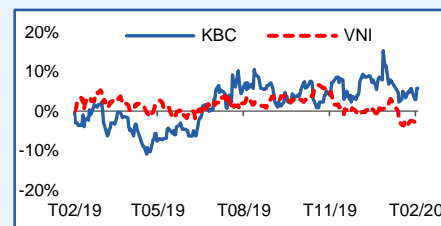


Ngành:	BĐS KCN		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	21/02/2020	Tăng trưởng DT	30,4%	2,8%	14,9%	5,8%
Giá hiện tại:	14.950VND	Tăng trưởng EPS	14,6%	8,0%	13,3%	8,8%
Giá mục tiêu:	17.500VND	Biên LN gộp	57,5%	55,9%	53,3%	53,0%
Giá mục tiêu trước đây:	17.000VND	Biên LN ròng	26,3%	27,6%	27,2%	28,0%
TL tăng:	+17,1%	EV/EBITDA	5,7x	5,9x	5,4x	5,7x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	Giá CP/Dòng tiền HD	10,7x	29,6x	20,2x	10,7x
Tổng mức sinh lời:	+17,1%	P/E	8,2x	7,6x	6,7x	8,2x
GT vốn hóa:	303,3tr USD					
Room KN:	72,5tr USD	P/E (trượt)	8,2x	15,8x	14,6x	
GTGD/ngày (30n):	1,8tr USD	P/B (hiện tại)	0,7x	1,7x	2,2x	
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	12,2%	4,9%	NA	
SL cổ phiếu lưu hành:	469,8 tr	ROE	9,2%	10,4%	15,1%	
Pha loãng:	469,8 tr	ROA	5,2%	3,2%	2,5%	



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 5.175ha đất công nghiệp và 1.059ha đất phát triển nhà ở, trong đó vẫn còn hơn 2.000ha có thể bán. 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 Hanwha.

Thái Nhựt Đăng
Chuyên viên

Hoàng Nam
Chuyên viên Cao cấp

Bán đất Khu đô thị củng cố triển vọng ngắn hạn

- Chúng tôi giữ khuyến nghị KHẢ QUAN cho Tổng CT Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) trong khi tăng nhẹ 3% giá mục tiêu theo phương pháp giá trị tài sản ròng, đạt 17.500 đồng, chủ yếu nhằm phản ánh giá bán đất trung bình giả định cao hơn của khu đô thị (KĐT) Tràng Duệ và bán đất khu công nghiệp (KCN) tăng tốc trong giai đoạn 2020-2022. Diễn biến này phần nào bị ảnh hưởng bởi điều chỉnh tổng diện tích của KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) còn 300 ha từ 432 ha.
- Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS trong giai đoạn 2020-2022 tổng cộng 15%, chủ yếu đến từ giá bán đất trung bình (ASP) cao hơn tại KĐT Tràng Duệ và bán đất tại KCN NSHL tăng tốc (nhờ nhu cầu đất KCN cao tại tỉnh Bắc Ninh từ các nhà sản xuất chuyển sang Việt Nam).
- Trong năm 2020, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 3,3 nghìn tỷ đồng (+2,8% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 923 tỷ đồng (+8,0% YoY), chủ yếu đến từ doanh số bán đất KCN đạt 100 ha và doanh số bán đất KĐT đạt 5,5 ha.
- Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ hưởng lợi từ dòng vốn FDI tiếp tục vào Việt Nam và gia tăng hoạt động sản xuất nhờ vào quỹ đất lớn tại các cụm công nghiệp chính tại miền Bắc.
- Rủi ro: trì hoãn triển khai dự án; vốn lưu động biến động liên quan đến các mảng kinh doanh ngoài cốt lõi của KBC.

Triển khai bán đất tại KĐT Tràng Duệ với ASP cao hơn dự kiến. Trong quý 4/2019, KBC đã ghi nhận bán khoảng 4 ha đất tại KĐT Tràng Duệ với ASP ~14,4 triệu đồng/m² – cao hơn so với giả định của chúng tôi là ~5,5 triệu đồng/m². Mức tăng này đến từ nhu cầu đất KĐT gia tăng tại Hải Phòng và vị trí liền kề của KĐT Tràng Duệ và KCN Tràng Duệ (nơi nhà máy của các công ty lớn như LG tọa lạc). Do đó, chúng tôi tăng 150% ASP giả định tại KĐT Tràng Duệ, đạt 14 triệu đồng/m². KĐT Tràng Duệ có tổng diện tích 42 ha với diện tích có thể bán còn lại ~16 ha tính đến cuối năm 2019. Ngoài ra, quá trình xây dựng cơ sở hạ tầng cơ bản cho dự án này đã gần như hoàn thành.

Dịch virus corona bùng phát tại Trung Quốc có tiềm năng tăng tốc quá trình chuyển dịch cơ sở sản xuất sang Việt Nam. Bùng phát dịch virus corona đã ảnh hưởng tiêu cực đến các nhà sản xuất lớn trên toàn thế giới do chuỗi giá trị sản xuất phụ thuộc vào Trung Quốc. Trong bối cảnh dịch bệnh, lượng nhân công Trung Quốc quay trở lại làm việc sau kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán kéo dài ở mức thấp (dẫn đến những hạn chế trong công suất sản xuất) và hoạt động thương mại hạn chế giữa Trung Quốc và các quốc gia khác. Do đó, chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất lớn sẽ cân nhắc việc đa dạng hóa nơi đặt các nhà máy bên ngoài Trung Quốc, diễn biến này sẽ tăng tốc quá trình chuyển đổi cơ cấu sang Việt Nam trong trung hạn. Chúng tôi từ đó tăng tổng cộng 8% doanh thu giả định từ KCN trong giai đoạn 2020-2022, chủ yếu nhờ tăng tốc bán đất tại KCN NSHL.

Các dự án lớn đang chờ phê duyệt chính thức, dẫn đến rủi ro cho triển vọng ngắn hạn.
Tính đến hiện tại, dự án KCN NSHL và KĐT Phúc Ninh vẫn đang chờ phê duyệt để chính thức mở bán. Chúng tôi hiện kỳ vọng KCN NSHL sẽ bắt đầu đóng góp cho doanh thu trong năm 2020 và chiếm 19% tổng doanh thu dự phóng năm 2020. Trong khi đó, chúng tôi giả định KĐT Phúc Ninh sẽ bắt đầu ghi nhận lại doanh số bán đất trong năm 2020 và đóng góp 10% cho tổng doanh thu trong năm 2020.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	3.250	3.339	3.838	4.061	Tiền và tương đương	653	877	1.341	1.551
Giá vốn hàng bán	-1.380	-1.471	-1.794	-1.908	Đầu tư TC ngắn hạn	3	3	3	3
Lợi nhuận gộp	1.869	1.868	2.044	2.153	Các khoản phải thu	5.516	7.192	7.571	8.204
Chi phí bán hàng	-141	-174	-200	-211	Hàng tồn kho	7.605	6.634	6.450	6.024
Chi phí quản lí DN	-172	-260	-299	-317	TS ngắn hạn khác	198	203	234	247
LN thuần HĐKD	1.557	1.434	1.545	1.625	Tổng TS ngắn hạn	13.976	14.909	15.599	16.029
Doanh thu tài chính	80	109	132	165	TS dài hạn (gộp)	485	684	916	1.158
Chi phí tài chính	-221	-174	-158	-141	- Khấu hao lũy kế	-232	-301	-381	-461
Trong đó, chi phí lãi vay	-199	-174	-158	-141	TS dài hạn (ròng)	252	383	536	697
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	865	865	865	865
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-27	-27	-31	-33	TS dài hạn khác	1.433	1.656	2.207	2.609
LNTT	1.389	1.342	1.488	1.617	Tổng TS dài hạn	2.551	2.905	3.608	4.172
Thuế TNDN	-309	-302	-335	-364	Tổng Tài sản	16.527	17.814	19.207	20.201
LNST trước CĐTS	1.080	1.040	1.153	1.253	Phải trả ngắn hạn	374	221	296	336
Lợi ích CĐ thiểu số	225	117	108	115	Nợ ngắn hạn	826	713	672	606
LN ròng sau CĐTS. báo cáo	855	923	1.046	1.138	Nợ ngắn hạn khác	1.760	2.187	2.389	2.092
LN ròng sau CĐTS. điều	855	923	1.046	1.138	Tổng nợ ngắn hạn	2.960	3.121	3.358	3.035
EBITDA	1.641	1.584	1.726	1.837	Nợ dài hạn	1.100	1.050	900	800
EPS báo cáo, VND	1.820	1.965	2.226	2.423	Nợ dài hạn khác	2.031	2.167	2.319	2.484
EPS điều chỉnh. VND	1.820	1.965	2.226	2.423	Tổng nợ	6.090	6.338	6.577	6.318
EPS điều chỉnh pha loãng.	1.820	1.965	2.226	2.423	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS báo cáo.VND	0	0	0	0	Vốn cổ phần	4.757	4.757	4.757	4.757
DPS/EPS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Thặng dư vốn CP	989	989	989	989
TỶ LỆ	2019	2020F	2021F	2022F	Cổ phiếu quỹ	-364	-364	-364	-364
Tăng trưởng					Lợi nhuận giữ lại	4.036	4.959	6.005	7.143
Tăng trưởng doanh thu	30,4%	2,8%	14,9%	5,8%	Vốn khác	2	2	2	2
Tăng trưởng LN HĐKD	34,0%	-7,9%	7,7%	5,2%	Lợi ích CĐTS	1.017	1.133	1.241	1.356
Tăng trưởng LNTT	32,6%	-3,4%	10,9%	8,6%	Vốn chủ sở hữu	10.437	11.476	12.630	13.883
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	14,6%	8,0%	13,3%	8,8%	Tổng cộng nguồn vốn	16.527	17.814	19.206	20.201
					SL cổ phiếu lưu hành	470	470	470	470
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F
Biên LN gộp %	57,5%	55,9%	53,3%	53,0%	Tiền đầu năm	224	653	877	1.341
Biên LN từ HĐ %	47,9%	42,9%	40,3%	40,0%	Lợi nhuận sau thuế	855	923	1.046	1.138
Biên EBITDA	50,5%	47,4%	45,0%	45,2%	Khấu hao	53	68	80	80
LN ròng trừ CĐTS điều	26,3%	27,6%	27,2%	28,0%	Thay đổi vốn lưu động	699	-411	-292	-652
ROE %	9,2%	9,3%	9,6%	9,5%	Điều chỉnh khác	-204	-74	-93	-119
ROA %	5,2%	6,1%	6,2%	6,4%	Tiền từ hoạt động KD	1.403	506	741	447
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-138	-173	-161	-174
Số ngày tồn kho	2.142	1.767	1.331	1.193	Đầu tư, ròng	119	54	75	103
Số ngày phải thu	683	486	355	435	Tiền từ HĐ đầu tư	-19	-119	-86	-71
Số ngày phải trả	74	55	60	64	Cổ tức đã trả	-480	0	0	0
TG luân chuyển tiền	2.750	2.197	1.626	1.563	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-328	-113	-40	-66
CS thanh toán hiện hành	4,7x	4,8x	4,6x	5,3x	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-233	-50	-150	-100
CS thanh toán nhanh	2,2x	2,7x	2,7x	3,3x	Tiền từ các hoạt động TC	86	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,2x	0,3x	0,4x	0,5x	Tiền từ hoạt động TC	-955	-163	-190	-166
Nợ/Tài sản	11,5%	10,3%	8,5%	7,1%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	428	224	464	210
Nợ/Vốn sử dụng	15,6%	13,3%	11,1%	9,2%	Tiền cuối năm	653	877	1.341	1.551
Nợ/Vốn CSH	12,2%	7,7%	1,8%	-1,0%					
Khả năng thanh toán lãi vay	8,0x	8,7x	10,4x	12,5x					

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 HOẢN	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

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- 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, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

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, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, 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.