2,3x	1,6x	1,4x	1,2x



GT vốn hóa	1,2 tỷ USD
Room KN	407,0tr USD
GTGD/ngày (30n)	27,0tr USD
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	469,8 tr
Pha loãng*	569,8 tr

	KBC	Peers	VNI
P/E (trượt)	30,6x	18,0x	17,8x
P/B (hiện tại)	1,7x	3,4x	2,8x
Nợ ròng/CSH	24,1%	-1,3%	N/A
ROE	6,6%	14,7%	15,7%
ROA	2,8%	4,8%	2,5%

(*) pha loãng từ 100 triệu cổ phiếu mới giả định từ đợt phát hành riêng lẻ; (**) tỷ đồng

Tổng quan công ty
Thành lập năm 2002, KBC là một chủ đầu tư phát triển KCN tại Việt Nam. KBC và các công ty liên kết sở hữu khoảng 5.000 ha đất công nghiệp. Phần lớn đất của KBC nằm tại các trung tâm công nghiệp lớn tại miền Bắc. Các khách hàng chính là LG, Foxconn, Canon và GoerTek

Thái Nhật Đăng, CFA
Chuyên viên cao cấp

Hoàng Nam
Trưởng phòng

Doanh số bán đất KĐT sẽ là động lực dẫn dắt lợi nhuận chính trong năm

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị của Tổng CT Phát triển đô thị Kinh Bắc (KBC) xuống KHẢ QUAN từ MUA vào mặc dù đã nâng giá mục tiêu thêm 19% lên 56.900 đồng/CP. Giá cổ phiếu của KBC đã tăng 36% trong 3 tháng qua.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu là do (1) phát hành riêng lẻ thành công 100 triệu cổ phiếu với giá 34.096 đồng/CP vào tháng 10/2021 so với giá định trước đó của chúng tôi là 30.000 đồng/CP, (2) tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá mục tiêu đến cuối năm 2022 và (3) dự báo của chúng tôi về giá bán trung bình (ASP) cao hơn cho KĐT Trảng Cát tại Hải Phòng.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 29% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021, chủ yếu là kéo dài giả định về việc bắt đầu ghi nhận doanh số bán đất KĐT cho KĐT Phúc Ninh đến năm 2022 so với dự báo trước đó là 2021. Điều chỉnh của chúng tôi chủ yếu phản ánh việc phê duyệt bị trì hoãn đối với việc xác định tiền sử dụng đất của dự án KĐT này.
- Trong giai đoạn 2022-2025, chúng tôi nâng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS lên 5,5% để phản ánh giả định giá bán trung bình cao hơn của chúng tôi đối với KĐT Trảng Cát và giả định kéo dài của chúng tôi về việc bắt đầu ghi nhận bán đất tại KĐT Phúc Ninh.
- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2021 sẽ đạt 5,2 nghìn tỷ đồng (+142% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS là 1,1 nghìn tỷ đồng (+386% YoY), chủ yếu nhờ vào việc bán 157 ha đất KCN (+165% YoY) và 5,0 đất KĐT (+108% YoY).
- Đối với năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ đạt 6,6 nghìn tỷ đồng (+27% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS 2,2 nghìn tỷ đồng (+98% YoY), mà chúng tôi kỳ vọng chủ yếu nhờ bán đất từ các KĐT Trảng Cát và Phúc Ninh, lần lượt chiếm 31% và 26% dự báo LNST cả năm của chúng tôi.
- KBC là công ty hưởng lợi lớn từ sự chuyển dịch cơ cấu của ngành sản xuất toàn cầu sang Việt Nam và có thành tích thu hút các khách thuê lớn như LG, Foxconn, Luxshare, Canon và GoerTek. Ngoài ra, KBC đã gia tăng đầu tư phát triển KĐT khi nhắm đến mục tiêu công nghiệp hóa và đô thị hóa đang gia tăng xung quanh các cụm công nghiệp ở phía Bắc.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Trì hoãn triển khai các dự án mới và/hoặc trì hoãn đầu tư từ các khách hàng tiềm năng; biến động vốn lưu động liên quan đến các lĩnh vực kinh doanh ngoài cốt lõi.

KĐT Trảng Cát là yếu tố hỗ trợ chính cho lợi nhuận và định giá của KBC. Hiện tại, chúng tôi giả định KBC sẽ ghi nhận doanh số bán 10 ha tại KĐT Trảng Cát vào năm 2022 với giá bán bình quân ước tính là 15 triệu đồng/m². Chúng tôi cho rằng giả định này là thận trọng khi KBC đã đặt kế hoạch công ty sẽ ghi nhận doanh thu bán buôn tại KĐT Trảng Cát có diện tích 50 ha với giá bán bình quân 15 triệu đồng/m² vào năm 2022 và các năm sau đó. KĐT Trảng Cát có tổng diện tích

kinh doanh là 250 ha, chiếm 67% giá trị tài sản ròng (NAV) ước tính của chúng tôi cho KBC (dựa trên định giá của chúng tôi). Tuy nhiên, các thủ tục pháp lý cuối cùng đang được hoàn tất để dự án này bắt đầu phát triển; dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2021 hoặc đầu năm 2022.

Các kế hoạch mở rộng đầy tham vọng thúc đẩy triển vọng tăng trưởng dài hạn; tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa các kế hoạch này vào dự báo và định giá của mình. Trong năm 2021, KBC đã thành lập và đầu tư vốn vào 2 công ty con mới quy mô lớn với tổng vốn điều lệ là 3,3 nghìn tỷ đồng để mở rộng sự hiện diện tại các tỉnh Long An và Hưng Yên. KBC hiện đang sở hữu thực tế 57% và 69% tại 2 công ty con này. Tuy nhiên, KBC chưa công bố thông tin chi tiết về các dự án này. Chúng tôi tin rằng công ty đang thực hiện các thủ tục đầu tư và sẽ bắt đầu phát triển vào năm 2023-2024 hoặc sau đó.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)					BẢNG CĐKT (tỷ VND)				
	2020	2021F	2022F	2023F		2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	2.154	5.219	6.602	9.452	Tiền và tương đương	999	2.249	409	1.102
Giá vốn hàng bán	-1.495	-2.547	-2.636	-3.770	Đầu tư TC ngắn hạn	1.990	1.990	1.990	1.990
Lợi nhuận gộp	659	2.672	3.966	5.681	Các khoản phải thu	6.675	9.120	9.372	12.135
Chi phí bán hàng	-52	-242	-269	-367	Hàng tồn kho	11.303	10.978	13.891	15.984
Chi phí quản lí DN	-262	-363	-403	-550	TS ngắn hạn khác	242	587	742	1.062
LN thuần HĐKD	345	2.068	3.294	4.764	Tổng TS ngắn hạn	21.210	24.925	26.403	32.272
Doanh thu tài chính	332	155	169	157	TS dài hạn (gộp)	1.400	1.721	1.853	2.042
Chi phí tài chính	-249	-554	-448	-379	- Khấu hao lũy kế	-274	-372	-477	-598
Trong đó: chi phí lãi vay	-214	-504	-405	-333	TS dài hạn (ròng)	1.125	1.349	1.376	1.444
Lợi nhuận từ công ty LDLK	2	7	7	7	Đầu tư TC dài hạn	660	660	660	660
Lợi nhuận/(chi phí) khác	0	-4	-5	-7	TS dài hạn khác	575	1.669	1.997	2.257
LNTT	430	1.671	3.018	4.541	Tổng TS dài hạn	2.361	3.677	4.033	4.361
Thuế TNDN	-133	-376	-679	-1.022	Tổng Tài sản	23.571	28.602	30.436	36.633
LNST trước CĐTS	297	1.295	2.339	3.520	Phải trả ngắn hạn	155	431	478	667
Lợi ích CĐ thiểu số	91	207	186	315	Nợ ngắn hạn	1.547	1.716	1.217	1.099
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	224	1.088	2.153	3.204	Nợ ngắn hạn khác	5.131	5.535	7.206	9.649
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	224	1.088	2.153	3.204	Tổng nợ ngắn hạn	6.833	7.683	8.901	11.415
EBITDA	732	2.274	3.527	4.995	Nợ dài hạn	4.218	3.818	2.318	2.818
EPS báo cáo, VND	477	1.910	3.779	5.624	Nợ dài hạn khác	1.889	1.766	1.543	1.207
EPS pha loãng, VND	477	1.910	3.779	5.624	Tổng nợ	12.940	13.267	12.762	15.440
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Vốn cổ phần	4.757	5.757	5.757	5.757
					Thặng dư vốn CP	989	3.399	3.399	3.399
					Treasury share	-364	-364	-364	-364
					Lợi nhuận giữ lại	4.299	5.387	7.540	10.745
					Vốn khác	2	2	2	2
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F	Lợi ích CĐTS	948	1.154	1.340	1.655
Tăng trưởng					Vốn chủ sở hữu	10.631	15.335	17.674	21.194
Tăng trưởng doanh thu	-32,9%	142,3%	26,5%	43,2%	Tổng cộng nguồn vốn	23.571	28.602	30.436	36.633
Tăng trưởng LN HĐKD	-77,5%	499,5%	59,3%	44,6%	SL cổ phiếu lưu hành	470	570	570	570
Tăng trưởng LNLT	-68,5%	288,6%	80,6%	50,5%					
Tăng trưởng EPS pha loãng	-75,6%	300,6%	97,8%	48,8%					
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN gộp %	30,6%	51,2%	60,1%	60,1%	Tiền đầu năm	652	999	2.249	409
Biên LN từ HĐ %	16,0%	39,6%	49,9%	50,4%	Lợi nhuận sau thuế	224	1.088	2.153	3.204
Biên EBITDA	34,0%	43,6%	53,4%	52,8%	Khấu hao	88	98	105	121
LN ròng trừ CĐTS điều	10,4%	20,9%	32,6%	33,9%	Thay đổi vốn lưu động	-3.075	-2.701	-1.794	-2.539
RÔE %	2,3%	9,1%	14,1%	17,9%	Điều chỉnh khác	-378	-255	-368	-461
ROA %	1,5%	5,0%	7,9%	10,5%	Tiền từ hoạt động KD	-3.141	-1.770	96	325
					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-44	-291	-82	-139
Chỉ số hiệu quả vận hành					Đầu tư, ròng	-242	131	145	126
Số ngày tồn kho	2.301	1.596	1.722	1.446	Tiền từ HĐ đầu tư	-286	-159	63	-14
Số ngày phải thu	1.055	466	377	336	Cổ tức đã trả	-62	0	0	0
Số ngày phải trả	56	62	66	65	Tăng (giảm) vốn	0	3.410	0	0
TG luân chuyển tiền	3.300	2.001	2.033	1.717	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	743	169	-499	-118
					Tăng (giảm) nợ dài hạn	3.096	-400	-1.500	500
Thanh khoản					Tiền từ các hoạt động khác	-2	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	3,1x	3,2x	3,0x	2,8x	Tiền từ hoạt động TC	3.774	3.179	-1.999	382
CS thanh toán nhanh	1,4x	1,8x	1,4x	1,4x	Tổng lưu chuyển tiền tệ	347	1.250	-1.840	693
CS thanh toán tiền mặt	0,4x	0,6x	0,3x	0,3x	Tiền cuối năm	999	2.249	409	1.102
Nợ/Tài sản	28,8%	21,2%	12,0%	11,7%					
Nợ/Vốn sử dụng	35,2%	26,5%	16,7%	15,6%					
Nợ/Vốn CSH	44,8%	21,4%	17,7%	13,3%					
Khả năng thanh toán lãi vay	3,0x	4,3x	8,5x	14,7x					

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thái Nhật Đăng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 28 3914 3588

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.