

**KBC – KHẢ QUAN**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 15/09/2020)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	13.500
KLGD TB 10 ngày	2.543.044
Vốn hoá (tỷ đồng)	6.342
Số lượng CPLH	469.760.189
% sở hữu nước ngoài	20,25%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Nguyễn Thiện Toàn  
[nttoan@vcbs.com.vn](mailto:nttoan@vcbs.com.vn)  
+84-24 3936 6990 ext 7191

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

VCBS Bloomberg Page:  
<VCBS><go>

**KBC: Hoạt động kinh doanh hồi phục từ 2021**

**KQKD 1H.2020:** Sau giai đoạn 2018-2019 tăng trưởng mạnh mẽ nhờ làn sóng chuyển dịch vốn FDI đến Việt nam, đại dịch Covid-19 đã tác động mạnh mẽ lên KQKD 1H.2020. Tổng doanh thu hợp nhất của KBC nửa đầu 2020 giảm mạnh đạt 727 tỷ đồng (-53,7% yoy), chủ yếu đến từ việc cho thuê khoảng 15 ha đất tại KCN Tân Phú Trung. Biên lợi nhuận gộp của KBC giảm xuống mức 49,1% khi Tổng Công ty cho thuê đất tại các KCN có giá vốn cao hơn bao gồm KCN Quang Châu và KCN Tân Phú Trung. LNST 1H.2020 cũng sụt giảm mạnh mẽ -79,5% so với cùng kỳ xuống mức 105 tỷ đồng.

**Triển vọng:** (1) Triển vọng ngành BĐS công nghiệp là tích cực trong dài hạn; (2) KBC sở hữu quỹ đất KCN lớn, tiềm năng, đi cùng với gần 20 năm kinh nghiệm quản lý và phát triển KCN; (3) Trong mảng phát triển khu đô thị, Phúc Ninh và Tràng Duệ là 2 dự án kinh doanh trọng tâm của KBC thời gian tới.

**Rủi ro:** Những rủi ro chính bao gồm: (1) Rủi ro liên quan đến các yếu tố vĩ mô; (2) Rủi ro về thay đổi chính sách & tình hình hoàn thiện pháp lý tại các dự án; (3) Rủi ro đến từ giao dịch với các tổ chức liên quan.

**Đánh giá:** Xét đến những tác động tiêu cực của đại dịch Covid-19, chúng tôi dự báo KQKD năm 2020 của KBC sẽ sụt giảm mạnh với tổng doanh thu thuần đạt 2.204 tỷ đồng (-31,3% yoy), trong đó doanh thu hoạt động cho thuê đất KCN ước đạt 1.597 tỷ đồng (-30,2% yoy). LNST thuộc công ty mẹ ước đạt 494 tỷ đồng (-46,3% yoy), tương đương EPS forward 2020 đạt 1.051 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, khả năng hoạt động kinh doanh sẽ dần hồi phục kể từ 2021, đặc biệt khi KĐT Phúc Ninh bắt đầu triển khai bàn giao và KCN Tràng Duệ 3 đi vào hoạt động. Sử dụng phương pháp định giá P/E và RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu KBC với **giá mục tiêu 15.128 đồng/cổ phiếu**.

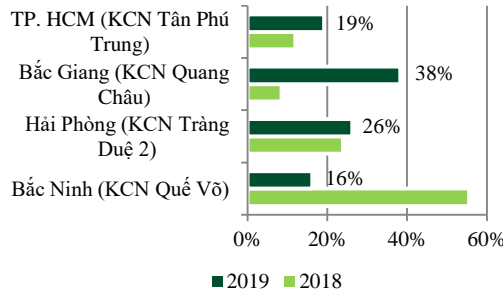
Chỉ tiêu tài chính	2018	2019	2020F	2021F
<b>DTT (tỷ đồng)</b>	<b>2.491</b>	<b>3.210</b>	<b>2.204</b>	<b>3.360</b>
+/- yoy (%)	98%	29%	-31%	52%
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	<b>809</b>	<b>1.041</b>	<b>559</b>	<b>1.028</b>
+/- yoy (%)	38%	29%	-46%	84%
<b>VCSH (tỷ đồng)</b>	<b>9.837</b>	<b>10.381</b>	<b>10.875</b>	<b>11.782</b>
+/- yoy (%)	9%	6%	5%	8%
Nợ vay/TTS (%)	14,7%	11,7%	15,9%	11,9%
TS LN gộp (%)	59,0%	57,5%	48,6%	53,8%
TS LN ròng (%)	30,0%	28,6%	22,4%	27,0%
<b>ROA (%)</b>	<b>4,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>5,6%</b>
<b>ROE (%)</b>	<b>8,2%</b>	<b>10,0%</b>	<b>5,1%</b>	<b>8,7%</b>
<b>EPS (đồng)</b>	<b>1.588</b>	<b>1.955</b>	<b>1.051</b>	<b>1.932</b>

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

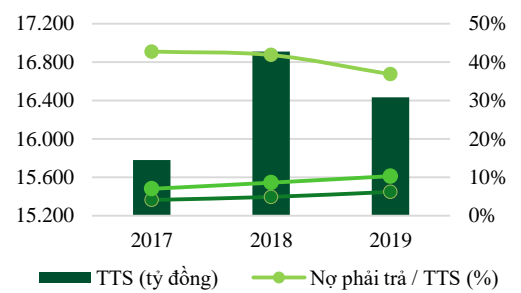
**KQKD 2019: tăng trưởng mạnh mẽ nhờ làn sóng chuyển dịch vốn FDI đến Việt nam**

Năm 2019, KBC ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ với tổng doanh thu hợp nhất đạt 3.210 tỷ đồng (+28,8% yoy), LNST đạt 1.041 tỷ đồng (+28,7% yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt mức 918 tỷ đồng (+23,1% yoy). Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi – Hoạt động cho thuê đất và chuyển nhượng BĐS tăng trưởng 34,0% (chiếm 89% trên tổng doanh thu), trong đó chủ yếu đến từ việc cho thuê 67,8 ha đất tại KCN Quang Châu (Việt Yên, Bắc Giang) và 27,7 ha đất tại KCN Tân Phú Trung (Củ Chi, HCM). Nguồn doanh thu còn lại đến từ hoạt động bán nhà xưởng và cho thuê kho, nhà xưởng, văn phòng. Nhờ sở hữu vị trí chiến lược gần các trục quốc lộ quan trọng, gắn kết với hệ thống cảng biển, sân bay, các KCN của KBC đã hưởng lợi tích cực từ làn sóng chuyển dịch vốn FDI đến Việt Nam kể từ 2018. Theo đó, tỷ suất ROA và ROE đã liên tục được cải thiện lên mức lần lượt là 6,2% và 10,3% cuối năm 2019 khi các KCN gia tăng tỷ lệ lấp đầy cũng như giá cho thuê.

**Cơ cấu doanh thu theo địa bàn giai đoạn 2018 - 2019 (Tỷ đồng)**



**Hiệu quả hoạt động giai đoạn 2017 - 2019 (%)**

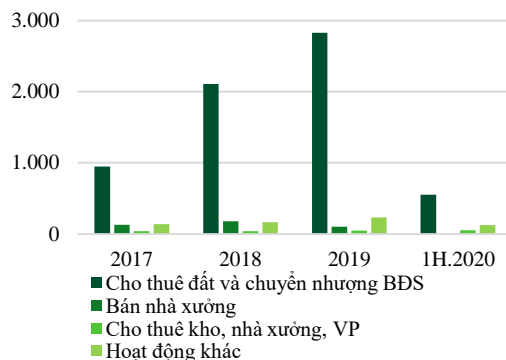


(Nguồn: KBC, VCBS tổng hợp)

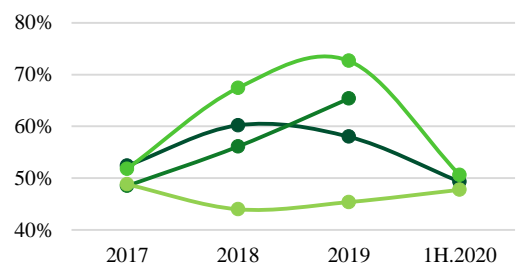
**KQKD 1H.2020: Tác động tiêu cực từ đại dịch Covid-19**

Tác động của đại dịch đã phản ánh tiêu cực lên tình hình thu hút vốn đầu tư nước ngoài, qua đó ảnh hưởng lên kết quả hoạt động cho thuê đất công nghiệp của KBC. Tổng doanh thu hợp nhất của KBC nửa đầu 2020 giảm mạnh đạt 727 tỷ đồng (-53,7% yoy), chủ yếu đến từ việc cho thuê khoảng 15 ha đất tại KCN Tân Phú Trung. Ngoài ra, KBC vẫn có doanh thu đều đặn từ các sản phẩm dịch vụ phụ trợ trong KCN như cung cấp điện, nước, xử lý nước thải, quản lý cơ sở hạ tầng... Biên lợi nhuận gộp của KBC giảm xuống mức 49,1% khi Tổng Công ty đẩy mạnh hoạt động cho thuê đất tại các KCN có giá vốn cao hơn bao gồm KCN Quang Châu và KCN Tân Phú Trung. LNST 1H.2020 cũng sụt giảm mạnh mẽ -79,5% so với cùng kỳ xuống mức 105 tỷ đồng.

**Cơ cấu doanh thu 2017 – 1H.2020 (Tỷ đồng)**



**Biên lợi nhuận gộp 2017 – 1H.2020 (%)**



(Nguồn: KBC, VCBS tổng hợp)

## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

**Ba khoản mục Đầu tư tài chính, Phải thu ngắn hạn và Hàng tồn kho chiếm đến 82% trong cơ cấu tài sản**

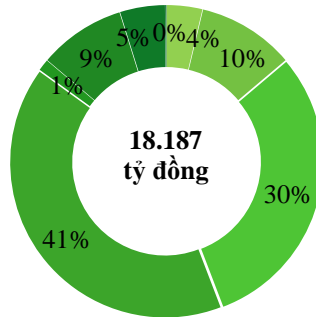
Tại ngày 30/06/2020, quy mô tài sản của công ty đạt 18.187 tỷ đồng (+10,7% so với đầu năm), trong đó tài sản ngắn hạn chiếm 86,1% tổng tài sản. Quy mô tài sản của KBC tăng mạnh sau khi Tổng Công ty ghi nhận khoản đầu tư ngắn hạn vào Công ty TNHH MTV Phát triển Khách sạn Hoa Sen trong tháng 01/2020 với giá trị 1.855 tỷ đồng. Liên quan đến giao dịch này, trong kỳ KBC cũng phát sinh khoản phải trả 1.805 tỷ đồng cho Công ty TNHH Thương mại Dịch vụ Khách sạn Tân Hoàng Minh.

Phải thu ngắn hạn khách hàng giảm -13,0% xuống mức 1.178 tỷ đồng, chủ yếu liên quan đến khách hàng tại các KCN Trảng Duyệt 2, KCN Quang Châu và KCN Tân Phú Trung. Trả trước cho người bán ngắn hạn duy trì mức 2.586 tỷ đồng (+5,9%) phục vụ cho công tác phát triển KCN Trảng Duyệt 3, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và KCN Quang Châu. 1.440 tỷ đồng phải thu ngắn hạn khác của KBC chủ yếu phục vụ công tác tìm kiếm, đầu tư các dự án KCN và BĐS mới tại TP.HCM, Hà Nội... Giá trị hàng tồn kho đạt 7.641 tỷ đồng, trong đó giá trị dự án Trảng Cát tiếp tục duy trì ở mức 3.510 tỷ đồng. Tài sản dài hạn không thay đổi nhiều so với đầu năm, giữ mức 2.533 tỷ đồng (+0,5%).

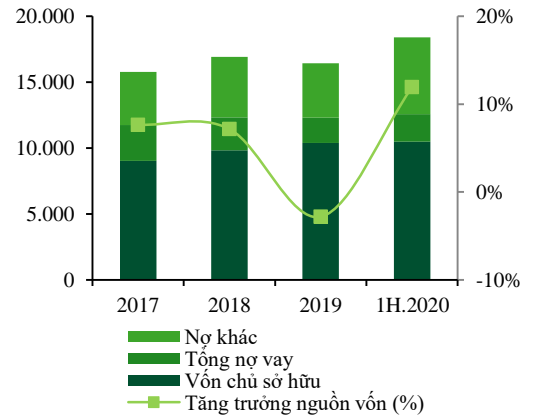
**Các khoản nợ vay của KBC chủ yếu dưới dạng phát hành trái phiếu có TSĐB là cổ phiếu các công ty con**

Về nguồn vốn, KBC chủ yếu vay nợ thông qua hình thức phát hành trái phiếu với tài sản đảm bảo là cổ phiếu các công ty con, lãi suất 10-11%. Đến hết 30/06/2020, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp chưa đáo hạn tăng nhẹ lên mức 1.444 tỷ đồng, trong đó trái phiếu phải thanh toán trong năm tới là 900 tỷ đồng. 1.568 tỷ đồng chi phí phải trả ngắn hạn chủ yếu bao gồm chi phí phát triển CSHT trích trước đối với phần doanh thu đã ghi nhận tại các KCN và chi phí lãi vay phải trả liên quan đến KCN và đô thị Trảng Cát (850 tỷ đồng). Tỷ lệ Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản tăng nhẹ trong những năm qua, lên mức 57,7%.

**Cơ cấu tài sản tại ngày 30/06/2020 (%)**



**Cơ cấu nguồn vốn 2017 – 1H.2020 (tỷ đồng)**



(Nguồn: KBC, VCBS tổng hợp)

**Gia tăng các khoản phải thu được KBC bù đắp bởi tiền huy động từ phát hành trái phiếu**

Trong 1H.2020, KBC gia tăng các khoản phải thu, giảm các khoản phải trả khiến lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh ở mức -552 tỷ đồng. Hoạt động đầu tư đem về dòng tiền +107 tỷ đồng và hoạt động tài chính đem về +210 tỷ đồng sau khi KBC vay ròng 234 tỷ đồng. Tiền và tương đương tiền của KBC giảm mạnh đạt 417 tỷ đồng, chủ yếu ở dạng tiền mặt.

**Các chỉ số về khả năng thanh toán giữ mức an toàn**

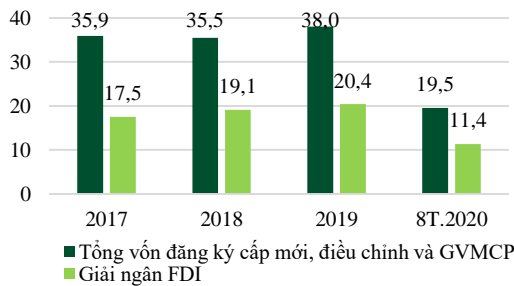
Do tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn, hệ số thanh toán hiện hành, thanh toán nhanh và thanh toán tiền mặt của KBC đều ở mức cao, lần lượt đạt 2,6, 1,3 và 0,1 lần. Tuy nhiên, khả năng thanh toán lãi vay đã sụt giảm mạnh xuống 3 lần do kết quả kinh doanh thấp trong 1H.2020.

## TRIỂN VỌNG VÀ ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

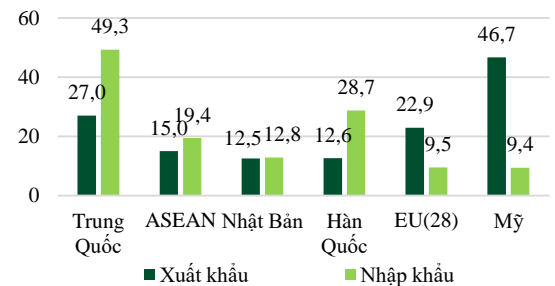
### Triển vọng ngành tích cực trong dài hạn

Xu hướng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, hướng đến Đông Nam Á của các nhà sản xuất lớn trở nên rõ ràng và sẽ được thúc đẩy nhanh hơn sau Covid-19. Trong bối cảnh đó, Việt Nam là một trong những quốc gia kiểm soát tình hình dịch bệnh tốt nhất trong khu vực và đã thu hút nhiều doanh nghiệp lớn lên kế hoạch dịch chuyển đến như Microsoft, Google, LG, Foxconn, Luxshare ICT... Tác động của đại dịch đã phản ánh tiêu cực lên tình hình giải ngân vốn FDI 8 tháng đầu 2020 khi giảm -5,1% yoy đạt 11,4 tỷ USD. Tuy nhiên, vốn nước ngoài đăng ký mới trong năm đã đạt 9,7 tỷ USD (+6,6% yoy), đánh dấu triển vọng vẫn còn nhiều tích cực. Lũy kế đến ngày 20/08/2020, cả nước có 32.539 dự án còn hiệu lực với tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký là 381,2 tỷ USD, trong đó giá trị thực hiện các dự án FDI ước đạt 223,1 tỷ USD. Bên cạnh đó, Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) bắt đầu có hiệu lực kể từ tháng 08.2020, nâng con số tổng FTA của Việt Nam lên 13. Đây sẽ là động lực tăng trưởng cho hoạt động sản xuất, xuất khẩu đối với hàng hóa tại Việt Nam trong giai đoạn tiếp theo.

**Tình hình thu hút vốn đầu tư nước ngoài (tỷ USD)**



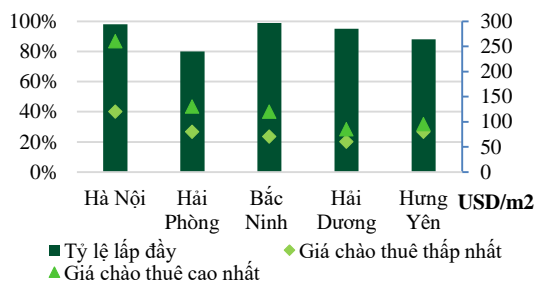
**Xuất nhập khẩu Việt Nam và quốc tế trong 8T.2020 (tỷ USD)**



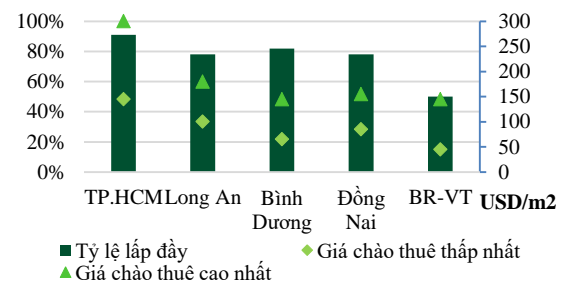
(Nguồn: Bộ Kế hoạch đầu tư, Tổng cục thống kê Việt Nam, VCBS tổng hợp)

Tính đến cuối tháng 06/2020, Việt Nam có 336 khu công nghiệp với tổng diện tích đất công nghiệp đạt gần 66 nghìn ha. Trong đó, 261 khu công nghiệp đã đi vào hoạt động với tỷ lệ lấp đầy 76%. Sự hạn chế nguồn cung đất công nghiệp tại các thị trường truyền thống (các tỉnh, thành phố cấp 1), đã khiến tỷ lệ lấp đầy và giá thuê ở các khu vực xa trung tâm tăng cao. Theo CBRE, vùng công nghiệp miền Bắc hiện có 8.942 ha đất công nghiệp với tỷ lệ lấp đầy cao – 91,4% và giá chào thuê trong khoảng 65 – 260 USD/m<sup>2</sup>. Vùng công nghiệp miền Nam bao gồm các tỉnh lớn như TP.HCM, Long An, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu có diện tích đất công nghiệp cao hơn (20.251 ha), mật bằng giá chào thuê cao hơn (80 - 300 USD/m<sup>2</sup>), và có nhiều tiềm năng gia tăng tỷ lệ lấp đầy khi hiện tại chỉ ở mức 82,9%.

**Vùng công nghiệp miền Bắc**



**Vùng công nghiệp miền Nam**



(Nguồn: CBRE, VCBS tổng hợp)

Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS công nghiệp Việt Nam sẽ dần phục hồi trong dài hạn từ xu hướng nói trên. Dù vậy khi so sánh với các đối thủ lớn như Ấn Độ, Indonesia và Thái Lan, Việt Nam vẫn đang phải đối mặt với nhiều thách thức về năng lực hạ tầng, thiếu hụt nhân công trình độ cao, rủi ro mất cân bằng cán cân thương mại...

**KBC sở hữu quỹ đất KCN lớn, tiềm năng, đi cùng với gần 20 năm kinh nghiệm quản lý và phát triển KCN**

Mô hình phát triển KCN của KBC được chứng minh mang tính hiệu quả tốt trong quá khứ với thời gian đầu tư ngắn, tỷ suất lợi nhuận cao, chủ động tạo chuỗi cung ứng khép kín và sở hữu vị trí chiến lược. Trong bối cảnh quỹ đất phát triển KCN đang dần cạn kiệt, đặc biệt tại khu vực miền Bắc, quỹ đất lớn là nền tảng để KBC tạo ra giá trị và duy trì tăng trưởng trong giai đoạn tiếp theo.

### Danh mục các khu công nghiệp KBC đang sở hữu

STT	Tên dự án	Tỷ lệ lợi ích của KBC (%)	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%) lũy kế đến 31/12/2019	Đất thương phẩm còn lại (ha)	Khách hàng tiêu biểu / Tiến độ phát triển
<b>A. Các dự án KCN do KBC sở hữu 100%</b>								
1	Quê Võ khu hiện hữu & mở rộng	100%	Quê Võ – Bắc Ninh	611	363	100%	-	Canon, Foxconn, Hanwha
2	Nam Sơn Hạp Lĩnh	100%	Nam Sơn – Bắc Ninh (Năm trên quốc lộ 38)	300	~200	-	~200	Chuẩn bị ký kết hợp đồng đầu tiên
<b>B. Các dự án thuộc công ty con</b>								
1	Tràng Duệ 1 & 2	86,5%	Thuộc Khu kinh tế Đình Vũ - Cát Hải – Hải Phòng (Năm trên quốc lộ 10)	402	262,3	100%	-	LG, Haeng Sung
2	Tràng Duệ 3			687	456	-	456	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
3	Quang Châu	77,9%	Việt Yên – Bắc Giang (Năm trên quốc lộ 1B)	426	278,4	78,2%	60,7	Lux share ICT, JA Solar, Lens Technology
4	Quang Châu mở rộng			90	58,5	-	58,5	Đang thực hiện thủ tục pháp lý chuyển đổi từ KĐT sang KCN
	Tân Phú Trung	72,4%	Củ Chi – TP. HCM (Năm trên quốc lộ 22)	542,6	314	45,3%	171,8	Khách hàng đa dạng, quy mô nhỏ
<b>C. Các dự án thuộc công ty liên kết và các khoản đầu tư dài hạn</b>								
1	Sài Gòn – Nhơn Hội	10%	Quy Nhơn – Bình Định	630	445	2%	435	
2	Sài Gòn – Chân Mây	28,1%	Phú Lộc – TT Huế (Năm trên quốc lộ 1A)	658	586,1	2,7%	570,1	
3	Hòa Khánh mở rộng	19,5%	Liên Chiểu – Đà Nẵng (Năm trên quốc lộ 1A)	132,6	107,8	93,4%	7,1	Nissan
4	Liên Chiểu	19,5%	Liên Chiểu – Đà Nẵng (Năm trên quốc lộ 1A)	289,4	174,7	53,2%	1,53	
5	Đại đồng Hoàn Sơn I	21,5%		268,2	81,6	100%	-	Hayakawa, Tabuchi Electric
6	Chuyển đổi KĐT Đại Đồng Hoàn Sơn sang KCN	21,5%	Tiên Du – Bắc Ninh	13,2	13,2	100%	-	Bán nhà xưởng
7	Đại Đồng Hoàn Sơn II	21,5%		96,2	62	-	62	Đang đền bù
<b>Tổng diện tích KCN</b>				<b>5.146</b>	<b>3.403</b>		<b>1.294</b>	

(Nguồn: KBC, VCBS tổng hợp)

Kết quả kinh doanh mảng cho thuê đất công nghiệp giai đoạn tiếp theo chủ yếu đến từ 4 KCN:

- KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh: Sở hữu vị trí địa lý thuận lợi tiếp giáp với đường quốc lộ 18B, cách nhà máy Samsung 15km, đây sẽ là điểm đến có sức hút lớn đối với các doanh nghiệp vệ tinh của Samsung. Sau khi điều chỉnh quy hoạch, KCN này có tổng diện tích là khoảng 300 ha và đất thương phẩm khoảng 200 ha. Tổng giá trị KBC đã đầu tư vào KCN này tính đến cuối năm 2019 là 458 tỷ đồng, đã đền bù giải tỏa được 100 ha, còn lại 200 ha vẫn là đất nông nghiệp. KBC hiện đang đàm phán chuẩn bị ký kết hợp đồng đầu tiên với 1 doanh nghiệp sản xuất linh kiện điện thoại từ Trung Quốc với quy mô thuê đất khoảng 60 ha.
- KCN Tràng Duệ 3: Là phần mở rộng tiếp theo của KCN Tràng Duệ 1 và Tràng Duệ 2, KCN Tràng Duệ 3 dự kiến sẽ được hưởng nhiều chính sách ưu đãi do thuộc khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải (Hải Phòng). Quy mô KCN khá lớn với tổng diện tích 687 ha và diện tích đất thương phẩm là 456 ha. KBC đã xin được chủ trương đầu tư từ tỉnh và đang xin giấy phép đầu tư từ Thủ tướng Chính phủ. Chúng tôi cho rằng Tổng Công ty sẽ tiếp tục bán đất công nghiệp khu vực này cho LG và các doanh nghiệp vệ tinh với giá bán ở mức 90 – 100 USD/m<sup>2</sup>.
- KCN Quang Châu: tình hình kinh doanh tại KCN này trong năm 2019 tăng trưởng đột biến khi cho thuê được 67,8 ha đất (+24% yoy) cho một số khách hàng như Fujitsu, Jufeng... Giá bán của KBC cũng tăng lên mặt bằng giá mới từ 55 USD/m<sup>2</sup> lên 80 USD/m<sup>2</sup>. 2 tập đoàn lớn là Luxshare ICT và Foxconn đang quan tâm đến việc tiếp tục đầu tư mua phần đất còn lại tại KCN này.
- KCN Tân Phú Trung: Tập khách hàng của KBC tại KCN này bao gồm những doanh nghiệp nhỏ, đa dạng ngành nghề. KCN Tân Phú Trung có tỷ lệ lấp đầy ở mức thấp (45,3% cuối năm 2019), tuy nhiên được KBC chào bán với giá khá cao (100-120 USD/m<sup>2</sup>) do sở hữu vị trí gần sân bay Tân Sơn Nhất, quốc lộ 1A.

**Trong mảng phát triển khu đô thị, Phúc Ninh và Tràng Duệ là 2 dự án kinh doanh trọng tâm của KBC thời gian tới**

KBC chủ trương phát triển các khu đô thị của mình gắn kết với các KCN, nhằm tạo chuỗi giá trị tổng thể. Trong giai đoạn tới, Tổng Công ty tập trung phát triển và kinh doanh tại 2 KĐT Phúc Ninh và Tràng Duệ:

- KĐT Phúc Ninh nằm tại trung tâm TP Bắc Ninh, đã đền bù 87,5 ha và được bàn giao trên thực địa khoảng 68 ha. KBC đã nộp tiền sử dụng đất gần 17,1 ha đất thương phẩm với khung giá năm 2009 ở mức rất thấp – khoảng 1 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Trong giai đoạn tiếp theo, KBC dự kiến sẽ tiếp tục triển khai xây dựng khoảng 50 căn biệt thự, nộp tiền sử dụng đất phần còn lại, hoàn thiện hạ tầng và thủ tục pháp lý để sớm bàn giao cho các NĐT đã đặt mua. Chúng tôi đánh giá triển vọng của dự án này là tích cực, đặc biệt khi BĐS ven đô và các khu đô thị vệ tinh đang nhận được nhiều sự chú ý.
- KĐT Tràng Duệ (93 căn shophouse, 28 căn biệt thự) có tổng diện tích 42,1 ha, tương ứng với 22,6 ha đất thương phẩm, đã nghiệm thu xây dựng hạ tầng được 15 ha. Được phát triển gắn kết với KCN Tràng Duệ, đối tượng khách hàng KBC nhắm đến là người nước ngoài, chuyên gia tại các doanh nghiệp Hàn Quốc như LG Electronics, LG Display, Haeng Sung... Trong năm 2019, KBC bắt đầu ghi nhận doanh thu tại KCN này là 540,2 tỷ đồng, tương đương với 3,6 ha đất đô thị. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tốc độ tiêu thụ phần còn lại của dự án còn chậm do dự án có vị trí xa trung tâm, đồng thời cần thời gian để hoàn thiện đồng bộ cơ sở hạ tầng.

Ngoài ra, đại dự án KĐT và Dịch vụ Tràng Cát của KBC có tổng diện tích 584,9 ha đang xin điều chỉnh lại quy hoạch 1/500. Tổng giá trị đã đầu tư là 3.510 tỷ đồng (chiếm đến 45,9% hàng tồn kho của Tổng Công ty), bao gồm chi phí đã đền bù 511 ha, xây dựng hầm chui dẫn từ đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng đến dự án và vốn hóa lãi vay đã thực hiện. Chúng tôi cho rằng, KBC sẽ còn mất nhiều thời gian để hoàn thiện thủ tục pháp lý cũng như đưa ra phương án phát triển hợp lý đối với dự án này.

## Danh mục các khu đô thị KBC đang phát triển

STT	Tên dự án	Tỷ lệ lợi ích của KBC (%)	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đất đã đền bù (31/12/2019)
1	KĐT Phúc Ninh	100%	TP Bắc Ninh	136,5	87,5
2	Khu Ngoại giao đoàn	100%	Hà Nội	2	2
3	KĐT Trảng Cát	100%	Hải Phòng	584,9	511
4	KĐT Trảng Duệ	86,5%	Hải Phòng	42,1	42,1
5	Khu nhà ở công nhân Tây Bắc – Cù Chi	72,4%	TP. HCM	47,7	47,7
6	Dragon City Park	19,5%	Đà Nẵng	78,3	78,3
7	Bầu Tràm Lakeside Park	19,5%	Đà Nẵng	46,0	46,0
8	Khách sạn Viễn Đông	99%	Đà Nẵng	1,1	1,1
<b>Tổng KĐT</b>				<b>938,6</b>	<b>773,6</b>

(Nguồn: KBC, VCBS tổng hợp)

## RỦI RO

### Rủi ro liên quan đến các yếu tố vĩ mô

Kết quả kinh doanh của KBC chịu ảnh hưởng lớn từ biến động các yếu tố vĩ mô như GDP, lạm phát, lãi suất... và đặc biệt là triển vọng thu hút vốn FDI của Việt Nam. Đại dịch Covid-19 bùng phát năm 2020 đã để lại hậu quả nặng nề cho nền kinh tế khi GDP 6 tháng đầu năm chỉ tăng trưởng đạt 1,81%. Chúng tôi ước tính một số dự án của KBC như KCN Quang Châu, KCN Tân Phú Trung và KĐT Trảng Duệ sẽ có kết quả kinh doanh kém khả quan hơn so với kế hoạch được KBC đặt ra.

### Rủi ro về thay đổi chính sách & tình hình hoàn thiện pháp lý tại các dự án

Những thay đổi liên quan đến chính sách quản lý về hoạt động kinh doanh KCN có ảnh hưởng lớn lên các doanh nghiệp đầu tư kinh doanh và phát triển KCN như KBC. Rủi ro này đến từ việc khó thành lập các dự án mới; dự án bị thu hồi; dự án bị chuyển đổi mục đích sử dụng; thay đổi chính sách ưu đãi cho các NĐT; các quy định ưu đãi chồng chéo, không rõ ràng, gây hiểu lầm; thay đổi chính sách thuế; thay đổi chính sách về đóng tiền thuê đất hàng năm; thay đổi các quy định về giá đất đền bù...

Các dự án của KBC có thể không đủ điều kiện triển khai bán hàng và ghi nhận doanh thu theo kế hoạch, dẫn đến khả năng doanh thu biến động lớn trong kỳ và gây khó khăn lên dòng tiền của doanh nghiệp. Ngoài ra, mặc dù Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 19/NQ-CP nhằm cải cách thủ tục hành chính, việc hoàn thiện thủ tục pháp lý, thẩm định, phê duyệt các dự án bất động sản vẫn rất phức tạp và tốn nhiều thời gian.

### Rủi ro đến từ giao dịch với các tổ chức liên quan

Trong quá khứ, KBC có nhiều giao dịch với các cá nhân trong ban lãnh đạo công ty và các tổ chức liên quan có chung chủ tịch HĐQT với KBC là ông Đặng Thành Tâm. Những giao dịch nêu trên cần được giám sát chặt chẽ, tránh rủi ro quản trị gây ảnh hưởng tiêu cực lên kết quả kinh doanh cũng như tình hình tài chính của Tổng Công ty.

## ĐỊNH GIÁ

**Kết hợp 2 phương pháp định giá so sánh P/E và RNAV, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 15.128 đồng/cổ phiếu**

Khác với một số doanh nghiệp cùng ngành BĐS công nghiệp, KBC thường ghi nhận doanh thu một lần tại thời điểm bàn giao đất chứ không phân bổ trong thời hạn thuê đất nên KQKD sẽ có biến động lớn theo từng giai đoạn. Xét đến những gián đoạn kinh doanh bởi tác động tiêu cực từ Covid-19, chúng tôi dự báo KQKD 2020 của KBC sẽ sụt giảm mạnh với tổng doanh thu ước đạt 2.204 tỷ đồng (-31,3% yoy). LNST hợp nhất ước đạt 559 tỷ đồng (-46,3% yoy), LNST thuộc công ty mẹ ước đạt 494 tỷ đồng, tương đương EPS forward 2020 đạt 1.051 đồng/cổ phiếu.

Tình hình hoạt động kinh doanh của KBC sẽ khả quan hơn kể từ 2021 khi KĐT Phúc Ninh bắt đầu triển khai bàn giao và KCN Trảng Duệ 3 đi vào hoạt động:

Kết quả kinh doanh (triệu đồng)	2019A	2020F	2021F
<b>Doanh thu</b>	<b>3.209.906</b>	<b>2.204.019</b>	<b>3.359.769</b>
- Doanh thu từ cho thuê đất KCN	2.288.394	1.596.500	2396.625
- Doanh thu chuyển nhượng BĐS	537.497	241.000	774.025
- Doanh thu từ bán nhà xưởng	100.101	151.800	-
- Doanh thu dịch vụ khác	283.914	214.719	189.119
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.846.749</b>	<b>1.070.840</b>	<b>1.808.745</b>
<b>EBIT</b>	<b>1.559.861</b>	<b>933.549</b>	<b>1.558.790</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.040.759</b>	<b>559.374</b>	<b>1.028.421</b>
<b>EPS (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>1.955</b>	<b>1.051</b>	<b>1.932</b>

(Nguồn: VCBS dự phóng)

Chúng tôi tiến hành định giá theo phương pháp so sánh tương đối P/E với các doanh nghiệp niêm yết trong lĩnh vực BĐS có nhiều đặc điểm tương đồng với KBC:

STT	Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	EV/EBITDA	P/E	P/B
1	ITA	4.129	13.329	11,3	20,4	0,4
2	IDV	837	1.208	6,2	5,2	2,2
3	NTC	3.292	4.096	24,6	13,4	5,2
4	IDC	6.990	14.531	10,6	18,9	2,1
5	SIP	6.169	14.302	10,4	9,4	3,3
6	SZC	2.770	3.337	8,6	13,1	2,3
7	LHG	1.400	2.557	6,8	8,5	1,2
<b>Trung vị</b>					<b>13,1</b>	

(Nguồn: Fiinpro, VCBS tổng hợp)

Với trung vị P/E là 13,1 lần và dự phóng EPS forward 2020 của KBC đạt 1.051 đồng/cổ phiếu, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của KBC theo phương pháp so sánh P/E ở mức 13.768 đồng/cổ phiếu.

Bên cạnh đó, chúng tôi tiến hành đánh giá lại các khoản đầu tư vào công ty liên kết, các dự án phát triển của KBC. Áp dụng mức chiết khấu 20% cho những rủi ro hiện hữu, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của KBC theo phương pháp RNAV ở mức 16.034 đồng/cổ phiếu.



⇒ Kết hợp 2 phương pháp, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu KBC là 15.128 đồng/cổ phiếu.

	Định giá 1 cổ phiếu KBC (đồng)	Tỷ trọng
Phương pháp so sánh P/E	13.768	40%
Phương pháp RNAV	16.034	60%
<b>Tổng kết định giá</b>	<b>15.128</b>	

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### KHẢ QUAN

KBC là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong việc phát triển và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp tại Việt Nam. Khả năng thu hút vốn FDI của KBC khá tốt với khoảng 90% khách hàng trong KCN là NĐT nước ngoài, chủ yếu là các tập đoàn lĩnh vực điện tử và linh kiện điện tử đến từ Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Đài Loan (LG, Foxconn, Canon, Hanwha...). Năm 2020, tình hình kinh doanh tại các dự án của KBC đang chịu nhiều ảnh hưởng từ đại dịch. Tuy nhiên xét về dài hạn, Tổng Công ty còn nhiều dư địa tăng trưởng với quy mô quỹ đất lớn ước tính 5.146 ha cho phát triển KCN (tương đương 5,5% tổng diện tích đất KCN cả nước) và 938,6 ha cho phát triển KĐT & dân cư. **Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu KBC với mức giá mục tiêu 15.128 đồng/cổ phiếu.**

<b>BÁO CÁO KQKD (triệu đồng)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>2.491.179</b>	<b>3.209.906</b>	<b>2.204.019</b>	<b>3.359.769</b>
GVHB	1.022.344	1.363.157	1.133.180	1.551.024
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.468.835</b>	<b>1.846.749</b>	<b>1.070.840</b>	<b>1.808.745</b>
Chi phí bán hàng	142.015	141.910	97.440	148.536
Chi phí QLDN	164.858	171.880	118.018	179.905
<b>EBIT</b>	<b>1.261.977</b>	<b>1.559.861</b>	<b>933.549</b>	<b>1.558.790</b>
<b>LNTT</b>	<b>1.047.227</b>	<b>1.364.175</b>	<b>733.199</b>	<b>1.348.003</b>
Chi phí thuế TNDN	238.321	323.416	173.825	319.582
<b>LNST</b>	<b>808.906</b>	<b>1.040.759</b>	<b>559.374</b>	<b>1.028.421</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	62.751	122.397	65.784	120.946
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>746.155</b>	<b>918.362</b>	<b>493.589</b>	<b>907.475</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (Đồng)	1.588	1.955	1.051	1.932

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	224.081	652.005	707.555	1.094.074
Các khoản đầu tư ngắn hạn	2.955	2.874	2.874	2.874
Các khoản phải thu	1.940.401	1.738.252	1.262.938	1.925.201
Hàng tồn kho	8.592.832	7.547.759	7.847.260	8.257.197
Tài sản ngắn hạn khác	4.102.022	3.971.285	3.971.285	3.971.285
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>14.862.291</b>	<b>13.912.175</b>	<b>13.791.911</b>	<b>15.250.630</b>
Tài sản cố định	350.932	1.075.578	1.239.916	1.490.431
Các khoản đầu tư dài hạn	565.653	859.874	859.874	859.874
Tài sản dài hạn khác	1.130.856	585.364	401.928	612.693
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2.047.441</b>	<b>2.520.815</b>	<b>2.501.718</b>	<b>2.962.997</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>16.909.732</b>	<b>16.432.990</b>	<b>16.293.629</b>	<b>18.213.628</b>
Các khoản phải trả	226.118	370.592	248.020	339.474
Vay nợ ngắn hạn	1.204.306	804.035	931.066	724.733
Nợ ngắn hạn khác	2.502.454	2.892.831	1.986.306	3.027.891
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>3.932.878</b>	<b>4.067.458</b>	<b>3.165.392</b>	<b>4.092.097</b>
Vay nợ dài hạn	1.282.865	1.121.898	1.661.297	1.436.564
Nợ dài hạn khác	1.856.632	862.502	592.221	902.771
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>3.139.497</b>	<b>1.984.400</b>	<b>2.253.517</b>	<b>2.339.335</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>7.072.374</b>	<b>6.051.859</b>	<b>5.418.909</b>	<b>6.431.432</b>
Vốn cổ phần	4.757.112	4.697.602	4.697.602	4.697.602
Thặng dư vốn cổ phần	989.064	989.064	989.064	989.064
Lợi nhuận chưa phân phối	3.288.419	3.737.021	4.230.610	5.138.085
Lợi ích cổ đông thiểu số	802.763	897.934	897.934	897.934
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>9.837.358</b>	<b>10.381.131</b>	<b>10.874.720</b>	<b>11.782.196</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>16.909.732</b>	<b>16.432.990</b>	<b>16.293.629</b>	<b>18.213.628</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu đồng)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	139.033	1.576.771	-421.981	1.105.539
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	-164.179	-112.284	-188.899	-287.954
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	-255.340	-1.036.562	666.430	-431.066
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>-280.487</b>	<b>427.924</b>	<b>55.550</b>	<b>386.519</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	504.568	224.081	652.005	707.555
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>224.081</b>	<b>652.005</b>	<b>707.555</b>	<b>1.094.074</b>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng  
Phân tích & Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**  
Trưởng Bộ phận  
Phân tích Doanh nghiệp  
mdtuan@vcbs.com.vn

**Nguyễn Thiện Toàn**  
Chuyên viên Phân tích  
nttoan@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630