

Việt Nam

TRUNG LẬP (trước đó KHẢ QUAN)

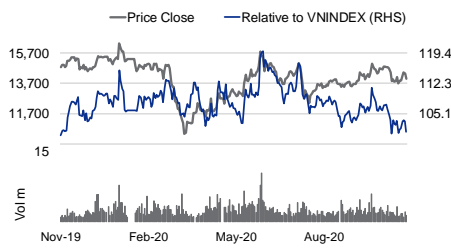
Consensus ratings*: KQ 7 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND14.000
Giá mục tiêu:	VND15.700
Giá mục tiêu trước:	VND17.500
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	12,1%
CGS-CIMB / Consensus:	-0,8%
Reuters:	KBC.HM
Bloomberg:	KBC VN
Vốn hóa:	US\$283,8tr VND6.576.643tr
GTGD bình quân:	US\$1,29tr VND29.918tr
SLCP đang lưu hành:	475,7tr
Free float:	37,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

- Hạ dự phóng EPS 2020 41,5%
- Nâng dự phóng EPS 2021 4,0%
- Nâng dự phóng EPS 2022 65,3%



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-4,1	2,9	-3,5
Tương đối (%)	-7,2	-10	2,9

Cổ đông chính	% nắm giữ
Đặng Thành Tâm	16,0
Công ty tư vấn và đầu tư Kinh Bắc	9,6
Dragon Capital	5,6

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Thị Cẩm Tú

T (84) 33 355 7019
E tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn

T (84) 94 519 9218
E toan.chuduc@vndirect.com.vn

TCT Phát triển đô thị Kinh Bắc

Kỳ vọng KQKD cải thiện trong Q4/20

- Doanh thu thuần KBC Q3/20 giảm mạnh 78% svck xuống còn 202 tỷ đồng do doanh thu cho thuê đất KCN sụt giảm.
- Chúng tôi cắt giảm dự phóng EPS năm 2020 41,5% do doanh số trong 9T20 thấp hơn dự kiến.
- Hạ đánh giá xuống Trung lập và giảm giá mục tiêu về 15.700 đồng/cp.

LN ròng của KBC trong 9T20 thấp nhất trong 7 năm

CTCP Kinh Bắc (KBC) ghi nhận doanh thu thuần 9T20 đạt 930 tỷ đồng (-63% svck) do doanh thu từ mảng cho thuê khu công nghiệp (KCN) giảm mạnh 76% svck xuống còn 520 tỷ đồng và không ghi nhận doanh thu từ việc bán nhà máy nhà xưởng. Trong 9T20, KBC đã cho thuê 19ha đất KCN (-82% svck), chủ yếu từ KCN Tân Phú Trung (16,8 ha, -36% svck) và KCN Quang Châu (2,2ha, -97% svck). Doanh thu từ BĐS nhà ở trong 9T20 đạt 122 tỷ đồng, trong khi 9T19 chỉ đóng góp một tỷ trọng nhỏ (1,7 tỷ đồng). Nhìn chung, doanh thu 9T20 thấp hơn dự kiến đã kéo LN ròng giảm 94% svck còn 30 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 4,9% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tăng mạnh trong Q4/20

Trong tháng 10/2020, Chính phủ đã phê duyệt điều chỉnh quy hoạch tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL). Do đó, chúng tôi kỳ vọng NSHL giai đoạn 1 (100ha) sẽ sẵn sàng bàn giao đất vào Q4/20 cho các nhà đầu tư đã đăng ký trước đó. Trong trường hợp tốt nhất, KBC có thể ghi nhận doanh thu 1.379 tỷ đồng từ KCN NSHL (66ha diện tích cho thuê) trong Q4/20. Cùng với việc bàn giao nhà phố và biệt thự từ Khu đô thị Trảng Duệ vào cuối Q4/20, chúng tôi cho rằng KQKD Q4/20 sẽ tích cực.

Giảm dự phóng LN 2020 do tỷ lệ bán hàng thấp hơn mong đợi

Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu 2020 35,5% xuống 2.800 tỷ đồng (-12,8% svck) do doanh thu bán hàng trong 9T20 thấp hơn dự kiến. Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2020 của KBC đạt 616 tỷ đồng (-33,0% svck), tương ứng tăng trưởng EPS cốt lõi giảm -33% svck, thấp hơn 41,5% so với dự phóng trước của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi nâng dự phóng EPS cốt lõi năm 2021 lên 4,0% nhằm phản ánh việc giá thuê tại KCN Tân Phú Trung tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2020-2021.

Hạ đánh giá xuống Trung lập và giảm giá mục tiêu còn 15.700 đồng/cp

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập và giảm giá mục tiêu dựa trên phương pháp RNAV xuống 15.700 đồng/cp do hoạt động bán hàng trong 9T20 kém hơn kỳ vọng và việc ghi nhận doanh thu từ dự án Phúc Ninh bị trì hoãn. Tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn có thể đến từ việc bán hàng tại các KCN hoặc KĐT diễn ra nhanh hơn; luận điểm đầu tư trung và dài hạn phụ thuộc vào việc liệu KBC có thể giải quyết rào cản pháp lý tại dự án Trảng Cát và được phê duyệt dự án KCN Trảng Duệ 3 trong 2021-2022. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) doanh số bán tại các KCN thấp hơn mong đợi; 2) việc bàn giao NSHL giai đoạn 1 bị trì hoãn; và 3) việc ghi nhận doanh thu các dự án KĐT bị trì hoãn.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.491	3.210	2.800	3.210	3.483
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	1.201	1.586	1.194	1.535	1.566
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	746,2	918,4	615,5	831,9	857,3
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.588	1.955	1.310	1.771	1.825
Tăng trưởng EPS cốt lõi	(20,6%)	23,1%	(33,0%)	35,1%	3,1%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	8,81	7,16	10,68	7,91	7,67
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	0,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0
Tỷ suất cổ tức	0,00%	7,14%	0,00%	0,00%	0,00%
EV/EBITDA (lần)	8,02	5,51	5,08	4,98	4,80
P/FCFE (lần)	NA	7,45	3,09	NA	19,34
Tỷ lệ nợ	23,0%	12,2%	(13,9%)	(0,4%)	(2,6%)
P/BV (lần)	0,73	0,69	0,67	0,63	0,60
ROE	8,61%	9,92%	6,37%	8,23%	8,03%
Thay đổi ước tính EPS cốt lõi			(41,5%)	4,0%	65,3%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,83	0,73	0,86

Kỳ vọng KQKD cải thiện trong Q4/20

KQKD 9T20: Lợi nhuận giảm mạnh do doanh thu bán hàng sụt mạnh hơn dự kiến

Hình 1: So sánh KQKD

Đơn vị (tỷ đồng)	Q3/20	Q3/19	% thay đổi svck	9T20	9T19	% thay đổi svck	% sv dự phóng 2020	Nhận xét
Diện tích cho thuê đất KCN (ha)	1,7	43,2	-96%	19,1	105,9	-82%		
<i>KCN Tân Phú Trung</i>	1,7	6,7	-75%	16,9	26,3	-36%		KCN Tân Phú Trung giảm mạnh do ảnh hưởng từ việc hạn chế di chuyển giai đoạn dịch Covid-19
<i>KCN Quang Châu</i>	-	33,6	-100%	2,2	65,3	-97%		Chưa hoàn thành việc đền bù 90ha đất còn lại và các thủ tục pháp lý để chuyển đổi 90ha đất khu đô thị thành đất khu công nghiệp
Diện tích Khu đô thị (ha)	0,54	-		1,53	0,01			
<i>KĐT Phúc Ninh</i>	0,04	-		0,09	0,01			
<i>KĐT Tràng Duệ</i>	0,50	-		1,44	-			KĐT Tràng Duệ được cấp quyền sử dụng đất và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Q4/19
Doanh thu (tỷ đồng)	202,3	916,5	-78%	929,6	2.486,4	-63%	33,21%	Do diện tích KCN cho thuê giảm mạnh (-82% svck) và không có nhà máy nhà xưởng nào được bán
<i>Cho thuê đất KCN</i>	89,2	841,0	-89%	520,3	2.212,5	-76%		
<i>Bán nhà xưởng KCN</i>	-	-	-	-	100,1	-100%		
<i>Cho thuê nhà xưởng KCN</i>	32,5	8,7	276%	83,2	26,7	212%		Nhờ nhu cầu nhà máy, nhà xưởng xây sẵn tại KCN Quang Châu và KCN Quế Võ gia tăng
<i>Dịch vụ tiện ích</i>	80,3	66,9	20%	204,7	145,5	41%		Hưởng lợi từ lượng lớn đất được cho thuê năm 2019 tại KCN Quang Châu (65ha)
<i>Bất động sản nhà ở</i>				121,5	1,7	7115%		Nhờ bàn giao 1,44 ha diện tích đất tại dự án Tràng Duệ
<i>Giá thuê bình quân (USD/m2)</i>				117,05	89,7	31%		Nhờ KCN Tân Phú Trung có giá thuê cao cùng giá thuê tại đây tăng 30%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	115,2	366,6	-69%	472,4	1.234,7	-62%		
Biên lợi nhuận gộp	57%	40%	42%	51%	50%			
<i>BLN cho thuê đất KCN</i>			-	50%	50%			
<i>BLN cho thuê nhà xưởng</i>			-	59%	63%			
<i>BLN bán nhà xưởng KCN</i>			-	-	68%			
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (tỷ đồng)	47,3	104,6	-55%	180,1	245,9	-27%		Lương, thưởng và phụ cấp tăng 57,1% svck lên 100 tỷ đồng
Lợi nhuận từ HĐKD (tỷ đồng)	8,9	229,3	-96%	164,2	883,6	-81%		
Lợi nhuận tài chính (tỷ đồng)	17,0	24,9	-32%	44,2	54,6	-19%		
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	75,7	56,9	33%	174,1	163,3	7%		
LN trước thuế (tỷ đồng)	0,6	220,6	-100%	165,0	868,0	-81%		
LN sau thuế (tỷ đồng)	-8,7	132,2	-107%	96,5	645,1	-85%		
Lợi ích cổ đông thiểu số	12,2	22,6	-46%	66,4	144,9	-54%		
LN ròng (tỷ đồng)	-20,8	109,6	-119%	30,0	500,1	-94%	4,88%	LN 9T20 chủ yếu từ các công ty con tại KCN Tân Phú Trung

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2020-2021: Lợi nhuận Q4/20 tăng mạnh nhờ bàn giao dự án Nam Sơn Hạ Lĩnh (NSHL) và các dự án KĐT

Trong tháng 10/2020, Chính phủ đã phê duyệt điều chỉnh quy hoạch tại KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh (NSHL). Do đó, chúng tôi kỳ vọng NSHL giai đoạn 1 (100ha) sẽ

sẵn sàng bàn giao đất vào Q4/20 cho các nhà đầu tư đã đăng ký trước đó. Trong trường hợp tốt nhất, KBC có thể ghi nhận 1.379 tỷ đồng doanh thu từ KCN NSHL (66ha diện tích cho thuê) trong Q4/20. Cùng với việc bàn giao nhà phố và biệt thự tại KĐT Trảng Duệ vào cuối Q4, chúng tôi cho rằng KQKD Q4/20 có khả năng trở nên tích cực hơn.

Hình 2: KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh sở hữu vị trí địa lý thuận lợi

Vị trí	Tỉnh Bắc Ninh, gần KCN Quế Võ
Diện tích dự kiến	300 ha
Diện tích có sẵn	100 ha
Thời hạn	2008 - 2058
Giá thuê	110 USD/m ² (chưa bao gồm VAT)
Chi phí khác	Phí nước: N/A
	Phí xử lý nước thải: N/A
	Giá điện (đồng/kWh) Điện áp từ 22KV đến dưới 110KV: Theo Thông tư của Bộ Công Thương (Số 648/QĐ-BCT), có hiệu lực từ ngày 20/3/2019 (chưa bao gồm VAT) đối với điện áp từ 22KV-110KV
	Phí quản lý và bảo trì cơ sở hạ tầng: 0,5 USD/m ² /năm (chưa bao gồm VAT)
Khoảng cách	Tiền thuê đất hàng năm: Theo quy định của UBND tỉnh Bắc Ninh
	Khoảng cách đến thủ đô Hà Nội: 36 km
	Khoảng cách đến sân bay Nội Bài: 32 km
	Khoảng cách đến cảng Hải Phòng: 110 km
	Khoảng cách đến cảng Cái Lân: 115 km
Lĩnh vực thu hút	Khoảng cách đến cửa khẩu Lạng Sơn: 122 km
	Công nghệ cao, linh kiện điện tử, cơ khí chính xác, linh kiện điện thoại...
	Hạn chế: các ngành ảnh hưởng đến môi trường, sử dụng quá nhiều sức lao động

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Giai đoạn 1 NSHL đang hoàn thiện cơ sở hạ tầng và san lấp nền (hiện trạng tháng 10/2020)



NGUỒN: VND RESEARCH

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng LN ròng 2020-22 dựa theo những giả định sau:

2020:

- Chúng tôi đã hoãn việc ghi nhận 1.123 tỷ đồng doanh thu từ KCN Quang Châu sang năm 2021 do việc chậm đền bù 90ha diện tích đất còn lại và các thủ tục pháp lý để chuyển đổi 90ha KĐT thành KCN.
- Chúng tôi tăng doanh thu ghi nhận tại KCN NSHL từ 725 tỷ đồng lên 1.379 tỷ đồng, do doanh nghiệp đã kí biên bản ghi nhớ cho 62,7ha diện tích đất tại đây.
- Chúng tôi hoãn ghi nhận doanh thu 413 tỷ đồng từ KĐT Phúc Ninh sang năm 2021 do thủ tục pháp lý chậm trễ.
- Nhìn chung, chúng tôi giảm dự phóng doanh thu năm 2020 35,5% xuống còn 2.800 tỷ đồng (-12,8% svck); giảm LN ròng năm 2020 41,5% xuống 616 tỷ đồng (-33,0% svck).

2021:

- Chúng tôi hoãn ghi nhận doanh thu 1.010 tỷ đồng từ KĐT Phúc Ninh sang 2022-2023 do chậm trễ thủ tục pháp lý.
- Chúng tôi tăng giá thuê tại Tân Phú Trung lên 3,2tr đồng/m² từ 2,6tr đồng/m² nhằm phản ánh mức tăng 30% đạt được trong 9T20. Với khả năng việc di chuyển trở lại bình thường từ năm 2021, chúng tôi kỳ vọng diện tích đất thuê tại KCN này trong năm 2021 sẽ tăng, đóng góp khoảng 1.813 tỷ đồng doanh thu cho năm 2021.
- Nhìn chung, chúng tôi nâng dự phóng LN ròng năm 2021 4,0%, đạt 832 tỷ đồng.

2022:

- Chúng tôi đã đưa vào dự phóng 755 tỷ đồng từ KĐT Phúc Ninh và 635 tỷ đồng từ KCN Quang Châu do thủ tục pháp lý bị hoãn trong năm 2020.

- Nhìn chung, chúng tôi tăng dự phóng doanh thu 2022 62% lên mức 3.483 tỷ đồng (+8,5% svck), từ đó tăng dự phóng LN ròng 2022 65,3% (+3,1% svck).

Hình 4: Điều chỉnh dự phóng

	Dự báo mới			Dự báo cũ			Thay đổi		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	2.800	3.210	3.483	4.343	3.278	2.150	-35,5%	-2,1%	62,0%
Lợi nhuận gộp	1.399	1.754	1.783	2.231	1.719	1.162	-37,3%	2,1%	53,5%
Biên LNG (%)	50,0%	54,7%	51,2%	51,4%	52,4%	54,0%	1,4% pts	2,2% pts	-2,8% pts
Chi phí BH & QLDN	(266)	(282)	(282)	(534)	(403)	(264)	-50,3%	-30,0%	6,6%
Lợi nhuận HDKD	1.133	1.472	1.501	1.696	1.316	897	-33,2%	11,9%	67,3%
LN trước thuế	933	1.263	1.305	1.566	1.191	772	-40,4%	6,1%	69,0%
Thuế TNDN	(224)	(303)	(313)	(329)	(250)	(162)	8,1%	42,9%	186,4%
Lợi nhuận ròng	616	832	857	1.052	800	519	-41,5%	4,0%	65,3%
EPS cốt lõi (VND)	1.310	1.771	1.825	2.239	1.702	1.104	-41,5%	4,0%	65,3%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập và giảm giá mục tiêu còn 15.700 đồng/cp ▶

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 11% còn 15.700 đồng (từ 17.500 đồng) do: 1) áp dụng chiết khấu 35% cho giá trị sổ sách của dự án Trảng Cát nhằm phản ánh việc trì hoãn 10 năm; và 2) áp dụng chiết khấu 25% đối với ước tính RNAV do thị trường bất ổn giai đoạn Covid-19. Giá mục tiêu mới của chúng tôi có mức tăng giá 12,1% so với thị giá hiện tại; do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập. Rủi ro giảm giá chính bao gồm: 1) doanh số bán đất KCN thấp hơn kỳ vọng; 2) chậm trễ trong bàn giao KCN NSHL giai đoạn 1; và 3) chậm trễ trong ghi nhận doanh thu các dự án KĐT.

Hình 5: Các dự phóng trong mô hình định giá (VND bn)

Tên dự án	Giá hợp lý tại ngày 09/11/2020	Phương pháp	Lưu ý
Quang Châu	490	DCF	
Tân Phú Trung	1.713	DCF	
Nam Sơn Hạp Lĩnh	1.269	DCF	
Khu đô thị Phúc Ninh	1.440	DCF	
Khu đô thị Trảng Cát	2.282	DCF	Chúng tôi chiết khấu 35% vào giá trị sổ sách của dự án này do KBC chưa triển khai dự án trong thời gian dài.
Khu đô thị Trảng Duệ	1.044	DCF	
Khác	84	BV	
Tổng hàng tồn kho	8.322		
Cộng:			
Tiền và tương đương tiền	1.264		
Tài sản khác	10.210		
Trừ:			
Vay nợ ròng	2.883		
Nợ phải trả khác	6.048		
Lợi ích cổ đông thiểu số	962		
RNAV	9.902		
Chiết khấu RNAV	25%		Chúng tôi chiết khấu 25% để phản ánh điều kiện thị trường thiếu ổn định do dịch COVID-19
SLCP đang lưu hành	475.711.167		
Giá mục tiêu (VND/cp)	15.700		

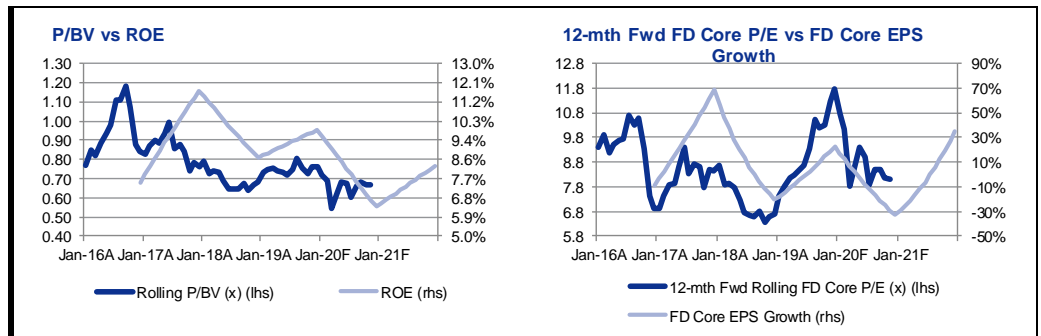
NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cổ phiếu	Giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Giá trị vốn hóa	P/E	P/B	ROE (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	Tỷ lệ nợ rỗng/VCSH (%)
		(Nội tệ)	(Nội tệ)		(Tr USD)	4 quý gần nhất	Hiện tại	4 quý gần nhất	4 quý gần nhất	2019
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	14.000	15.700	TRUNG LẬP	284	15,9	0,7	4,4	8,4	12,2
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	39.200	NA	KKN	1.751	NA	2,7	NA	2,9	87,6
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	23.100	NA	KKN	447	16,4	1,6	10,1	6,1	-9,0
Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	27.700	NA	KKN	450	17,6	2,1	12,6	4,8	-7,4
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	113.900	NA	KKN	390	15,2	5,5	42,5	1,3	-235,9
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	26.300	NA	KKN	341	34,1	2,2	6,6	6,3	18,1
Trung bình VN						20,8	2,8	17,9	4,3	-29,3
Trung vị VN						17,0	2,2	11,3	4,8	-7,4
Waha Corp Pcl	WHA TB	2,8	3,82	Khả quan	32.234	17,3	1,5	8,5	3,0	109,7
Amata Corp Public Co Ltd	AMATA TB	13,3	18,20	Khả quan	11.697	9,6	1,0	10,8	3,5	65,7
Frasers Property Thailand Pc	FPT TB	10,9	NA	KKN	19.333	9,8	0,8	8,4	4,0	163,3
Rojana Indus Park Pub Co Ltd	ROJNA TB	4,0	NA	KKN	6.210	5,7	0,6	10,4	9,6	115,7
Trung bình Thái Lan						10,6	1,0	9,6	5,0	113,6
Bumi Serpong Damai Pt	BSDE IJ	1.035	NA	KKN	35.815	21,9	0,7	3,3	NA	9,5
Ciputra Development Tbk Pt	CTRA IJ	895	NA	KKN	27.151	16,0	1,1	7,0	1,9	27,8
Lippo Karawaci Tbk Pt	LPKR IJ	137	NA	KKN	15.875	NA	0,4	-9,3	NA	21,0
Trung bình Indonesia						18,9	0,7	0,3	1,9	19,4
Uem Sunrise Bhd	UEMS MK	0,41	0,92	Khả quan	11.484	48,1	0,3	0,5	NA	30,4
Trung bình Malaysia						48,1	0,3	0,5	NA	30,4

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, BLOOMBERG (NGÀY 11/11/2020)

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Doanh thu thuần	2.491	3.210	2.800	3.210	3.483
Lợi nhuận gộp	1.469	1.847	1.399	1.754	1.783
LN hoạt động thuần	1.201	1.586	1.194	1.535	1.566
Chi phí khấu hao	(39)	(53)	(61)	(63)	(65)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	1.162	1.533	1.133	1.472	1.501
TN từ hoạt động tài chính	(102)	(143)	(208)	(197)	(181)
TN từ các công ty LK & LD	14	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	(26)	(27)	8	(12)	(14)
Lợi nhuận trước thuế	1.047	1.364	933	1.263	1.305
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	1.047	1.364	933	1.263	1.305
Thuế	(238)	(323)	(224)	(303)	(313)
Các khoản thu nhập đặc biệt					
Lợi nhuận sau thuế	809	1.041	709	960	992
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(63)	(122)	(93)	(128)	(135)
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Lãi lỗ ngoại tệ					
Các khoản điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	746	918	616	832	857
Lợi nhuận thường xuyên	746	918	616	832	857
Lợi nhuận ròng sau pha loãng	746	918	616	832	857

Dòng tiền

(tỷ đồng)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
EBITDA	1.201	1.586	1.194	1.535	1.566
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(92)	(79)	(50)	(70)	(70)
Tăng (Giảm) vốn lưu động	(632)	462	2.400	(2.119)	(436)
(Tăng)/Giảm các khoản phân bổ	(154)	(222)	(262)	(272)	(261)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(22)	5	5	0	0
Chi/(thu) bằng tiền khác	39	53	61	63	65
Dòng tiền hoạt động khác	47	(26)	(94)	(117)	(129)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(207)	(282)	(198)	(196)	(174)
Thuế đã trả	(205)	(180)	(224)	(303)	(313)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	130	1.539	3.094	(1.208)	508
Tiền chi mua tài sản cố định	(62)	(275)	(90)	(70)	(73)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	0	0	0	0	0
Thanh lý các khoản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(93)	200	(1.901)	66	70
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(155)	(75)	(1.991)	(3)	(3)
Tiền vay nhận được (đã trả)	(246)	(582)	1.024	(50)	(165)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	0	0	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	0	0	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(10)	(455)	(238)	(238)	(238)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(255)	(1.037)	786	(288)	(403)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Tiền và tương đương tiền	227	655	4.450	2.951	3.053
Xây dựng cơ bản dở dang					
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.842	5.493	5.889	6.111	6.324
Hàng tồn kho	8.593	7.548	7.083	7.450	7.559
Tài sản ngắn hạn khác	200	216	248	260	273
Tổng tài sản ngắn hạn	14.862	13.912	17.670	16.772	17.209
Tài sản cố định	351	1.076	1.128	1.158	1.191
Tổng đầu tư	1.082	1.294	1.311	1.291	1.267
Tài sản vô hình	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	614	151	184	184	184
Tổng tài sản dài hạn	2.047	2.521	2.623	2.633	2.642
Vay & nợ ngắn hạn	1.204	804	1.150	1.150	1.035
Nợ dài hạn đến hạn phải trả					
Phải trả người bán	226	371	381	396	462
Nợ ngắn hạn khác	2.502	2.893	5.278	3.745	3.577
Tổng nợ ngắn hạn	3.933	4.067	6.809	5.291	5.075
Vay & nợ dài hạn	1.283	1.122	1.800	1.750	1.700
Nợ hỗn hợp					
Nợ dài hạn khác	1.857	863	862	863	863
Tổng nợ dài hạn	3.139	1.984	2.662	2.613	2.563
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	7.072	6.052	9.472	7.903	7.637
Vốn chủ sở hữu	9.035	9.483	9.830	10.383	10.959
Lợi ích cổ đông thiểu số	803	898	991	1.120	1.254
Tổng cộng nguồn vốn	9.837	10.381	10.821	11.502	12.214

Các chỉ số chính

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Tăng trưởng doanh thu	97,7%	28,9%	(12,8%)	14,6%	8,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	134%	32%	(25%)	29%	2%
Biên LN HĐKD	48,2%	49,4%	42,7%	47,8%	45,0%
LN trên cổ phiếu (VND)	(4.811)	(2.706)	3.192	108	677
Giá trị sổ sách/cp (VND)	19.232	20.187	20.926	22.102	23.329
Khả năng thanh toán lãi vay	5,79	7,83	5,72	7,50	8,62
Thuế suất hiệu dụng	22,8%	23,7%	24,0%	24,0%	24,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	52,3%	NA	NA	NA
Số ngày phải thu	218,6	177,4	177,4	155,8	145,4
Số ngày tồn kho	3.020	2.161	1.911	1.822	1.611
Số ngày phải trả	64,35	79,89	98,16	97,37	92,08
ROIC (%)	10,4%	12,9%	10,9%	18,5%	14,8%
ROCE (%)	10,4%	13,1%	9,1%	10,9%	10,7%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	5,58%	7,10%	4,99%	5,83%	5,98%

Giải định chính

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Doanh số ký bán (triệu VND)	1.131,4	2.152,9	2.479,3	2.753,2	1.532,6
Diện tích ký bán (triệu m2)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Số lượng căn hộ ký bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Quý đất chưa mở bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Biên lợi nhuận gộp (%)	57,5%	50,0%	54,7%	51,2%	0,0%
Giá bán bình quân (VND/m2)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT biên	46,6%	47,8%	40,5%	45,9%	43,1%
Doanh thu đầu tư/tổng doanh thu	15,2%	11,9%	14,3%	12,1%	11,2%
Doanh thu từ nhà ở/tổng doanh thu	84,8%	88,1%	85,7%	87,9%	88,8%
Biên sinh lời từ bất động sản đầu tư	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ chi phí trên doanh thu	5,7%	4,4%	3,3%	3,2%	2,6%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

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

Khuyến nghị

KHẢ QUAN	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
KÉM KHẢ QUAN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

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 – Phó Giám đốc Khối Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích

Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: tu.nguyencam2@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>