

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

Khả quan (Duy trì)

Bất động sản Khu công nghiệp

Giá hiện tại	VND31.550
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND36.150/20.000
Giá mục tiêu	VND40.000
Giá mục tiêu trước đó	VND40.000
Vs consensus	5,9%
Tiềm năng tăng giá	26,8%
Tỷ suất cổ tức	6,4%
Tổng tỷ suất sinh lời	33,2%

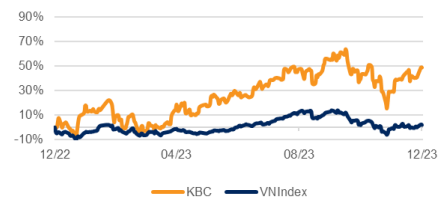
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kĩ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	981,7
GTGDQB 3 tháng (tr USD)	12,6
Sở hữu NN (tr USD)	270,0
SLCP lưu hành (tr)	767,6
SLCP pha loãng (tr)	767,6

	KBC	TB ngành	VNI
P/E trượt 12T	16,7x	19,1x	13,5x
P/B hiện tại	1,3x	2,8x	1,6x
ROA	4,2%	4,8%	2,0%
ROE	7,6%	16,8%	11,7%

*dữ liệu ngày 30/11/2023

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
CP phổ thông	17,1	-7,5	47,0
Tương quan Index	12,1	2,3	42,6

Cơ cấu sở hữu

Đặng Thành Tâm	18,1%
Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	8,1%
Dragon Capital	6,0%
Khác	67,8%

Tổng quan doanh nghiệp

KBC là một trong những nhà phát triển BĐS Khu công nghiệp hàng đầu khu vực phía Bắc với danh mục khách hàng là những tập đoàn công nghệ hàng đầu. Các dự án KCN của KBC luôn có vị thế tốt nắm bắt xu hướng, thu hút dòng vốn FDI.

Chuyên viên phân tích



Lê Anh Sơn

son.leanh@vndirect.com.vn

Tăng trưởng bứt phá nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá là 26,8% và tỷ suất cổ tức là 6,4%. Chúng tôi không thay đổi giá mục tiêu trong khi giá cổ phiếu đã tăng 0,5% từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu không thay đổi nhờ WACC thấp hơn bù đắp giá trị sổ sách.
- P/B hiện tại là 1,3x, thấp hơn khá nhiều so với mức trung vị của các công ty cùng ngành (2,8x) và cũng thấp hơn P/B trung bình 3 năm trước đó là 1,5x.

Điểm nhấn tài chính

- DT 9T23 đạt đỉnh mới trong khi DT Q3/23 giảm 90% sv quý trước do không bàn giao.
- Không ghi nhận khoản thu nhập bất thường trong Q3/23, LN ròng 9T23 giảm 4,9% svck, hoàn thành 86,9% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- KBC đã chi gần 3.900 tỷ đồng để thanh toán toàn bộ dự nợ trái phiếu trong 9T23, cắt giảm tỷ lệ D/E giảm xuống 0,2x (từ 0,4x đầu năm 2023).
- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh được cải thiện mạnh mẽ trong 9T23, đạt khoảng 2.402 tỷ đồng sau 3 năm liền thâm hụt.

Luận điểm đầu tư

Tiến độ giải phóng mặt bằng giúp việc bàn giao đất KCN đi đúng kế hoạch

Diện tích còn lại từ KCN Quang Châu mở rộng và một phần từ Nam Sơn Hạ Lĩnh đã hoàn thành GPMB và dự kiến sẽ bàn giao cho khách hàng trong Q4/23. KBC đang có 50ha sẵn sàng bàn giao và 30ha đang trong giai đoạn GPMB. Ước tính sẽ đóng góp khoảng 1.700 tỷ đồng vào doanh thu năm 2023, giúp cho dự phóng cả năm của chúng tôi vẫn được duy trì.

Dòng vốn FDI mạnh mẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho triển vọng tươi sáng

Kể từ giữa năm 2023, dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam đã cho thấy xu hướng tăng qua từng tháng và dự kiến sẽ phá vỡ kỷ lục năm 2022. Chúng tôi tin rằng sự hồi phục của hoạt động sản xuất và xu hướng Trung Quốc +1 sẽ là động lực mạnh mẽ cho dòng vốn FDI tiếp tục đổ vào trong những năm tới, dẫn đến nhu cầu cao về đất KCN sẵn sàng cho thuê.

Tràng Duệ 3 sẽ là động lực chính cho tăng trưởng LN giai đoạn 2024-25

Quy hoạch tổng thể 1/2000 của KCN Tràng Duệ 3 đã được Ủy ban Nhân dân tỉnh Hải Phòng phê duyệt trong tháng 11. Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ hoàn tất thủ tục pháp lý cho dự án này và sẵn sàng cho thuê từ Q1/24. Trang Due 3 sẽ nhanh chóng thu hút vốn FDI tới từ: 1) vị trí chiến lược với quỹ đất chất lượng cao, 2) tập trung vào việc cung cấp chuỗi giá trị hoàn chỉnh cho sản xuất linh kiện điện tử và bán dẫn. Với đóng góp mới từ KCN Tràng Duệ 3, chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2024-25 sẽ tăng trưởng ở mức 5,9%/33,4% svck.

Hấp dẫn hơn với việc bổ sung cổ tức bằng tiền mặt

Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với P/E 2024 là 13,3x và P/B là 1,5x. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hấp dẫn nhờ KBC có quỹ đất lớn có thể mang lại mức tăng trưởng LN lớn trong năm 2025. Ngoài ra, KBC dự kiến trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2022 khoảng 2.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng tỷ suất cổ tức là 6,4%.

	2022	2023E	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu (%)	(77,6)	610,7	12,2	30,7
Tăng trưởng EPS (%)	44,8	50,1	5,3	31,7
Biên LN góp (%)	28,0	56,3	53,7	56,4
Biên LN ròng (%)	160,6	33,9	31,8	32,1
P/E (x)	15,9	10,6	10,0	7,6
P/B (x)	1,5	1,3	1,3	1,1
ROE (%)	10,2	13,3	12,8	15,2
Nợ ròng/VCSH (x)	0,4	0,2	0,2	0,2

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) được thành lập năm 2022 và được biết đến như là một trong những nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam với chín KCN và bốn cụm công nghiệp với tổng diện tích hơn 3.200ha, chủ yếu ở miền Bắc. Với định hướng phát triển KCN phù hợp cho sản xuất điện tử, KBC đã nhanh chóng thu hút được các tên tuổi lớn như: LG, Foxconn, Canon, Goertek...

Hình 1: Danh mục dự án BĐS KCN tính tới cuối Q3/23

STT Dự án	Vị trí	Thời điểm bắt đầu cho thuê	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Tổng diện tích (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Giá thuê (USD/m2/t hời hạn thuê)	Lưu ý
Đã lấp đầy								
1 Quế Võ 1	Bắc Ninh	2003	100%	274	100%	-	N/A	
2 Quế Võ 2	Bắc Ninh	2006	100%	244	100%	-	N/A	
3 Tràng Duệ 1	Hải Phòng	2008	87%	184	100%	-	N/A	
4 Tràng Duệ 2	Hải Phòng	2015	87%	190	100%	-	N/A	
5 Quang Châu	Bắc Giang	2006	88%	426	100%	-	N/A	
KCN đang hoạt động								
6 Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	2021	100,0%	300	55,9%	90	130-140	Dự kiến bàn giao 40ha trong Q4/23 và tiếp tục GPMB khoảng 30ha để bàn giao trong Q1/24 theo biên bản ghi nhớ đã ký trước đó.
7 Tân Phú Trung	HCM	2010	72,4%	542	74,5%	80	150-160	Cho thuê khoảng 15-20ha hàng năm.
8 Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	2023	88,1%	90	22%	~10	140	Sẽ bàn giao diện tích còn lại trong Q4/23.
KCN trong tương lai 2024-25								
9 Tràng Duệ 3	Hải Phòng	2024	86,5%	687	0%	456	150-160	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000 và sẵn sàng cho thuê từ Q1/24. KBC đã bồi thường hơn 300ha và ký biên bản ghi nhớ cho thuê 115ha.
10 cụm CN Tân Lập	Long An	2024	86,5%	72	0%	46	120-130	
11 cụm CN Phước Vĩnh Đông	Long An	2024	100,0%	50	0%	35	120-130	
12 cụm CN Phước Vĩnh Đông 2	Long An	2024	88,1%	48	0%	31	120-130	
13 cụm CN Phước Vĩnh Đông 4	Long An	2024	72,4%	50	0%	36	120-130	Trong giai đoạn bồi thường đất và đàm phán với các khách hàng tiềm năng cho thuê 100ha.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Bên cạnh BĐS KCN, KBC cũng đang dần mở rộng thêm BĐS nhà ở với 3 dự án chính, tổng diện tích hơn 740ha.

Hình 2: Danh mục dự án BĐS nhà ở tính tới cuối Q3/23

STT Dự án	Vị trí	Thời điểm mở bán	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Tổng diện tích (ha)	Tỷ lệ GPMB thành công	Lưu ý
1 KĐT Tràng Duệ	Hải Phòng	2019	86,5%	42,1	100%	Sẽ bàn giao các căn villa còn lại trong Q4/23-Q1/24.
2 KĐT Phúc Ninh	Bắc Ninh	2023	100,0%	114,6	77%	Mở bán trở lại từ đầu Q4/23, đã ký bán được 27%.
3 KĐT Tràng Cát	Hải Phòng	Dự kiến 2025	100,0%	584,9	~20%	Vẫn đang trong giai đoạn GPMB.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Vẫn theo kế hoạch mặc dù hoạt động kinh doanh chính kém khả quan trong Q3/23

(tỷ đồng)	Q3/23	%svck	9T23	%svck	9T22/2022	9T23/2023
Doanh thu	247	21,6%	5.038	291,0%	92,2%	74,6%
_ BĐS KCN	26	-65,8%	4.567	590,4%	100,7%	80,1%
_ BĐS nhà ở	50	155,2%	79	-76,8%	96,7%	12,9%
_ Khác	171	58,9%	392	37,2%	73,7%	89,4%
LN gộp	111	14,0%	3.309	490,6%	210,8%	87,0%
Chi phí BH&QLDN	76	-0,5%	672	107,6%	63,4%	105,3%
LN ròng từ tài chính	18	-129,3%	24	-111,8%	80,7%	-15,8%
Lãi/lỗ từ đầu tư liên doanh, liên kết	(2)	-100,1%	(1)	-100,0%	101,1%	-7,1%
LNTT	47	-97,6%	2.652	17,8%	132,7%	87,9%
LN ròng	5	-99,8%	1.925	-4,9%	132,6%	86,9%
Biên LN gộp	44,9%	-3,0 điểm %	65,7%	22,2 điểm %		
Biên LN ròng	1,9%	-937,2 điểm %	38,2%	-118,8 điểm %		

Doanh thu 9T23 tăng trưởng mạnh mẽ nhờ cho thuê đất KCN

Doanh thu 9T23 tăng 291,0% svck đạt 5.038 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sự đóng góp lớn mảng KCN với mức tăng 590,4% svck, doanh thu đạt 4.567 tỷ đồng. Trong 9T23, KBC đã cho thuê khoảng 128-130ha đất KCN tại KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh và KCN Quang Châu mở rộng cho các khách hàng tiêu biểu như Foxconn và Goertek.

Mặc dù vậy doanh thu Q3/23 suy giảm do chậm bàn giao

Sau 2 quý tăng trưởng bứt phá, doanh thu Q3/23 của KBC chỉ đạt 247 tỷ đồng, tăng 21,6% svck nhưng giảm tới 90,4% sv quý trước. Quý 3 hàng năm luôn là thời điểm chậm bàn giao đất KCN của KBC dẫn tới đóng góp thấp trong KQKD cả năm. Trong Q3/23, KBC đã không thể thúc đẩy tiến độ GPMB tại KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh, dự án trọng điểm đóng góp lớn cho doanh thu năm 2023, dẫn tới doanh thu KCN giảm tới 65,8% svck chỉ đạt 26 tỷ đồng. Doanh thu BĐS dân cư và doanh thu khác lần lượt tăng 155,2%/58,9% svck đạt 50/171 tỷ đồng tới từ việc: 1) bàn giao một số căn villa tại dự án KĐT Trảng Duyệt, 2) doanh thu dịch vụ tiện ích và quản lý nhà xưởng cao hơn kì vọng.

Thiếu hụt khoản thu nhập bất thường khiến LN ròng Q3/23 suy giảm

LN ròng Q3/23 đã giảm mạnh 99,8% svck chỉ đạt 5 tỷ đồng và LN ròng 9T23 giảm 4,9% svck đạt 1.924 tỷ đồng do trong Q3/22 KBC đã ghi nhận khoản thu nhập bất thường là 1.975 tỷ đồng từ việc định giá lại khoản đầu tư tại CTCP Đầu tư Sài Gòn – Đà Nẵng (SDN). Nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường, LN ròng Q3/23 đi ngang so với Q3/22.

Triển vọng 2023-25: LN tăng trưởng vững chắc nhờ hoạt động kinh doanh chính

Dự phóng KQKD 2023-25

Hình 3: Chúng tôi duy trì dự phóng cho KQKD 2023-25

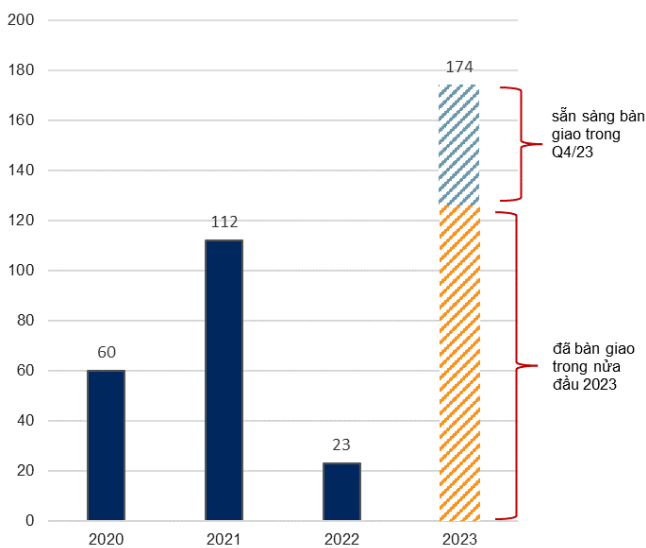
(tỷ đồng)	2023	2024	2025
Doanh thu	6.754	7.575	9.898
_ BĐS KCN	5.699	6.346	7.740
Diện tích cho thuê (ha)	174	180	207
Giá cho thuê bình quân (USD/m2/thời hạn thuê)	137	147	156
_ BĐS nhà ở	617	768	1.632
_ Khác	127	134	162
Tăng trưởng doanh thu svck	610,7%	12,2%	30,7%
LN gộp	3.805	4.069	5.582
Biên LN gộp	56,3%	53,7%	56,4%
Tăng trưởng LN gộp svck	1331,7%	6,9%	37,2%
Chi phí BH&QLDN	637	688	872
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	9,4%	9,1%	8,8%
LN thuần từ HĐKD	3.167	3.381	4.710
LNTT	3.114	3.313	4.468
LN ròng	2.291	2.411	3.175
Tăng trưởng LN ròng svck	50,1%	5,3%	31,7%

Source: VNDIRECT RESEARCH

Diện tích đất KCN sẵn sàng bàn giao lớn trong Q4/23

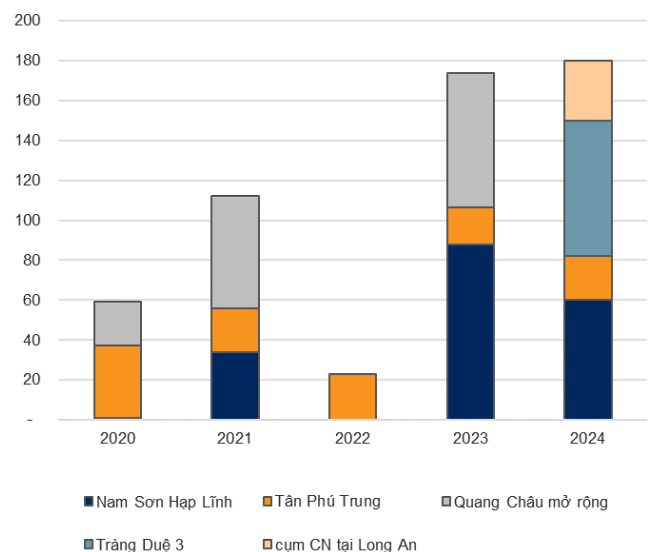
KBC đã hoàn tất giải phóng mặt bằng 50ha KCN (từ Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quang Châu mở rộng) nhưng chưa đủ điều kiện để bàn giao cho khách hàng trong Q3/2023. Với quỹ đất KCN sẵn sàng bàn giao lớn như vậy, chúng tôi tin rằng doanh số BĐS KCN của KBC sẽ hoàn thành dự phóng năm 2023 của chúng tôi là 174ha.

Hình 4: Dự phóng của chúng tôi về việc bàn giao 174ha đất năm 2023 vẫn đi đúng hướng... (ha)



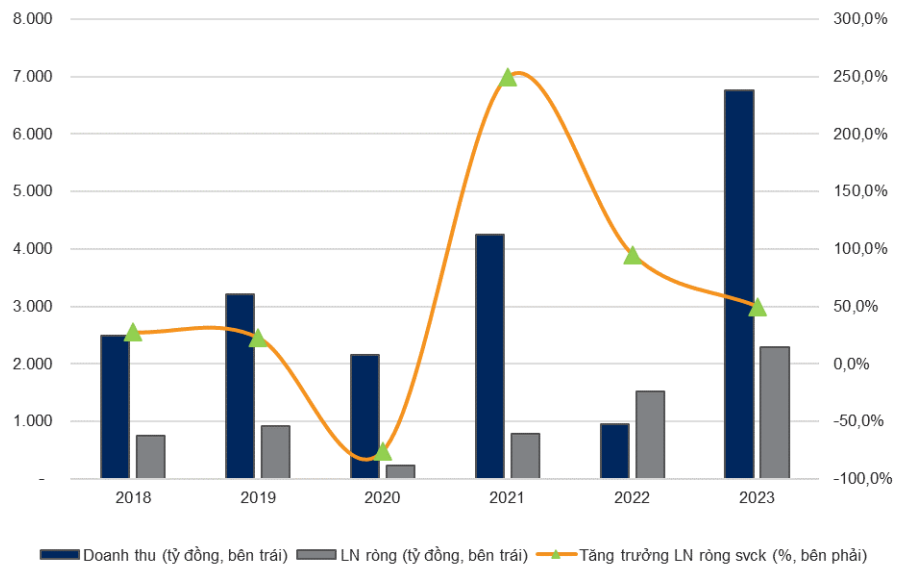
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: ... nhờ 50ha Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quang Châu mở rộng đã hoàn thành giải phóng mặt bằng, sẵn sàng cho thuê trong Q4/23 (ha)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Doanh thu/LN ròng năm 2023 ước tính đạt 6.754/2.291 tỷ đồng (+383,3%/50,1% svck)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tràng Duệ 3 là động lực cho triển vọng tích cực 2024-25

Thủ tục pháp lý Tràng Duệ 3 đang tiến triển tốt

Ngày 13/11/2023, Hải Phòng đã phê duyệt quy hoạch 1/2000 KCN Tràng Duệ 3. Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ sớm hoàn tất thủ tục pháp lý cho Tràng Duệ 3 và sẵn sàng cho thuê kể từ Q1/24.

Chúng tôi tin rằng LG Innotek sẽ là khách hàng đầu tiên của Tràng Duệ 3 dựa trên thương vụ đầu tư 1 tỷ USD để mở rộng sản xuất và xây dựng nhà máy V3.

Hình 7: Nhà máy của LG Innotek ở Tràng Duệ 1&2

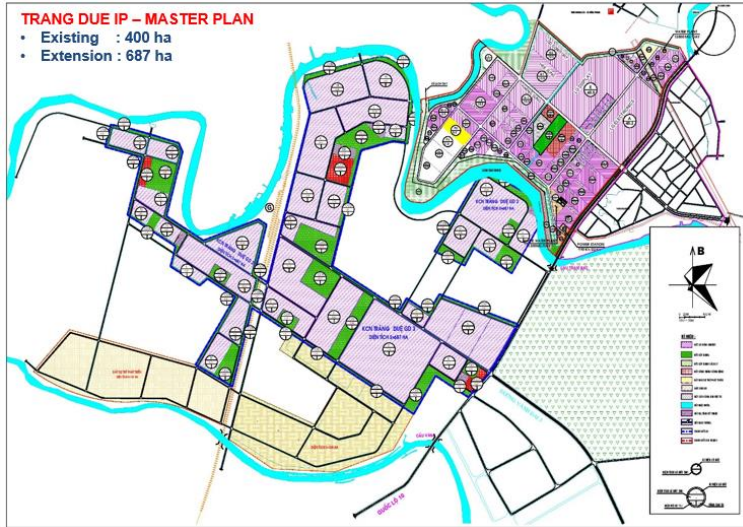


- Vị trí: Lô I4, Khu công nghiệp Tràng Duệ 2, Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, Hải Phòng
- Quy mô: 40ha
- Vốn đầu tư: 1,1 tỷ USD
- Lĩnh vực: Linh kiện điện tử như module cho ô tô, điện thoại di động...
- Công suất: 390 triệu chiếc/năm

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi tin rằng với 1 tỷ USD vốn đầu tư tăng thêm, LG Innotek sẽ xây dựng nhà máy V3 với diện tích ngang với tổng diện tích nhà máy V1 và V2. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng LG Innotek và KBC có thể đi đến ký kết HĐ cho thuê đất tại KCN Tràng Duệ 3 trong thời gian tới, với tổng diện tích cho thuê lên đến 40ha, dự kiến sẽ được ký kết trong Q1/24.

Hình 8: Dự án KCN Trảng Duệ 3



- Vị trí: Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, Hải Phòng.
- Tổng diện tích đất: 687ha
- Diện tích cho thuê: 460ha
- Sở hữu: KBC (87%)
- Giá thuê: 150-160 USD/m2/thời hạn thuê
- Thời điểm ra mắt dự kiến: Quý 1/24

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

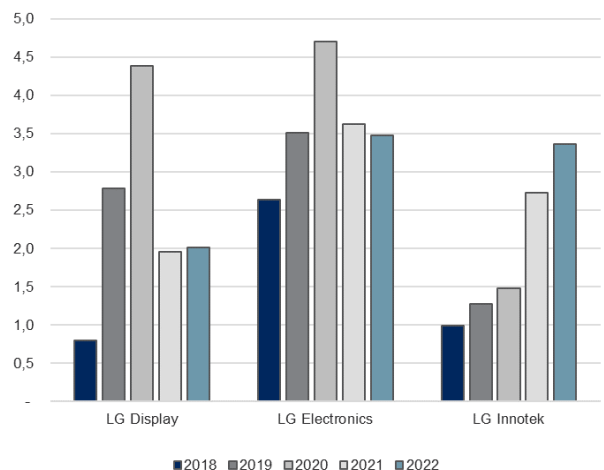
Ngoài ra, chúng tôi tin rằng LG Innotek chỉ là sự khởi đầu cho làn sóng vốn FDI mạnh mẽ sẽ đổ vào khu công nghiệp Trảng Duệ 3 trong những năm tới, tới từ:

- Tập đoàn LG đã cam kết sẽ đầu tư 4 tỷ USD vào các công ty con của LG tại Việt Nam nhờ tăng trưởng KQKD tích cực đến từ LG Display, LG Electronics và LG Innotek trong những năm gần đây. Với 1 tỷ USD cho LG Innotek, chúng tôi tin rằng LG sẽ tiếp tục giải ngân vốn đầu tư bổ sung khoảng 3 tỷ đô cho việc mở rộng LG Display và LG Electronics.
- Không chỉ LG, chúng tôi tin rằng, KCN Trảng Duệ 3 sẽ ngày càng thu hút thêm nhiều nhà đầu tư Hàn Quốc hơn nữa nhờ KCN Trảng Duệ 3 đã tạo môi trường hoàn thiện cho các nhà đầu tư Hàn Quốc khi nhìn lại các điểm sáng trong thu hút vốn thành công tại Trảng Duệ (1&2) với một số nhà đầu tư chính như: Haeng Sung, Heesung, Dong Yang... Cũng trong chuyến thăm cấp nhà nước của Hàn Quốc, KBC đã ký 4 HĐ ghi nhớ với Tập đoàn STS, Tập đoàn tài chính JB, Đại học Quốc gia Gyeongsang, Bệnh viện Đại học Quốc gia Gyeongsang về hợp tác đầu tư và thực hiện các dự án ở KCN Trảng Duệ 3, khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải với tổng vốn đầu tư cam kết khoảng 1 tỷ USD.

Hình 9: Một số nhà đầu tư đáng chú ý tại Khu công nghiệp Trảng Duệ (1&2)

Nhà đầu tư	Quốc gia	Quy mô (ha)	Tổng vốn đầu tư (triệu USD)
LG Electronics	Hàn Quốc	40	1.500
LG Display	Hàn Quốc	40	1.500
LG Innotek	Hàn Quốc	17	1.100
Haeng Sung	Hàn Quốc	10	100
Heesung	Hàn Quốc	14	154
Bluecom	Hàn Quốc	6	50
Dong Yang	Hàn Quốc	9	95

Hình 10: Doanh thu các công ty con của LG tại KCN Trảng Duệ (1&2) (tỷ USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, LG Group

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 40,000 đồng/ cổ phiếu

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP cho các mảng BĐS KCN, BĐS khu dân cư và đầu tư vào công ty liên doanh liên kết của KBC

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu do:

- Áp dụng giả định WACC điều chỉnh còn 12,5% (từ 13,0%), dẫn đến định giá DCF tăng nhẹ đối với mảng KCN và dự án đô thị Trảng Duệ.
- Sử dụng giá trị sổ sách vào cuối Q3/23 cho tiền và các khoản tương đương tiền, đầu tư vào công ty liên doanh liên kết, đầu tư ngắn hạn, tổng nợ,...

Hình 11: Thay đổi trong giả định WACC

	Cũ	Điều chỉnh
Phần bù rủi ro thị trường	10,0%	9,7%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	2,7%
Beta	1,1	1,1
Chi phí sử dụng vốn	15,0%	13,4%
Chi phí sử dụng nợ	10,0%	10,0%
Tỷ lệ nợ	17,4%	16,2%
Tỷ lệ vốn	82,6%	83,8%
WACC	13,0%	12,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Phương pháp định giá từng phần SOTP

Dự án	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	DCF	3.065
KCN Tân Phú Trung	DCF	1.308
KCN Quang Châu mở rộng	DCF	1.688
KCN Trảng Duệ 3	DCF	4.620
Các KCN tương lai	DCF	4.175
KĐT Trảng Cát	1,5x P/B	12.147
KDDT Phúc Ninh	1,5x P/B	1.670
KĐT Trảng Duệ	DCF	586
Khác	BV	824
Tổng		30.083
(+)		
Tiền và tương đương tiền	BV	911
Đầu tư liên doanh, liên kết	0,7x P/B	3.331
Đầu tư tài chính ngắn hạn	BV	2.284
Xây dựng dở dang	BV	546
Tài sản khác	BV	2.831
(-)		
Nợ ròng	BV	3.867
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	1.992
RNAV		34.127
Chiết khấu		10%
SLCP lưu hành		767.604.759
Giá mục tiêu (VND/cp)		40.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Phân tích độ nhạy WACC trên giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)

WACC	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
TP	40.756	40.380	40.000	39.661	39.317

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

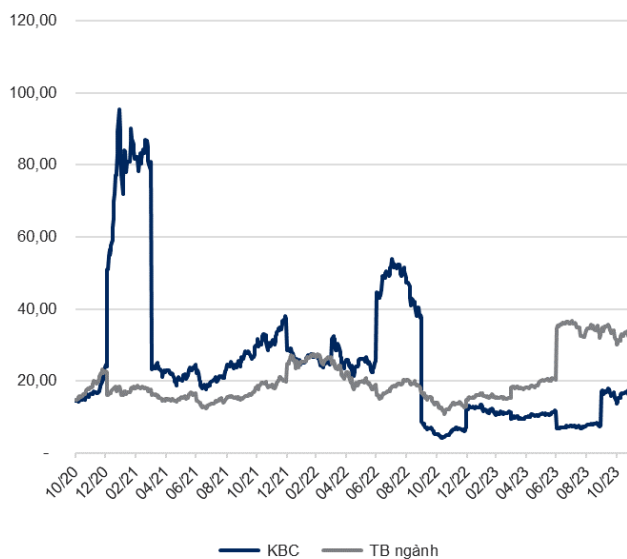
Hình 14: So sánh với các DN cùng ngành (dữ liệu ngày 28/11/2023)

Công ty	Mã CK	Vốn hóa	Doanh thu	%svck	LN ròng	%svck	Nợ ròng/VCSH	ROE	P/E trượt	
		tr USD	tr USD		tr USD			%	12T	P/B hiện tại
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	3.183	973,4	(9,5)	96,5	(46,3)	0,1	4,7	32,9	1,5
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	963	557,1	(10,4)	57,1	(30,1)	0,4	17,3	17,2	2,8
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	653	256,6	(23,9)	43,4	(50,1)	0,6	10,6	31,3	3,6
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	433	256,5	2,6	35,5	3,2	0,3	23,1	12,2	3,1
Tổng CTCP Phát triển KCN	SNZ VN	433	212,8	(3,4)	26,2	(20,1)	0,4	9,5	19,0	1,8
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	258	36,3	21,4	19,2	0,6	0,1	24,9	7,0	1,8
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	214	31,2	(6,9)	8,3	(11,7)	1,4	13,4	24,3	3,1
CTCP KCN Nam Tân Uyên	NTC VN	183	10,4	(14,8)	11,5	(5,0)	0,3	38,1	17,3	6,2
CTCP Long Hậu	LHG VN	62	14,6	(40,2)	5,7	(29,6)	0,1	9,2	10,8	1,0
Trung bình				(9,4)		(21,0)	0,4	16,8	19,1	2,8
Trung vị				(9,5)		(20,1)	0,3	13,4	17,3	2,8
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	981	213,1	104,5	59,7	(35,7)	0,2	8,3	16,7	1,3

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

KBC giao dịch ở mức P/B hiện tại là 1,3x, thấp hơn đáng kể so với mức trung vị của các công ty trong ngành và cũng thấp hơn mức P/B trung bình 3 năm gần nhất (1,5x). Giá mục tiêu của chúng tôi thể hiện mức P/E 2024 là 13,3x và P/B là 1,5x, đây là mức định giá hấp dẫn do KBC có quỹ đất lớn, có thể mang lại tăng trưởng LN mạnh mẽ trong 2025. Ngoài ra, KBC dự kiến trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2022 khoảng 2.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng tỷ suất cổ tức 6,4%.

Hình 15: P/E của KBC và trung bình ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: P/B của KBC và trung bình ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phân tích độ nhạy

Tiềm năng tăng giá:

- Việc phê duyệt thủ tục pháp lý Trảng Duệ 3 sớm hơn dự kiến, giúp cho doanh số bán BĐS KCN cao hơn dự kiến và tăng trưởng giá thuê cao hơn trong bối cảnh thiếu nguồn cung mới khi nhu cầu cao.

Rủi ro giảm giá:

- Doanh số bán BĐS KCN Trảng Duệ 3 kém hơn dự kiến nếu kéo dài thời gian phê duyệt thủ tục pháp lý khiến tiến độ giải phóng mặt bằng để bàn giao cho khách hàng chậm hơn dự kiến.
- Sự chậm trễ về mặt pháp lý ở các dự án mới.

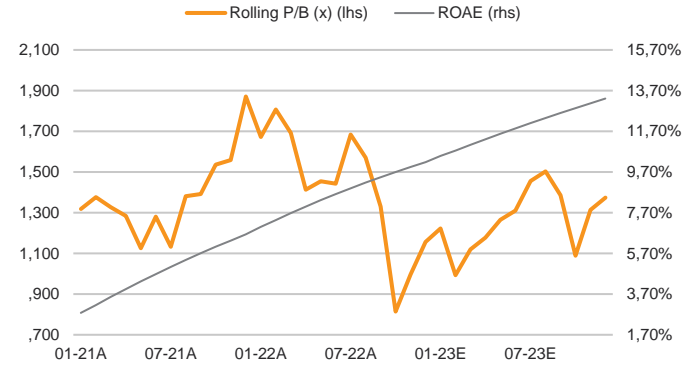
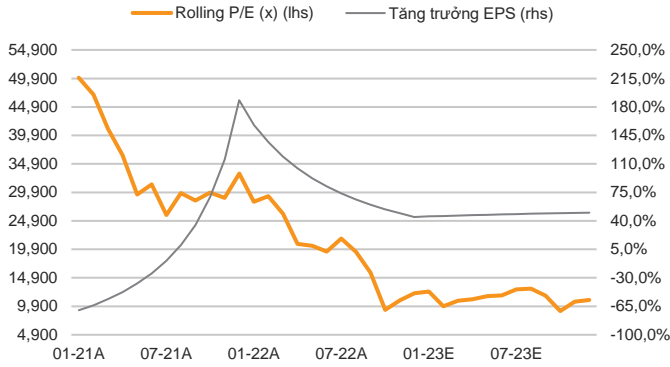
Chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy của hoạt động đối với giá mục tiêu, chủ yếu là các hoạt động bán hàng tại Trảng Duệ 3, đây sẽ là động lực chính cho tăng trưởng LN trong giai đoạn 2024-25.

Hình 17: Độ nhạy của hoạt động của KCN Trảng Duệ 3 với giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)

	Kịch bản tiêu cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tích cực
Thời gian phê duyệt pháp lý	Trong Q2/24	Cuối Q1/24	Đầu Q1/24
Thời gian bắt đầu bàn giao	Trong Q4/24	Trong Q3/24	Cuối Q2/24
Diện tích đất cho thuê dự kiến (ha)	48	68	88
Giá cho thuê dự kiến (USD/m2/thời hạn thuê)	145	155	165
Giá mục tiêu (VND/cp)	39.600	40.000	40.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	6.754	7.575	8.898
Giá vốn hàng bán	(2.949)	(3.506)	(4.316)
Chi phí quản lý DN	(381)	(403)	(428)
Chi phí bán hàng	(257)	(285)	(444)
LN hoạt động thuần	3.167	3.381	4.710
EBITDA thuần	3.059	3.257	4.583
Chi phí khấu hao	108	124	127
LN HĐ trước thuế & lãi vay	3.167	3.381	4.710
Thu nhập lãi	333	295	259
Chi phí tài chính	(389)	(367)	(504)
Thu nhập ròng khác	(7)	(7)	(7)
TN từ các Cty LK & LD	10	10	10
LN trước thuế	3.114	3.313	4.468
Thuế	(685)	(729)	(983)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(138)	(173)	(310)
LN ròng	2.291	2.411	3.175
Thu nhập trên vốn	2.291	2.411	3.175
Cổ tức phổ thông	0	(1.535)	0
LN giữ lại	2.291	876	3.175

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	1.513	2.955	1.853
Đầu tư ngắn hạn	2.297	2.253	2.213
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.076	10.427	11.672
Hàng tồn kho	12.381	12.854	20.809
Các tài sản ngắn hạn khác	448	527	553
Tổng tài sản ngắn hạn	26.715	29.016	37.100
Tài sản cố định	967	1.124	1.408
Tổng đầu tư	4.784	4.784	4.784
Tài sản dài hạn khác	2.105	2.039	1.973
Tổng tài sản	34.571	36.962	45.265
Vay & nợ ngắn hạn	804	828	1.303
Phải trả người bán	590	701	863
Nợ ngắn hạn khác	6.469	7.487	9.942
Tổng nợ ngắn hạn	7.863	9.017	12.108
Vay & nợ dài hạn	3.207	3.073	4.445
Các khoản phải trả khác	3.227	3.550	3.904
Vốn điều lệ và	7.676	7.676	7.676
LN giữ lại	7.937	8.813	11.988
Vốn chủ sở hữu	18.359	19.235	22.410
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.916	2.088	2.398
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	34.571	36.962	45.265

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
LN trước thuế	3.114	3.313	4.468
Khấu hao	108	124	127
Thuế đã nộp	(413)	(611)	(854)
Các khoản điều chỉnh khác	(344)	(306)	(269)
Thay đổi VLĐ	1.136	432	(6.384)
LC tiền thuần HKKD	3.600	2.953	(2.910)
Đầu tư TSCĐ	(545)	(215)	(346)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	403	349	309
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(143)	134	(37)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	879	1.545	2.673
Dòng tiền từ HĐTC khác	(4.507)	(1.654)	(827)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(1.535)	0
LC tiền thuần HĐTC	(3.628)	(1.645)	1.846
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.683	1.513	2.955
LC tiền thuần trong năm	(170)	1.442	(1.101)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.513	2.955	1.854

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	33,9%	31,8%	32,1%
Vòng quay TS	0,19	0,21	0,24
ROAA	6,6%	6,7%	7,7%
Đòn bẩy tài chính	2,02	1,90	1,97
ROAE	13,3%	12,8%	15,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	87,2	79,9	65,2
Số ngày nắm giữ HTK	1.532,5	1.341,9	1.759,9
Số ngày phải trả tiền bán	73,0	73,2	73,0
Vòng quay TSCĐ	5,40	7,25	7,82
ROIC	9,4%	9,6%	10,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,4	3,2	3,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,8	1,8	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,3
Vòng quay tiền	1.546,7	1.348,6	1.752,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	610,7%	12,2%	30,7%
Tăng trưởng LN từ HKKD		6,7%	39,3%
Tăng trưởng LN ròng	50,1%	5,3%	31,7%
Tăng trưởng EPS	50,1%	5,3%	31,7%

Nguồn: VND RESEARCH

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

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 Định nghĩa:

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

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng Phòng

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: son.leanh@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>