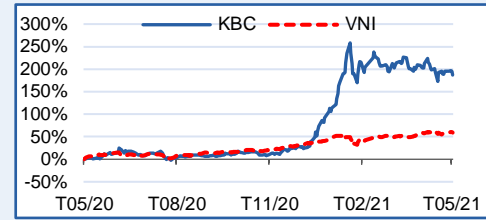


Tổng CT Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) [MUA +33,2%]

Cập nhật

Ngành:	BĐS KCN		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo:	07/05/2021	Tăng trưởng DT	-32,9%	149,2%	33,8%	16,9%
Giá hiện tại	36.400VND	Tăng trưởng EPS	-75,6%	581,8%	79,2%	14,4%
Giá mục tiêu hiện tại	48.500VND	Biên LN gộp	30,6%	55,1%	61,4%	61,0%
Giá mục tiêu trước đây	43.500VND	Biên LN ròng	10,4%	28,5%	38,1%	37,3%
TL tăng	+33,2%	EV/EBITDA	32,2x	9,0x	5,7x	5,0x
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/E	76,3x	11,2x	6,2x	5,5x
Tổng mức sinh lời	+33,2%	P/B	1,8x	1,5x	1,2x	1,0x
GT vốn hóa	741,4tr USD					
Room KN	207,3tr USD	P/E (trượt)	22,6x	15,3x	17,0x	
GTGD/ngày (30n)	8,5tr USD	P/B (hiện tại)	1,5x	2,3x	2,5x	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ ròng/CSH	47,5%	-1,9%	N/A	
SL cổ phiếu lưu hành	469,8 tr	ROE	7,6%	14,3%	15,0%	
Pha loãng	469,8 tr	ROA	3,5%	3,8%	2,4%	



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 Nhựt Đăng, CFA
 Chuyên viên cao cấp

Hoàng Nam
 Trưởng phòng

Các dự án trọng điểm mới đảm bảo triển vọng trung hạn

- Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho Tổng CT Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) lên MUA từ KHẢ QUAN và nâng giá mục tiêu dựa trên phương pháp định giá RNAV thêm 12% lên 48.500 đồng/CP.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu là do chúng tôi đưa KCN Tràng Duệ 3 ở Hải Phòng vào mô hình định giá của chúng tôi cho KBC vì KCN này đã nhận phê duyệt quan trọng từ Chính phủ. Ngoài ra, giá mục tiêu của chúng tôi có ảnh hưởng tích cực bởi (1) cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2022 từ cuối năm 2021, (2) tỷ lệ WACC thấp hơn 0,4 điểm % của chúng tôi và (3) nâng giá định doanh số bán đất KCN cho giai đoạn 2021-2022.
- Sau KQKD tích cực trong quý 1/2021 và thông tin tích cực về các cuộc thương thảo bán đất KCN được chia sẻ bởi ban lãnh đạo, chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS tương ứng trong các năm 2021 và 2022 lần lượt là 11% và 4%, chủ yếu được thúc đẩy bởi giả định doanh số bán đất KCN tích cực hơn của chúng tôi.
- Ngoài ra, chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 thêm 12%, chủ yếu phản ánh việc chúng tôi đưa KCN Tràng Duệ 3 mới vào mô hình dự báo lợi nhuận. Chúng tôi giả định rằng KCN này sẽ bắt đầu ghi nhận doanh số bán đất KCN từ năm 2023.
- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2021 đạt 5,4 nghìn tỷ đồng (+149% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (+6,8 lần YoY), chủ yếu được hỗ trợ bởi doanh số bán 155 ha đất KCN (+168% YoY) và 8,4 ha đất khu đô thị (+258% YoY).
- Chúng tôi giả định LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022 sẽ tăng 79% YoY đạt 2,7 nghìn tỷ đồng, chủ yếu là do giả định của chúng tôi về việc bán đất KĐT của KBC tại Khu đô thị Tràng Cát ở Hải Phòng, đóng góp 45% vào dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của chúng tôi cho năm 2022.
- KBC là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ việc chuyển dịch cơ cấu cơ sở sản xuất toàn cầu sang Việt Nam và đã có các khách hàng thuê lớn như LG, Foxconn, Luxshare, Canon và GoerTek. Ngoài ra, KBC tăng cường phát triển KĐT, hướng đến mục tiêu công nghiệp hóa và đô thị hóa đang gia tăng xung quanh các cụm công nghiệp tại miền Bắc.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: Trì hoãn trong mở bán các dự án mới và/hoặc trì hoãn đầu tư của khách hàng tiềm năng; biến động vốn lưu động liên quan đến các lĩnh vực kinh doanh ngoài cốt lõi.

KCN Tràng Duệ 3 được đưa vào định giá của chúng tôi. Ngày 25/03/2021, Chính phủ đã phê duyệt đưa KCN Tràng Duệ 3 (tổng diện tích 687 ha) vào Khu kinh tế Đình Vũ - Cát Hải, Hải Phòng. Khi được phê duyệt đưa vào khu kinh tế, các khách thuê trong KCN Tràng Duệ 3 có thể nhận được những mức ưu đãi thuế cao nhất tại Việt Nam. Bên cạnh đó, KCN này có thể thu hút dự án mở rộng cơ sở sản xuất của Tập đoàn LG - một khách thuê hiện hữu của KBC tại KCN Tràng Duệ 2. KBC đang tiến hành các thủ tục pháp lý để được Chính phủ phê duyệt đầu tư. Ban lãnh đạo chia sẻ rằng công ty có thể nhận được phê duyệt đầu tư trong năm 2021. Chúng tôi giả định rằng KCN Tràng Duệ 3 sẽ mở bán đất KCN vào năm 2023, dự kiến đóng góp 15% vào dự báo LNST cả năm của chúng tôi cho KBC trong năm 2023.

KĐT Phúc Ninh vẫn đang chờ phê duyệt để ghi nhận doanh số bán đất. Hiện tại, chúng tôi giả định KBC sẽ ghi nhận doanh số bán đất mạnh mẽ với 6,4 ha đất tại KĐT Phúc Ninh, đóng góp 36% vào dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021 của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng dự án này vẫn đang chờ những phê duyệt cuối cùng để bắt đầu ghi nhận doanh số bán đất. Theo ban lãnh đạo, KBC đang tiến hành các thủ tục pháp lý để được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và đã hoàn thành xây dựng cơ sở hạ tầng cơ bản cho dự án này. KBC cho biết tổng diện tích đã đặt chỗ tại KĐT Phúc Ninh là 9,9 ha tính đến cuối năm 2020.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	2.154	5.369	7.185	8.400	Tiền và tương đương	999	1.950	2.778	2.710
Giá vốn hàng bán	-1.495	-2.410	-2.776	-3.279	Đầu tư TC ngắn hạn	1.990	1.990	1.990	1.990
Lợi nhuận gộp	659	2.959	4.409	5.121	Các khoản phải thu	6.675	6.638	7.012	7.834
Chi phí bán hàng	-52	-230	-235	-291	Hàng tồn kho	11.303	10.962	10.928	11.090
Chi phí quản lí DN	-262	-345	-353	-436	TS ngắn hạn khác	242	603	807	944
LN thuần HĐKD	345	2.383	3.820	4.394	Tổng TS ngắn hạn	21.210	22.144	23.516	24.568
Doanh thu tài chính	332	116	179	200	TS dài hạn (gộp)	1.400	2.672	4.106	5.787
Chi phí tài chính	-249	-331	-308	-226	- Khấu hao lũy kế	-274	-393	-511	-629
Trong đó: chi phí lãi vay	-214	-331	-308	-226	TS dài hạn (ròng)	1.125	2.279	3.595	5.157
Lợi nhuận từ công ty LDLK	2	2	2	2	Đầu tư TC dài hạn	660	660	660	660
Lợi nhuận/(chi phí) khác	0	0	0	0	TS dài hạn khác	575	1.873	1.962	2.047
LNTT	430	2.171	3.694	4.370	Tổng TS dài hạn	2.361	4.811	6.217	7.864
Thuế TNDN	-133	-488	-831	-983	Tổng Tài sản	23.571	26.955	29.733	32.432
LNST trước CĐTS	297	1.682	2.863	3.387	Phải trả ngắn hạn	155	408	503	580
Lợi ích CĐ thiểu số	91	155	126	257	Nợ ngắn hạn	1.547	1.617	1.189	973
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	224	1.527	2.736	3.130	Nợ ngắn hạn khác	5.131	5.669	7.691	8.466
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	224	1.527	2.736	3.130	Tổng nợ ngắn hạn	6.833	7.695	9.383	10.019
EBITDA	732	2.620	4.120	4.715	Nợ dài hạn	4.218	5.218	3.718	2.718
EPS báo cáo, VND	477	3.251	5.825	6.663	Nợ dài hạn khác	1.889	1.729	1.456	1.132
EPS pha loãng, VND	477	3.251	5.825	6.663	Tổng nợ	12.940	14.642	14.557	13.869
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	4.757	4.757	4.757
					Thặng dư vốn CP	989	989	989	989
					Cổ phiếu quỹ	-364	-364	-364	-364
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F	Lợi nhuận giữ lại	4.299	5.826	8.563	11.693
Tăng trưởng					Vốn khác	2	2	2	2
Tăng trưởng doanh thu	-32,9%	149,2%	33,8%	16,9%	Lợi ích CĐTS	948	1.103	1.229	1.486
Tăng trưởng LN HĐKD	-77,5%	590,9%	60,3%	15,0%	Vốn chủ sở hữu	10.631	12.313	15.175	18.563
Tăng trưởng LNTT	-68,5%	404,7%	70,2%	18,3%	Tổng cộng nguồn vốn	23.571	26.955	29.733	32.432
Tăng trưởng EPS pha loãng	-75,6%	581,8%	79,2%	14,4%	SL cổ phiếu lưu hành	470	470	470	470
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	30,6%	55,1%	61,4%	61,0%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN từ HĐ %	16,0%	44,4%	53,2%	52,3%	Tiền đầu năm	652	999	1.950	2.778
Biên EBITDA	34,0%	48,8%	57,3%	56,1%	Lợi nhuận sau thuế	224	1.527	2.736	3.130
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	10,4%	28,5%	38,1%	37,3%	Khấu hao	88	119	118	118
ROE %	2,3%	14,6%	21,8%	20,2%	Thay đổi vốn lưu động	-3.075	-364	1.560	-147
ROA %	1,5%	6,7%	10,1%	10,9%	Điều chỉnh khác	-378	-260	-435	-503
					Tiền từ hoạt động KD	-3.141	1.022	3.980	2.599
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-44	-1.241	-1.385	-1.630
Số ngày tồn kho	2.301	1.686	1.439	1.225	Đầu tư. ròng	-242	99	161	179
Số ngày phải thu	1.055	360	213	215	Tiền từ HĐ đầu tư	-286	-1.142	-1.224	-1.451
Số ngày phải trả	56	62	66	65	Cổ tức đã trả	-62	0	0	0
TG luân chuyển tiền	3.300	1.985	1.586	1.376	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	743	71	-428	-216
CS thanh toán hiện hành	3,1x	2,9x	2,5x	2,5x	Tăng (giảm) nợ dài hạn	3.096	1.000	-1.500	-1.000
CS thanh toán nhanh	1,4x	1,5x	1,3x	1,3x	Tiền từ các hoạt động khác	-2	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x	Tiền từ hoạt động TC	3.774	1.071	-1.928	-1.216
Nợ/Tài sản	28,8%	27,1%	17,3%	11,9%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	347	950	829	-68
Nợ/Vốn sử dụng	35,2%	35,7%	24,4%	16,6%	Tiền cuối năm	999	1.950	2.778	2.710
Nợ/Vốn CSH	44,8%	39,7%	14,0%	5,3%					
Khả năng thanh toán lãi vay	3,0x	7,6x	13,0x	20,4x					

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

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thái Nhựt 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 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

Ngân 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

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

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 Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149

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.