

**Khu công nghiệp**

Báo cáo cập nhật

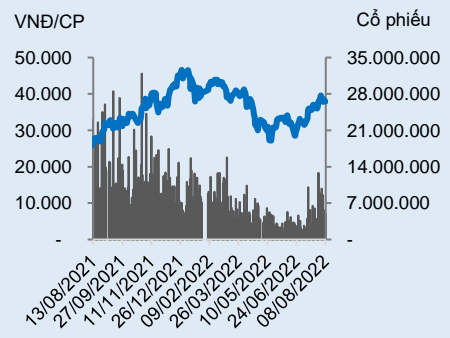
Tháng 08.2022

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ)	<b>40.425</b>
Giá thị trường (08/08/2022)	37.900
Lợi nhuận kỳ vọng	6,7%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	25.820-46.610
Vốn hóa	29.092 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	767.604.759
KLGD bình quân 10 ngày	6.904.000
% sở hữu nước ngoài	19,85%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,6

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



	YTD	1T	3T	6T
KBC	-17,8%	6,8%	31,1%	-13,7%
VNIndex	-17,6%	7,0%	2,3%	-16,7%

Chuyên viên phân tích

**Trần Phương Thảo**

(84 24) 3928.8080 ext 207

thaotp@bvsc.com.vn

# Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc - CTCP

Mã giao dịch: KBC

Reuters: KBC.HM

Bloomberg: KBC VN

## KQKD tăng trưởng nhưng định giá hợp lý trong ngắn hạn

### KQKD 1H.2022 thiếu vắng doanh thu mảng cho thuê đất.

Doanh thu thuần đạt 395,3 tỷ đồng (-47.3% yoy), LNST đạt 1.933,7 tỷ đồng (+238.5% yoy). Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh quý 2 đạt 66,0 tỷ đồng (-69,9% yoy). Tuy nhiên, LNST tăng đột biến là do khoản thu nhập khác 1.918,1 tỷ đồng do đánh giá lại tài sản. Lũy kế 6T, doanh thu thuần đạt 1.086,9 tỷ đồng (-60,3%yoy), LNST đạt 2.456,7 tỷ đồng (+210,1%yoy). Trong đó, lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 133,1 tỷ đồng (-87,9%yoy), thu nhập khác ghi nhận trong lý là 2.412,2 tỷ đồng, do các khoản đánh giá lại tài sản đầu tư.

### Quỹ đất KCN sẵn sàng khai thác giảm, quỹ đất KDT chiếm tỷ trọng lớn

Theo thống kê, quỹ đất KCN sẵn sàng khai thác của KBC khoảng 260-270ha. Với tốc độ cho thuê hiện tại, quỹ đất này đảm bảo đóng góp doanh thu ổn định trong 2022-2023. Sau năm 2023, quỹ đất KCN cho thuê sẽ phụ thuộc tốc độ đền bù các dự án mới như Trảng Duệ 3, CCN Long An, Nam Tân Lập... Theo đó, động lực tăng trưởng cho KBC trong 2-3 năm tới đến nhiều hơn từ quỹ đất KDT.

### Quỹ đất KCN Trảng Duệ 3 sẽ là động lực cho giai đoạn sau 2024

Hiện tại, KCN Trảng Duệ 3 vẫn trong giai đoạn đền bù giải phóng mặt bằng, trong tổng số 687ha quy hoạch, KBC đã đền bù 200ha, còn lại 487 ha cần phải đền bù. Diện tích thương phẩm ước tính trên diện tích đã đền bù khoảng 133ha. BVSC kỳ vọng, diện tích thương phẩm này sẽ được đưa vào kinh doanh năm 2022 và sẽ bán hết trong 2023. Với giá thuê 130 USD/m2, doanh thu quỹ đất đã đền bù của dự án Trảng Duệ 3 ước đạt 4.633,9 tỷ đồng. Doanh thu này sẽ ghi nhận trong giai đoạn 2022-2024. Biên lợi nhuận gộp ước tính theo giá thuê hiện tại là 56%.

### KDT Trảng Cát mang đến câu chuyện dài hạn hơn là ngắn hạn

Khu đô thị Trảng Cát có tổng diện tích 584,9 ha, đã đền bù 582ha. Từ 2021, KBC đã đề cập tới việc đang đàm phán với khách hàng để bán buôn 50ha đất thương phẩm; cũng như kế hoạch bán buôn 30-50ha đất thương phẩm mỗi năm. Tới hiện nay, KBC chưa tiết lộ thêm thông tin về kế hoạch bán buôn này. BVSC đặt kịch bản thận trọng với KQKD 2022, KBC chưa thể ghi nhận doanh thu từ dự án này mà sẽ chuyển sang ghi nhận 50ha trong 2023. Diện tích còn lại được dự phóng sẽ được KBC bán sỉ trong giai đoạn từ 2025 – 2030.

### Kết quả kinh doanh 2022 dự báo tăng 260,4%, thấp hơn kế hoạch do giá định ghi nhận doanh thu Trảng Cát sang năm 2023.

Căn cứ kết quả kinh doanh trong 1H các mảng kinh doanh chính là cho thuê hạ tầng KCN và KDT. BVSC cho rằng hoạt động kiểm soát vốn tín dụng có tác động đến tiến độ thanh toán khách hàng lớn. Do đó, khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu của KBC sẽ giảm so với dự tính đầu năm. BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận của KBC năm 2022 lần lượt đạt 3.856,6 tỷ đồng (-9,2% yoy) và 3.387,5 tỷ đồng (+260,4% yoy).

### Lợi nhuận năm 2023 tăng trưởng 43,7% so lợi nhuận năm 2022 ước tính

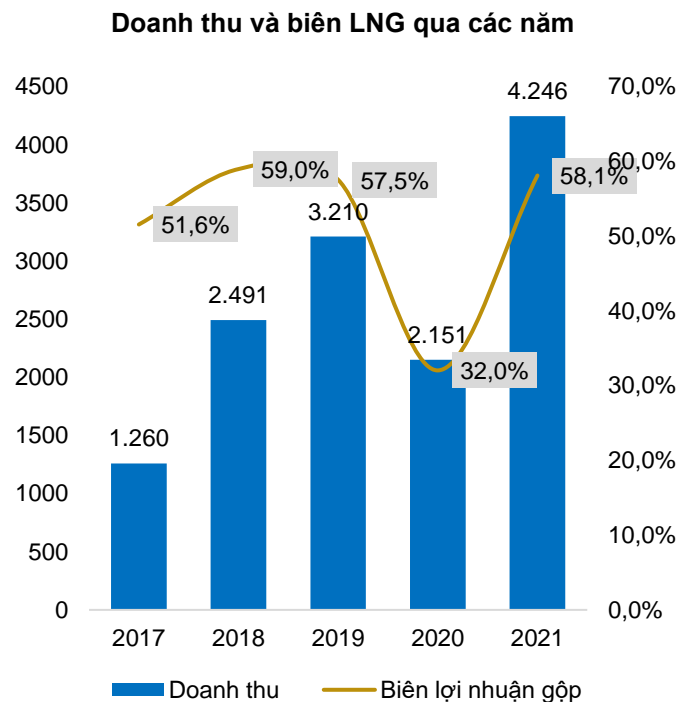
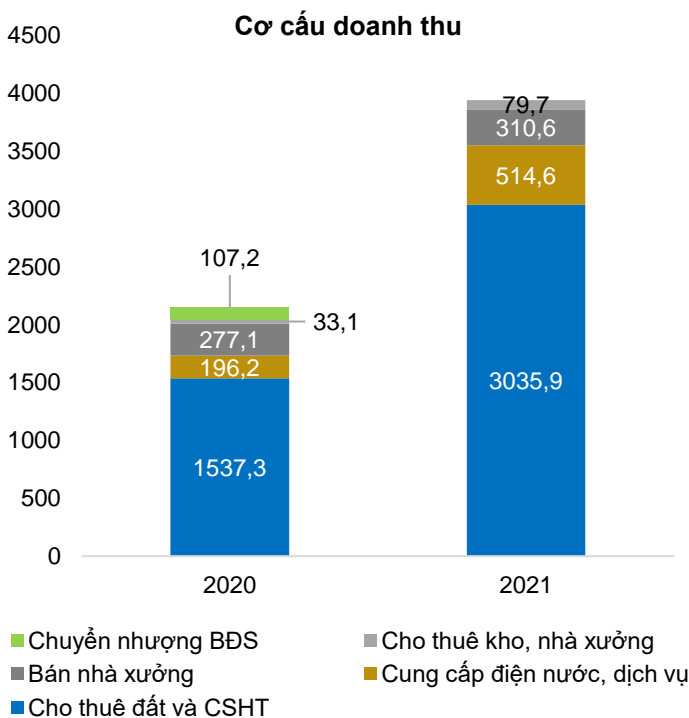
Với kỳ vọng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ KĐT Tràng Cát vào năm 2023, BVSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận của KBC năm 2023 lần lượt đạt 11.777,3 tỷ đồng (+205,4% so với số dự phóng 2022) và 4.867,5 tỷ đồng (+43,7% so với số dự phóng 2022). Lưu ý rằng, trong khoản lợi nhuận dự phóng 3.387,5 tỷ đồng của 2022, có 2.412,2 tỷ đồng đánh giá lại tài sản.

### Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng trung và dài hạn của KBC đến từ quỹ đất lớn còn lại từ các khu công nghiệp và các khu đô thị vẫn còn rất nhiều dư địa. Tuy nhiên, xét trong ngắn hạn từ nay đến hết năm 2022, BVSC đánh giá rằng câu chuyện về dự án đô thị lớn đã phản ánh tương đối mạnh mẽ thời gian qua. Trong khi đó, với các khoản vay tăng mạnh trong hai năm gần đây, áp lực về đáo hạn khoản vay và nhu cầu vốn đầu tư với KBC trong 2H.2022 là hiện hữu. Nếu tiến độ bán sỉ quỹ đất 30-50 dự án Tràng Cát dời sang 2023, điều này có thể giảm một phần kỳ vọng trong ngắn hạn đối với KBC. Do đó, từ kết quả định giá và các điểm chính trên, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với mức giá hợp lý cho năm 2022 là **40.425 đồng/cp**; tương đương +6,7% so với giá đóng cửa ngày 08/08/2022.

## Tổng quan kết quả kinh doanh năm 2021

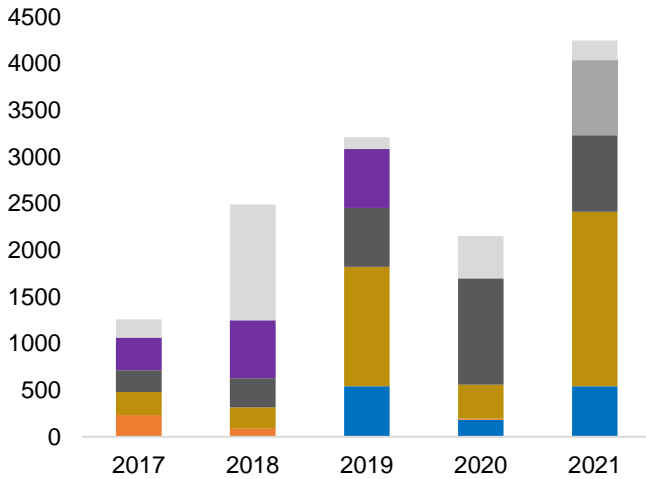
Năm 2021, Tổng doanh thu hợp nhất của Tập đoàn đạt 4.420,9 tỷ đồng, bằng 179,1 % so với năm 2020, bằng 66,98 % so với kế hoạch. Trong đó, doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi bao gồm: Cho thuê đất, cho thuê nhà xưởng, bán BĐS và các dịch vụ liên quan đạt 4.246,0 tỷ đồng, bằng 197,4% so với năm 2020, chiếm 96 % tổng doanh thu của Tập đoàn. Lợi nhuận hợp nhất sau thuế năm 2021 của Tập đoàn đạt 953,8 tỷ đồng (+198,2% yoy), bằng 47,7 % so với kế hoạch. Lợi ích thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 782,3 tỷ đồng (+249,2% yoy). Trong năm 2021, riêng hoạt động kinh doanh cho thuê đất KCN của Tổng công ty đạt 3.035,9 tỷ đồng (+97,5% yoy), chiếm 68,7% tổng doanh thu. Doanh thu bán nhà xưởng đạt 310,6 tỷ đồng, chiếm 7% tổng doanh thu gấp 9,4 lần so với năm 2020. Doanh thu dịch vụ cung cấp nước sạch, xử lý nước thải, cho thuê kho đạt 384,9 tỷ đồng, chiếm 8,7% tổng doanh thu, tương đương với năm 2020, đây là nguồn thu duy trì sự ổn định của Tập đoàn và nguồn thu này sẽ tăng rất tốt trong những năm tới khi các doanh nghiệp trong KCN không còn được miễn phí cơ sở hạ tầng.



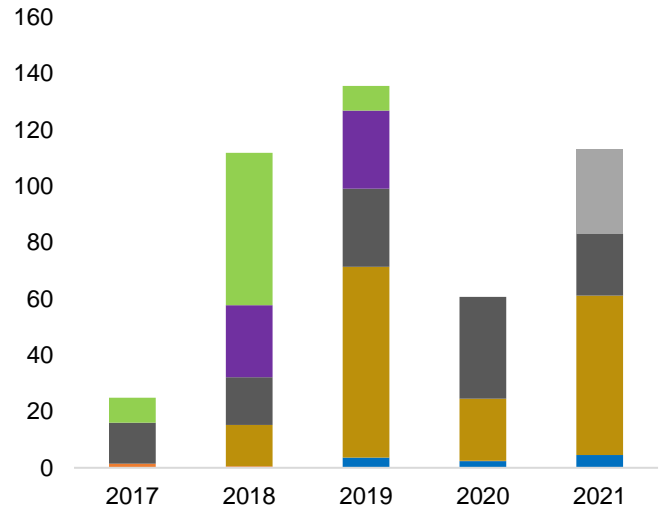
Nguồn: KBC, BVSC tổng hợp

Cơ cấu doanh thu từ các dự án qua các năm:

**Đóng góp DT của từng dự án (Đvt: tỷ đồng)**



**Diện tích ghi nhận theo ha**



■ KĐT Trảng Duệ  
■ KCN Quang Châu  
■ KCN Trảng Duệ 2  
■ Khác

■ KĐT Phúc Ninh  
■ KCN Tân Phú Trung  
■ Nam Sơn Hạp Lĩnh

■ KĐT Trảng Duệ  
■ KCN Quang Châu  
■ KCN Trảng Duệ 2  
■ Nam Sơn Hạp Lĩnh

■ KĐT Phúc Ninh  
■ KCN Tân Phú Trung  
■ Quế Võ

Nguồn: KBC, BVSC tổng hợp

**KQKD 1H.2022 thiếu vắng doanh thu mảng cho thuê đất.**

Doanh thu thuần quý 2.2022 đạt 395,3 tỷ đồng (-47.3% yoy). Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh quý 2 đạt 66,0 tỷ đồng (-69,9% yoy). LNST đạt 1.933,7 tỷ đồng (+238.5% yoy).

LNST quý 2.2022 tăng đột biến là do khoản thu nhập khác 1.918,1 tỷ đồng do ghi nhận khoản chênh lệch giữa phần sở hữu trong tài sản thuần của bên bị mua và giá phí hợp nhất kinh doanh từ giao dịch tăng tỷ lệ sở hữu lên 48% với CTCP Đầu tư Sài Gòn Đà Nẵng (SDN). Tương tự như nghiệp vụ kế toán này, trong quý 1.2022, KBC ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến 498,7 tỷ đồng từ đánh giá lại khoản đầu tư vào CTCP KCN Sài Gòn Nhơn Hội.

Tính tới 31/12/2021, KBC ghi nhận đầu tư 39 tỷ đồng vào CTCP Đầu tư Sài Gòn - Đà Nẵng, tương ứng 3,9 triệu cổ phiếu, như vậy giá vốn đang ghi trên BCTC là 10.000 đồng/cp. Trong quý 2.2022, KBC mua thêm 5,7 triệu cổ phiếu (tổng 57 tỷ đồng) nâng sở hữu từ 19,5% lên 48% vốn điều lệ. Theo chuẩn mực kế toán, khi doanh nghiệp mua thêm cổ phần mà chuyển từ đơn vị góp vốn sang công ty liên kết, sẽ được đánh giá lại tài sản đầu tư. Chênh lệch giữa giá trị trường (giá mua thêm 5,7 triệu cp) so với giá sổ sách (10.000 đồng/cp) sẽ được ghi nhận là doanh thu tài chính. SDN hiện tại đang là chủ đầu tư dự án KCN và Khu PTQ Sài Gòn - Chân Mây, KCN Hòa Khánh mở rộng và KCN Liên Chiểu. Hiện tại, SDN đang sở hữu 1.079ha đất KCN và 124ha đất KĐT, với diện tích thương phẩm ước tính lần lượt là 995.5ha và 124ha.

Chi tiết các dự án CTCP Sài Gòn – Đà Nẵng đang sở hữu như sau:

	Diện tích (ha)	Đã GPMB (ha)	Thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Đã cho thuê (ha)	Đất có nhà xưởng cho thuê (ha)	Thời hạn cho thuê	Giá cho thuê đất (USD/m <sup>2</sup> )	Chi phí thuê xưởng (USD/m <sup>2</sup> /tháng)
<b>Tổng cộng KCN</b>	<b>1079,7</b>	<b>995,5</b>	<b>966,3</b>		<b>242,8</b>	<b>121,6</b>			
KCN Sài Gòn Chân Mây	657,8	N/a	657,8	4,1%	27,1	35,8	2078	45,0	3
KCN Hòa Khánh mở rộng	132,6	132,6	107,4	93,4%	100,4	na	2054	115,0	na
KCN Liên Chiểu	289,4	205,2	201,2	57,3%	115,4	85,8	2046	79,5	3
<b>Tổng cộng KĐT</b>	<b>124,0</b>	<b>124,0</b>	<b>58,7</b>						
KĐT Xanh Bàu Tràm Lakeside	46,0	N/a	N/a						
KĐT Xanh Dragon City Park	78,0	N/a	N/a						

Nguồn: SDN, BVSC tổng hợp

Lũy kế 6T, doanh thu thuần đạt 1.086,9 tỷ đồng (-60,3%yoy). Doanh thu đến từ cho thuê đất và CSHT (592 tỷ đồng, -71% yoy), chuyển nhượng BĐS (317 tỷ đồng, 100% đến từ chuyển nhượng đất thương phẩm từ KĐT Trảng Duệ, +35% yoy) và cung cấp nước sạch (152 tỷ đồng, +10,1%yoy). LNST đạt 2.456,7 tỷ đồng (+210,1%yoy). Trong đó, lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 133,1 tỷ đồng (-87,9% yoy), thu nhập khác ghi nhận trong kỳ là 2.412,2 tỷ đồng, do các khoản đánh giá lại tài sản đầu tư. Trong kỳ, HTK tăng 248 tỷ đồng chủ yếu là do tăng từ KĐT Trảng Cát, KCN Quang Châu và KCN NSHL.

Tóm tắt KQKD 1H.2022 sv 1H.2021:

Đvt: tỷ đồng	1H.2022	1H.2021	yoy
<b>Doanh thu</b>	<b>1.086,9</b>	<b>2.751,8</b>	<b>-60,5%</b>
- Cho thuê đất và cơ sở hạ tầng	592,2	2.061,5	-71,3%
- Chuyển nhượng BĐS	317,2	235,3	34,8%
- Bán nhà xưởng	0,0	263,1	-100,0%
- Cung cấp nước sạch, điện, ...	152,5	138,5	10,1%
- Cho thuê kho, nhà xưởng, văn phòng	25,0	52,3	-52,2%
Giá vốn hàng bán	610,3	1.179,7	-48,3%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>476,6</b>	<b>1.572,1</b>	<b>-69,7%</b>
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	133,1	1.104,2	-87,9%
Lãi lỗ khác	2.412,2	-6,4	
Lợi nhuận trước thuế	2.545,3	1.097,8	131,9%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.456,7</b>	<b>792,4</b>	<b>210,0%</b>
Lợi nhuận sau thuế CĐCT mẹ	2.373,9	640,0	270,9%

## Quỹ đất KCN sẵn sàng khai thác giảm, quỹ đất KDT chiếm tỷ trọng lớn

Theo thống kê, quỹ đất KCN sẵn sàng khai thác của KBC khoảng 260-270ha. Với tốc độ cho thuê hiện tại, quỹ đất này đảm bảo đóng góp doanh thu ổn định trong 2022-2023. Sau năm 2023, quỹ đất KCN cho thuê sẽ phụ thuộc tốc độ đền bù các dự án mới như Trảng Duệ 3, CCN Long An, Nam Tân Lập... Theo đó, động lực tăng trưởng cho KBC trong 2-3 năm tới đến nhiều hơn từ quỹ đất KDT.

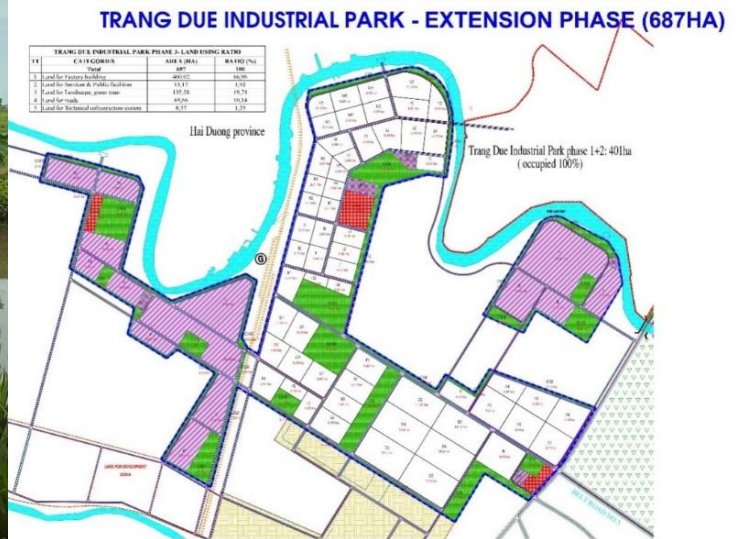
	Tên	Tổng diện tích (ha)	Thuộc về KBC	Tổng diện tích thương phẩm	Diện tích thương phẩm còn lại (đã đền bù)
KCN	Quang Châu	426,0	88,1%	0,0	0,0
	Quang Châu mở rộng	90,0	88,1%	78,4	45,6
	Nam Sơn Hạp Lĩnh	300,0	100,0%	204,1	95,2
	Tân Phú Trung	542,0	72,4%	314,0	78,4
	CCN Hưng Yên	375,0	68,7%	244,0	na
	Trảng Duệ 3	687,0	86,5%	456,0	133,0
KDT	Phúc Ninh	136,5	100,0%	45,0	34,3
	Trảng Duệ	42,1	86,5%	22,6	22,6
	Trảng Cát	584,9	100,0%	250,0	247,5
On-going	CCN Long An	220	82,0%	154	na
	Lê Minh Xuân 2	320	22,0%	224	na
	Nhơn Hội A	630	35,4%	227	na
	Đại Đồng Hoàn Sơn 2	96	21,5%	67,2	na
	Nam Tân Tập	245	86,5%	171,5	na

*Nguồn: KBC, BVSC tổng hợp*

## Quỹ đất KCN Trảng Duệ 3 sẽ là động lực cho giai đoạn sau 2023

Hiện tại, KCN Trảng Duệ 3 vẫn trong giai đoạn đền bù giải phóng mặt bằng, trong tổng số 687ha quy hoạch, KBC đã đền bù 200ha, còn lại 487 ha cần phải đền bù. Diện tích thương phẩm ước tính trên diện tích đã đền bù khoảng 133ha. BVSC kỳ vọng, diện tích thương phẩm này sẽ được đưa vào kinh doanh năm 2022 và sẽ bán hết trong 2023. Với giá thuê 130 USD/m<sup>2</sup>, doanh thu quỹ đất đã đền bù của dự án Trảng Duệ 3 ước đạt 4.633,9 tỷ đồng. Doanh thu này sẽ ghi nhận trong giai đoạn 2022-2024. Biên lợi nhuận gộp ước tính theo giá thuê hiện tại là 56%.

Vị trí và quy hoạch của KCN Trảng Duệ 3, BVSC khảo sát vào tháng 6.2022, vẫn đang trong giai đoạn GPMB.



Nguồn: KBC, BVSC

**KCN Quang Châu mở rộng và KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh đảm bảo khai thác cho 2022-2024**

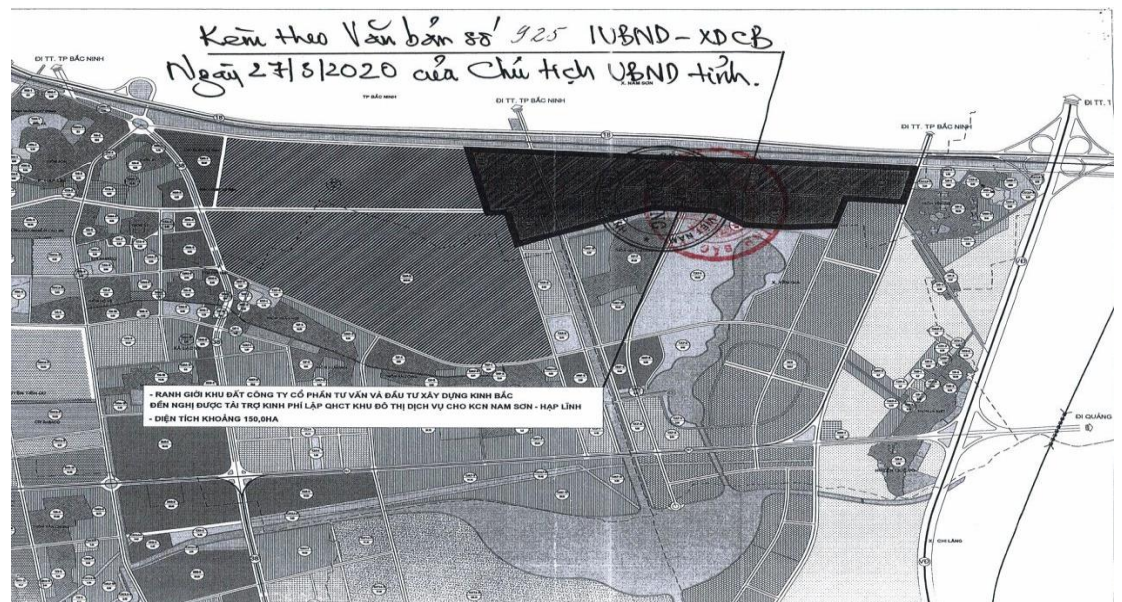
**KCN Quang Châu – Bắc Giang** hiện hữu với diện tích 426 ha đã thu hút được 47 dự án đầu tư với tỉ lệ lấp đầy 100%, trong đó có 40 dự án FDI và 7 dự án DDI. Với mục tiêu thu hút các nhà đầu tư lớn trong lĩnh vực sản xuất có hàm lượng công nghệ cao, tạo việc làm cho lao động địa phương cũng như tăng thu ngân sách, dự án mở rộng KCN Quang Châu được tỉnh Bắc Giang thúc đẩy thực hiện với diện tích phần mở rộng là khoảng 90ha. Ngày 16/7/2021, KCN Quang Châu mở rộng đã có quyết định của UBND tỉnh Bắc Giang về việc phê duyệt Quy hoạch 1/2000.

Đến nay, huyện Việt Yên đã phê duyệt phương án bồi thường, hỗ trợ giải phóng mặt bằng đối với 836 hộ gia đình, cá nhân với tổng diện tích hơn 52,37 ha, tương đương diện tích thương phẩm 46ha. Mục tiêu của KBC là hoàn thành thủ tục pháp lý và cơ sở hạ tầng đưa vào kinh doanh trong 2022. KBC cho biết, hiện tại đã có 50ha trong giai đoạn thương thảo cuối cùng với một công ty chuyên sản xuất sản phẩm của Apple để cho thuê. Với vị trí thuận lợi và tận dụng sự thuận lợi của KCN Quang Châu hiện hữu, BVSC cho rằng 46 ha diện tích thương phẩm của KCN Quang Châu mở rộng (đã được đền bù) sẽ được lấp đầy trong vòng 2 năm tới với mức giá cho thuê dự kiến là USD110/m<sup>2</sup>. Doanh thu dự kiến là 1.371,1 tỷ đồng, lợi nhuận gộp ước đạt 755,6 tỷ đồng, tương đương GPM là 55,1%.



Nguồn: BVSC

**KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh** với diện tích 300ha nằm trong quy hoạch các KCN đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Hiện tại, KCN NSHL đã thực hiện đền bù trên 191ha, còn phải đền bù 109 ha. Diện tích đất thương phẩm ước tính trên diện tích đã đền bù (chưa ghi nhận doanh thu) khoảng 95ha. Năm 2021 dự án đã bắt đầu ghi nhận doanh thu cho 30ha, tổng doanh thu đạt 802,4 tỷ đồng. Với vị trí thuận tiện về giao thông tại tỉnh Bắc Ninh - trung tâm công nghiệp chiến lược ở phía Bắc, đặc biệt là sản xuất công nghệ cao, công ty khá tự tin trong việc lấp đầy KCN này một cách nhanh chóng với nhiều sự quan tâm từ các nhà cung cấp của Apple. Với các điều kiện thuận lợi như trên, BVSC cho rằng, 95ha diện tích thương phẩm (đã đền bù) của KCN NSHL sẽ được lấp đầy trong vòng hai năm với giá thuê trung bình 140USD/m<sup>2</sup>. Doanh thu dự kiến là 3.857,8 tỷ đồng, lợi nhuận gộp ước đạt 2.507,8 tỷ đồng, tương đương GPM là 65%.





### **Quỹ đất KĐT Phúc Ninh tiềm năng nhưng tốc độ triển khai chưa đạt kỳ vọng**

Khu đô thị Phúc Ninh có tổng diện tích là 136,5ha, gồm 1.300 lô biệt thự song lập, đơn lập và shophouses, ở Thành Phố Bắc Ninh, Tỉnh Bắc Ninh. Tới 2021, KBC đã đền bù GPMB được khoảng 88,2 ha; đã được bàn giao đất trên thực địa 74,38 ha. KBC được giao đất của KĐT Phúc Ninh từ 2003 tới nay, ngoài 68ha đã được cắm mốc thực địa, diện tích còn lại chưa được thực hiện GPMB mặc dù đã được phê duyệt phương án bồi thường.

Tính đến thời điểm 31/12/2021, tổng diện tích đã đặt chỗ là 9,9 ha, tổng diện tích đã ghi nhận doanh thu là 2,57 ha. Tổng doanh đã ghi nhận doanh thu là 338,5 tỷ đồng. Năm 2021 dự án đã đầu tư là 37,8 tỷ đồng để hoàn thiện, xây dựng các căn biệt thự, đền bù, vốn hoá lãi. BVSC dự báo, năm 2022, KBC sẽ ghi nhận vào KQKD 7ha bán từ KĐT Phúc Ninh với giá bán trung bình 40tr/m<sup>2</sup>, tương đương giá trị hợp đồng là 1.200 tỷ đồng.

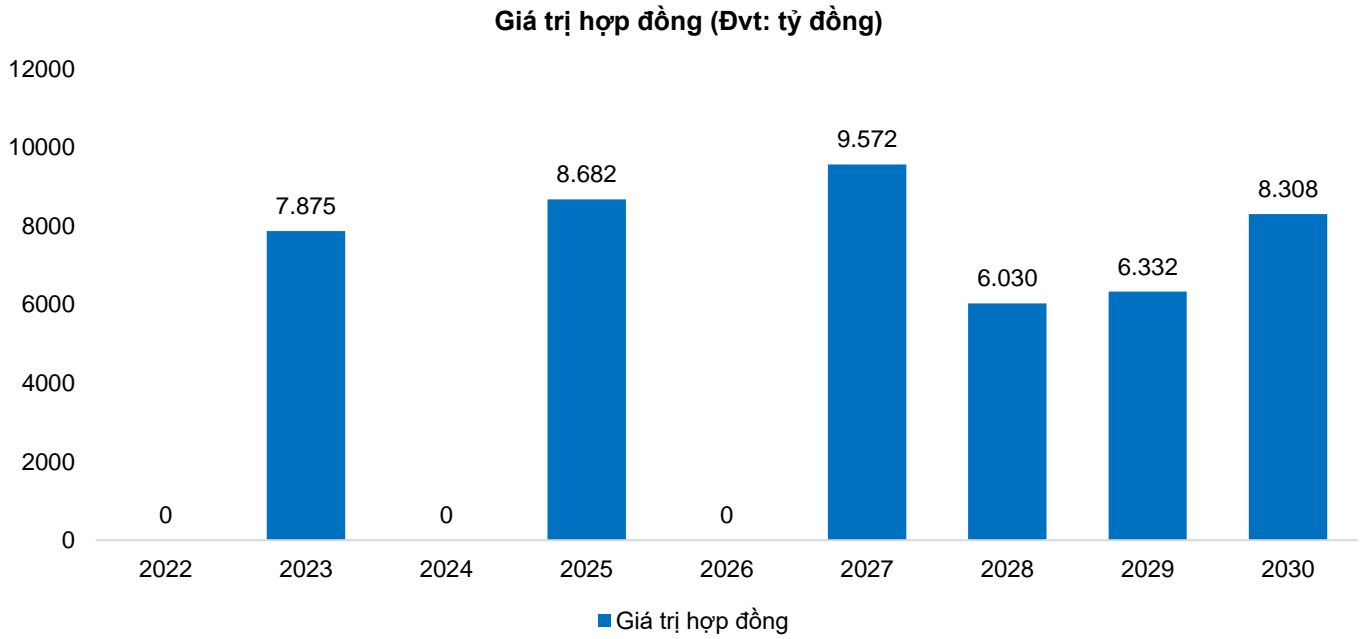
### **Triển vọng trung hạn dẫn dắt bởi KĐT Tràng Cát**

Khu đô thị Tràng Cát được phát triển bởi Công ty TNHH MTV Phát triển Đô thị Tràng Cát (TCC) – công ty con của KBC phát triển. KĐT có tổng diện tích 584,9 ha, đã đền bù 582ha. Tổng mức đầu tư bao gồm phát triển quỹ đất và hạ tầng dự kiến là hơn 11.328, 8 tỷ đồng. Tổng giá trị đã đầu tư 7.406,8 tỷ đồng, tăng 208,8 tỷ đồng so với năm 2020 chủ yếu là do vốn hoá lãi vay. Tới năm 2022, KBC đã hoàn tất nộp tiền thuê đất, tổng nộp ngân sách nhà nước đạt 3.500,4 tỷ đồng.

Về thực địa tại dự án, KBC đã đầu tư 70 tỷ đồng từ 2015 để thực hiện xây dựng hầm chui dẫn từ đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng đến dự án. Tuy nhiên, theo như khảo sát của BVSC vào tháng 6.2022, để tiếp cận dự án vẫn phải đi bằng đường tạm tương đối nhỏ hẹp. Đường nối hầm chui vẫn chưa được thực hiện. Hiện tại, KBC đang thực hiện san lấp cát với đường ống được bơm nổi từ biển. Ngoài việc san lấp cát thì vận chuyển các NVL cho giai đoạn tới có thể gặp khó khăn nếu đường nổi vẫn chưa được thực hiện.

Từ 2021, KBC đã đề cập tới việc đang đàm phán với khách hàng để bán buôn 50ha đất thương phẩm từ KĐT Tràng Cát; cũng như kế hoạch bán buôn 30-50ha đất thương phẩm từ KĐT này mỗi năm. Tới hiện nay, KBC chưa tiết lộ thêm thông tin về kế hoạch bán buôn này. Trong bối cảnh khó khăn chung của ngành BĐS, KBC sẽ khó tiếp cận người mua với giá tốt, tác động tới triển vọng của KĐT Tràng Cát trong ngắn hạn. BVSC đặt kịch bản thận trọng với KQKD 2022, KBC chưa thể ghi nhận doanh thu từ dự án này mà sẽ chuyển sang ghi nhận 50ha trong 2023. Diện tích còn lại được dự phóng sẽ được KBC bán sỉ trong giai đoạn từ 2025 – 2030.

Giá trị hợp đồng kinh doanh dự án Trảng Cát ước tính như sau:



*Nguồn: BVSC ước tính*

Hiện trạng KĐT Trảng Cát trong chuyến đi khảo sát của BVSC, đang trong giai đoạn san lấp cát, chưa có đường lớn nối vào KĐT.



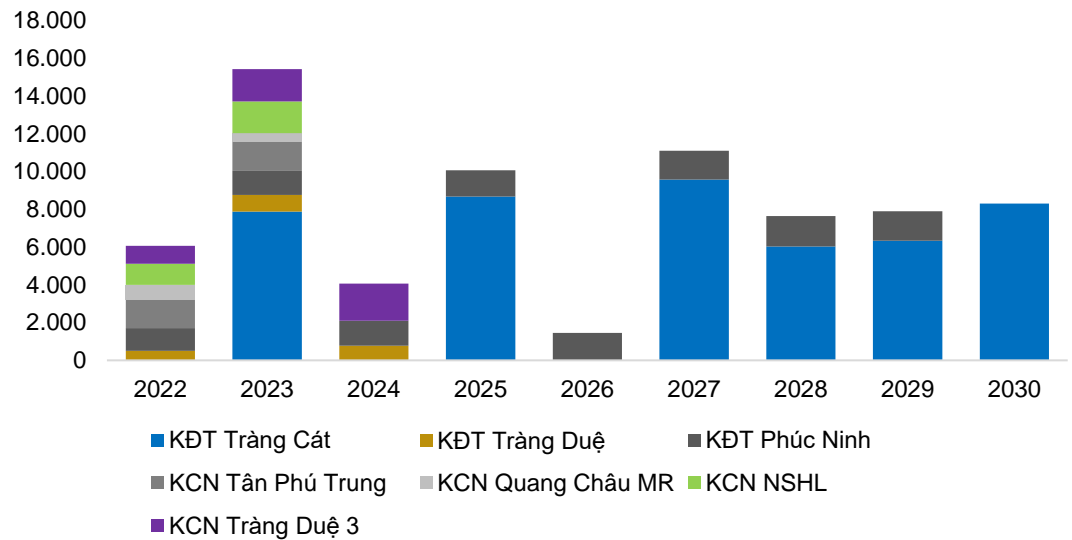
*Nguồn: BVSC*

## Kết quả kinh doanh 2022 dự báo tăng 260,4%

### Giá trị hợp đồng trong trung hạn đóng góp lớn từ dự án đô thị

Từ thực tế tiến độ các dự án, BVSC ước tính sơ bộ giá trị hợp đồng của KBC trong 2022 – 2030. Giá trị hợp đồng từ KCN tương đối ổn định. Kết quả đàm phán bán sỉ quỹ đất KĐT Tràng Cát sẽ đóng góp lớn đến giá trị bán hàng và dòng tiền doanh nghiệp trong năm.

**Giá trị hợp đồng trong tương lai đến từ các dự án (Đvt: tỷ đồng)**



Nguồn: BVSC ước tính

### Lợi nhuận năm 2022 chủ yếu đến từ đánh giá lại khoản đầu tư vào công ty liên kết

Trong năm 2022, KBC kỳ vọng đạt được doanh thu thuần và lợi nhuận thuần sau thuế lần lượt là 9.800 tỷ đồng (+121,7% yoy) và 4.500 tỷ đồng (+371,8% yoy). Đây là kế hoạch đầy tham vọng từ KBC, dựa trên cơ sở sẽ bàn giao 102ha đất KCN và 44ha đất KĐT. Căn cứ kết quả kinh doanh trong 1H các mảng kinh doanh chính là cho thuê hạ tầng KCN và KĐT. BVSC cho rằng hoạt động kiểm soát vốn tín dụng có tác động đến tiến độ thanh toán khách hàng lớn. Do đó, khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu của KBC sẽ giảm so với dự tính đầu năm.

Đvt: tỷ đồng	2019	2020	2021	2022F	BVSC ước tính
<b>Doanh thu</b>					
- Kế hoạch	3.900,0	3.200,0	6.600,3	9.800,0	
- Thực hiện	3.298,2	2.468,1	4.420,9	na	3.856,6
-% so với kế hoạch	84,6%	77,1%	67,0%		39,4%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>					
- Kế hoạch	1.036,0	816,0	1.999,6	4.500,0	
- Thực hiện	1.040,8	319,8	953,8	na	3.387,5
-% so với kế hoạch	100,5%	39,2%	47,7%		75,3%

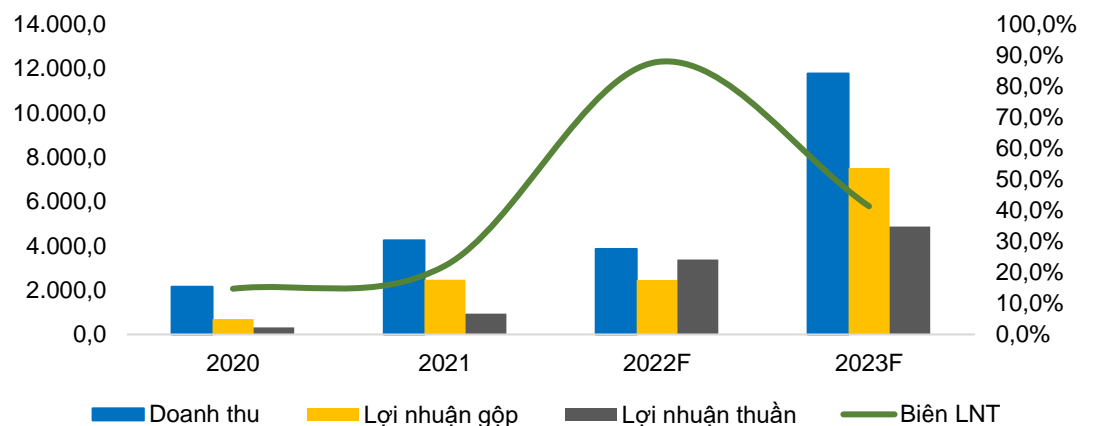
Nguồn: KBC, BVSC tổng hợp

BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận của KBC năm 2022 lần lượt đạt 3.856,6 tỷ đồng (-9,2% yoy) và 3.387,5 tỷ đồng (+260,4% yoy). Dự kiến KQKD năm 2022 đến chủ yếu do ghi nhận doanh thu bán KCN các dự án đang được triển khai, đã hoàn thành giải phóng mặt bằng và sẵn sàng bàn giao trong 2022. Ngoài ra, KBC sẽ tiếp tục ghi nhận KQKD từ các KĐT Phúc Ninh (4ha), Tràng Duệ (3ha). Biên LNG cải thiện so với các năm trước do giá bán các KCN tăng cao do nhu cầu của thị trường dẫn tới biên LNG cao hơn.

Đvt: Tỷ đồng	2021	2022F	yoy	Ghi chú
<b>Doanh thu</b>	<b>4.246,0</b>	<b>3.856,6</b>	<b>-9,2%</b>	Doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động cho thuê KCN và chuyển nhượng BĐS. BVSC dự báo KQKD từ KĐT Tràng Cát sẽ đóng góp doanh thu từ 2023.
Giá vốn hàng bán	1.779,0	1.396,2	-21,5%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.467,0</b>	<b>2.460,5</b>	<b>-0,3%</b>	
Lợi nhuận gộp biên	58,1%	63,8%	5,7%	Lợi nhuận gộp biên được cải thiện do dự kiến giá cho thuê tại các KCN hiện hữu, có quỹ đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê sẽ tăng trong 2022.
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1.848,5	2.019,1	9,2%	
Lãi lỗ khác	-126,6	2.412,2	-2005,4%	Chênh lệch đánh giá lại khoản đầu tư từ đơn vị góp vốn sang công ty liên kết vào CTCP Sài Gòn - Đà Nẵng và CTCP KCN Sài Gòn Nhơn Hội
LNTT	1.350,1	4.234,4	213,6%	
<b>LNST</b>	<b>940,0</b>	<b>3.387,5</b>	<b>260,4%</b>	

### Lợi nhuận năm 2023 tăng trưởng 43,7% so lợi nhuận năm 2022 ước tính

Với kỳ vọng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ KĐT Tràng Cát vào năm 2023, BVSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận của KBC năm 2023 lần lượt đạt 11.777,3 tỷ đồng (+205,4% so với số dự phóng 2022) và 4.867,5 tỷ đồng (+43,7% so với số dự phóng 2022). Lưu ý, trong khoản lợi nhuận dự phóng 3.387,5 tỷ đồng của 2022, có 2.412,2 tỷ đồng đánh giá lại tài sản.



Nguồn: KBC, BVSC ước tính

### **Cởi trói nhờ Nghị định 35**

Nghị định 35/2022/NĐ-CP ban hành ngày 28/05/2022 thay thế Nghị định 82/2018/NĐ-CP đã gỡ bỏ thủ tục thành lập khu công nghiệp nhằm giảm bớt thủ tục hành chính cho nhà phát triển khu công nghiệp, đồng thời phân quyền quản lý nhà nước nhiều hơn cho Bộ Kế hoạch và Đầu tư, UBND tỉnh trong triển khai hoạt động các khu công nghiệp. Điều này giúp giảm thủ tục cấp phép đầu tư tại các KCN, đặc biệt là các KCN có thể có giấy phép đầu tư ngay khi được chấp thuận đầu tư. Nghị định 35 cũng trao quyền cho địa phương nhiều hơn trong quá trình quản lý KCN, việc điều chỉnh địa điểm, quy mô diện tích quy hoạch KCN không quá 2% và không quá 6ha so với quy mô diện tích của KCN đã được xác định trong Danh mục các KCN trên địa bàn tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương sẽ do UBND tỉnh quyết định; nếu không quá 10% và không quá 30ha so với quy mô diện tích của KCN đã được xác định trong Danh mục các KCN trên địa bàn tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương sẽ do UBND tỉnh quyết định sau khi có ý kiến bằng văn bản của Bộ Xây dựng, Bộ TN-MT, Bộ KH-ĐT. Các quy định này là cơ sở giúp các KCN giải quyết được các vấn đề nổi lên trong thời gian qua là phát triển nhanh dẫn đến quá tải về hạ tầng xã hội, ảnh hưởng đến môi trường sống của người dân.

Mặc dù các thủ tục pháp lý liên quan tới việc cấp phép đầu tư được đơn giản hóa, nhưng nguồn cung KCN vẫn còn hạn chế do tiến độ GPMB chậm, đàm phán với cư dân khó khăn. Trong bối cảnh nhu cầu thuê đất KCN tiếp tục tăng trưởng tích cực, các doanh nghiệp lớn có sẵn quỹ đất như IDC, KBC, VGC, SZC, BCM có lợi thế lớn. Do nguồn cung hạn chế và cầu vẫn tiếp tục tăng trưởng, nên các doanh nghiệp có sẵn quỹ đất lớn sẽ được lợi về giá.

## Định giá

BVSC sử dụng phương pháp định giá NAV, so sánh PB và PE để xác định giá trị hợp lý của KBC. Kết quả, giá trị hợp lý xác định của KBC là 40.425 đồng/cp, chênh lệch +6,7% so với mức giá đóng cửa ngày 08/08/2022.

### Phương pháp NAV:

- BVSC ước tính giá trị còn lại quỹ đất thương phẩm đã đền bù các dự án KCN, KDT. Các dự án mới được chấp thuận đầu tư chưa được xem xét đến.
- KDT Trảng Cát giá định bán sỉ đến 2030 sẽ hoàn thành.
- BVSC chiết khấu 23,6% với các khoản phải thu để phản ánh rủi ro liên quan các khoản cho vay với doanh nghiệp nội bộ, các cá nhân.

Giá trị đánh giá lại hàng tồn kho như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	31/12/2021	Đánh giá lại
<b>Total</b>	<b>11.500</b>	<b>25.059</b>
KDT Trảng Cát	7.407	16.505
KCN Tân Phú Trung	1.207	1.354
Khu đô thị Phúc Ninh	1.103	4.047
Nhà công nhân Trảng Duệ	601	601
Nam Sơn Hạp Lĩnh	813	1.556
Quang Châu	306	512
Trảng Duệ 2	4	4
Trảng Duệ 1	3	3
Trảng Duệ 3	3	359
Tân Tập	53	53

Theo phương pháp NAV giá hợp lý của KBC được xác định là 35.852 đồng/cp.

<b>Tổng tài sản</b>	<b>30.603.980</b>	<b>41,953,147</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>25.684.223</b>	<b>37,033,390</b>
- Tiền và các khoản tương đương tiền	2.562.478	2,562,478
- Phải thu ngắn hạn	9.345.616	7,150,979
- Hàng tồn kho	11.515.238	25,059,042
- Tài sản khác	2.260.891	2,260,891
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>4.919.757</b>	<b>4,919,757</b>
Nợ phải trả	14.432.621	14,432,621
<b>Vốn chủ sở hữu</b>		<b>27,520,526</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành	575.711.167	767,604,759
<b>Giá cổ phiếu</b>		<b>35,852</b>

Ngoài ra, BVSC sử dụng phương pháp so sánh PE và PB để xác định giá trị hợp lý của KBC. Mức PE và PB trung bình của các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn lần lượt là 10x và 1.8x.

Method	Price	Weight	Weighted average
NAV	35.852	50%	17.926
PE	44.131	25%	11.033
PB	45.865	25%	11.466
<b>Target price</b>			<b>40.425</b>

### Khuyến nghị

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng trung và dài hạn của KBC đến từ quỹ đất lớn còn lại từ các khu công nghiệp và các khu đô thị vẫn còn rất nhiều dư địa. Tuy nhiên, xét trong ngắn hạn từ nay đến hết năm 2022, BVSC đánh giá rằng câu chuyện về dự án đô thị lớn đã phản ánh tương đối mạnh mẽ thời gian qua. Trong khi đó, với các khoản vay tăng mạnh trong hai năm gần đây, áp lực về đáo hạn khoản vay và nhu cầu vốn đầu tư với KBC trong 2H.2022 là hiện hữu. Nếu tiến độ bán sỉ quỹ đất 30-50 dự án Trảng Cát dời sang 2023, điều này có thể giảm một phần kỳ vọng trong ngắn hạn đối với KBC. Do đó, từ kết quả định giá và các điểm chính trên, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với mức giá hợp lý cho năm 2022 là **40.425** đồng/cp; tương đương +6,7% so với giá đóng cửa ngày 08/08/2022.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VNĐ)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>
Doanh thu thuần	3.210	2.151	4.246	3.857
Giá vốn	1.363	1.462	1.779	1.396
Lợi nhuận gộp	1.847	689	2.467	2.460
Doanh thu tài chính	80	314	169	259
Chi phí tài chính	223	230	541	456
Lợi nhuận sau thuế	1.040	317	940	3.005

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VNĐ)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	652	1.050	2.562	2.562
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.493	6.638	9.346	9.267
Hàng tồn kho	7.548	11.534	11.515	11.515
Tài sản cố định hữu hình	254	256	248	270
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	861	661	1.900	1.900
<b>Tổng tài sản</b>	<b>16.433</b>	<b>23.786</b>	<b>30.604</b>	<b>31.474</b>
Nợ ngắn hạn	4.067	6.962	6.511	6.471
Nợ dài hạn	1.984	6.171	7.922	7.968
Vốn chủ sở hữu	10.381	10.653	16.171	17.035
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>16.433</b>	<b>23.786</b>	<b>30.604</b>	<b>31.474</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	29%	-33%	97%	-9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	31%	-70%	196%	220%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	58%	32%	58%	64%
Lợi nhuận thuần biên (%)	32%	15%	22%	78%
ROA (%)	6%	1%	3%	10%
ROE (%)	10%	3%	6%	18%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	11%	23%	21%	22%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	19%	54%	44%	41%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.187	667	1.976	4.817
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	21.869	6.667	16.328	48.168



## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Phương Thảo**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối  
dungpt@bvsc.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối  
luonglv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối  
ngocnch@bvsc.com.vn

#### Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính  
khanhdl@bvsc.com.vn

#### Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng  
hoalt@bvsc.com.vn

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật  
bachtx@bvsc.com.vn

#### Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS  
thaotp@bvsc.com.vn

#### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT  
phuts@bvsc.com.vn

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô  
huyenhtm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng  
anhnhm@bvsc.com.vn

#### Trần Đăng Mạnh

Công nghiệp, Vật liệu cơ bản, Ngân hàng  
manhtd@bvsc.com.vn

#### Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường  
phuonglh@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón, Dầu khí  
hoangnd@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển  
tramnhb@bvsc.com.vn

#### Hoàng Bảo Ngọc

Chiến lược thị trường  
ngochb@bvsc.com.vn

#### Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD  
duongtt@bvsc.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888