

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

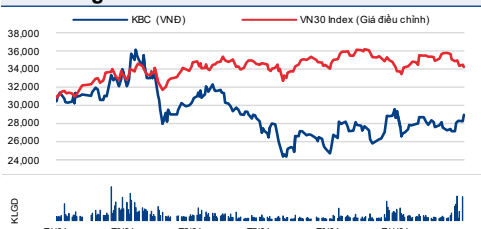
Giá mục tiêu: VNĐ36,400 (từ VNĐ33,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/1/2025)	28,950
Mã Bloomberg	KBC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,350-36,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	28,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	22,222
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	875
Slg CP lưu hành (tr.đv)	768
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	376
Slg CP NN được mua (tr.đv)	143
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.6%
Tỷ lệ freefloat	51.1%
Cổ đông lớn	inh Tâm và Gia Đình (24.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.95	4.32	(6.31)
So với chỉ số	7.36	9.95	(15.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	625	783	(20.2)
2025F	1,901	2,156	(11.8)
2026F	3,730	6,735	(44.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

KBC là một trong những doanh nghiệp phát triển KCN lớn nhất Việt Nam với hơn 5.000ha diện tích đất KCN.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
 trung.ph@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Tiềm năng tăng trưởng mới từ dự án TD3, nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với KBC lên Mua vào và tăng 10,3% giá mục tiêu lên 36.400đ, đa phần nhờ tăng dự báo lợi nhuận và định giá lại các dự án đang trong giai đoạn triển khai. Ngày 14/1/2025, Phó Thủ tướng Trần Hồng Hà đã ký quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư dự án KCN Trảng Duyệt 3 (TD3).
- Chúng tôi tăng 20-44% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026. Việc khởi động các dự án Trảng Duyệt 3, Kim Động-Ấn Thi (KD-AT), Lộc Giang (LG) dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận thuần trong năm 2025 trong khi dự án Trảng Cát sẽ hỗ trợ lợi nhuận cho năm 2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14%.
- KBC đang giao dịch ở chiết khấu 46% so với RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 39%. Chúng tôi cho rằng việc mở khóa quỹ đất sẽ tác động lên giá cổ phiếu đồng thời nâng khuyến nghị đối với KBC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá là 26%.

Sự kiện: Dự án Trảng Duyệt 3 được phê duyệt chủ trương đầu tư

HSC cập nhật dự báo lợi nhuận đối với KBC sau khi dự án Trảng Duyệt 3 (dự án KCN lớn nhất của KBC, Hải Phòng) được Phó Thủ tướng Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư ngày 14/1/2025 sau một thời gian dài chờ đợi và cập nhật tình hình triển khai các dự án KCN khác. Nhìn chung, việc dự án Trảng Duyệt 3 nhận phê duyệt chủ trương đầu tư là cột mốc quan trọng đối với KBC, nhờ bổ sung thêm 456 ha đất có sẵn để cho thuê. Trong khi đó, các dự án lớn khác như KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh), KCN Lộc Giang (Long An) và CCN Kim Động - Ấn Thi (Hưng Yên) có tiến triển trong hoạt động đền bù đất và bán hàng. Do đó, chúng tôi tăng giả định diện tích đất sẽ được bàn giao, dự báo lợi nhuận và định giá.

Tác động: Tăng 20-44% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, nhờ dự án TD3, KD-AT, LG

HSC tăng lần lượt 44% và 20% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 và 2026, lên 1.461 tỷ đồng (tăng trưởng 204%) và 2.865 tỷ đồng (tăng trưởng 96%). Dự báo lợi nhuận được điều chỉnh đa phần nhờ tăng giả định diện tích đất sẽ bàn giao, đặc biệt tại các dự án Trảng Duyệt 3, Kim Động - Ấn Thi, Lộc Giang. Nhìn chung, việc khởi động các dự án Trảng Duyệt 3, Kim Động - Ấn Thi và Lộc Giang được dự báo sẽ thúc đẩy lợi nhuận thuần năm 2025 trong khi dự án Trảng Cát dự kiến sẽ hỗ trợ lợi nhuận năm 2026. Dự báo mới – mặc dù thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường (chúng tôi đánh giá đây là mức quá lạc quan) – cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 12,2%/13,7%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, KBC đang giao dịch ở chiết khấu khá lớn 46% so với RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 39%. Trong khi đó, quỹ đất của KBC đã được mở khóa (các dự án lớn, đóng góp thêm 940 ha đất có sẵn để cho thuê, sẽ dần được khởi động). HSC cho rằng mức chiết khấu này sẽ thu hẹp trong thời gian tới nhờ triển vọng lợi nhuận cải thiện, nên đã nâng khuyến nghị đối với KBC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá là 26%. Chúng tôi cũng tăng 10,3% ước tính RNAV/cp và giá mục tiêu, lần lượt lên 51.900đ và 36.400đ sau khi tiến hành định giá lại các dự án đang triển khai nhằm phản ánh những tiến triển về mặt pháp lý/hoạt động mở bán. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu giả định so với RNAV (không đổi), thấp hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 39% và phản ánh những tiến triển liên quan đến việc chậm mở bán (dự án Trảng Cát), khả năng thu hồi nợ vay và tình hình quản trị doanh nghiệp.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(2,368)	3,026	840	2,378 ▲	4,593 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,547	2,031	481	1,461 ▲	2,865 ▲
EPS ĐC (đồng)	(851)	2,656	625	1,901 ▲	3,730 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	500
BVPS (đồng)	20,956	23,633	24,260	26,164	29,397
EV/EBITDA ĐC (lần)	(11.9)	8.29	29.3	12.2	6.98
P/E ĐC (lần)	N/a	10.9	46.3	15.2	7.76
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	1.73
P/B (lần)	1.38	1.22	1.19	1.11	0.98
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(162)	412	(76.5)	204	96.2
ROAE (%)	10.2	11.9	2.62	7.55	13.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Cổ phiếu nên được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ mở khóa quỹ đất

Dự án Trảng Duệ 3 được chấp thuận chủ trương đầu tư ngày 14/1/2025, đánh dấu cột mốc quan trọng và bổ sung thêm 456 ha đất có sẵn để cho thuê tại miền Bắc của Việt Nam – địa điểm thu hút vốn FDI vào lĩnh vực công nghệ cao hấp dẫn trong khu vực ASEAN. Các dự án KCN khác cũng có nhiều tiến triển trong hoạt động bồi thường đất và bán hàng. Những yếu tố này dự kiến góp phần đưa KBC bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh tiếp theo. Theo đó, HSC tăng lần lượt 44% và 20% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 và năm 2026, lên 1.461 tỷ đồng (tăng trưởng 204%) và 2.865 tỷ đồng (tăng trưởng 96%). KBC đang giao dịch ở chiết khấu 46% so với RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 39%. Chúng tôi cho rằng việc mở khóa quỹ đất sẽ tác động lên giá cổ phiếu đồng thời nâng khuyến nghị đối với KBC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá là 26%.

Tiến triển đáng kể tại các dự án KCN

TD3 được phê duyệt, đánh dấu mốc quan trọng

Ngày 14/1/2025, Phó Thủ tướng Trần Hồng Hà ký quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư dự án KCN Trảng Duệ 3 (653 ha, Hải Phòng) sau nhiều năm chờ đợi. Dự án được chia thành 2 giai đoạn (400 ha và 253 ha) với tổng vốn đầu tư dự kiến là 8.094 tỷ đồng, thấp hơn so với dự báo của HSC ở mức 8.450 tỷ đồng.

Lưu ý, dự án này đã được đưa vào quy hoạch phân khu tỷ lệ 1/2000 vào cuối năm 2023 và đã giải phóng mặt bằng 200 ha đất trong tổng số 652 ha đất. Chúng tôi hiểu rằng trong thời gian tới KBC sẽ làm việc với chính quyền địa phương và nông dân/các hộ gia đình để xác định tiền bồi thường đất cho những khu vực chưa được giải phóng mặt bằng và hoàn thành các bước cần thiết để nhận bàn giao đất sạch. Sau đó, KBC có thể triển khai công tác xây dựng hạ tầng và bàn giao đất cho khách thuê.

Đại diện Công ty cho biết, có nhiều khách hàng hoạt động trong các ngành công nghệ cao và logistics bày tỏ nguyện vọng muốn thuê đất tại dự án này. Trong số đó có tập đoàn LG (gã khổng lồ công nghệ của Hàn Quốc, vốn có mối quan hệ lâu đời với KBC và đã xây nhà máy tại KCN Trảng Duệ 1 và Trảng Duệ 2) có kế hoạch mở rộng nhà máy (bổ sung thêm 50 ha, theo KBC).

Đây là cột mốc quan trọng của Công ty sau nhiều năm chờ đợi. Dự án sẽ bổ sung thêm 456 ha đất có sẵn để cho thuê vào tổng diện tích đất của các dự án đang phát triển, mang lại động lực tăng trưởng mới trong tương lai.

Dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh, Lộc Giang, Kim Động-Ấn Thi dự kiến sẽ thu hút sự quan tâm lớn từ khách hàng

Bên cạnh thông tin tích cực liên quan đến dự án Trảng Duệ 3, đại diện KBC cho chúng tôi biết trong buổi trao đổi gần đây rằng Công ty đã ký biên bản ghi nhớ cho thuê 30 ha đất tại dự án CCN Kim Động-Ấn Thi (225 ha, Hưng Yên) trong khi dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh (300 ha, Bắc Ninh) cũng có nhiều khách hàng tiềm năng (KBC kỳ vọng sẽ ký biên bản ghi nhớ cho thuê 60 ha đất sau khi hoàn tất công tác bồi thường đất). Trong khi đó, dự án KCN Lộc Giang (466 ha, Long An) đang tăng tốc công tác bồi thường đất và cũng nhận được sự quan tâm đáng kể từ nhà đầu tư. Dự án có tiến triển tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Nhìn chung, với dự án KCN lớn nhất là Trảng Duệ 3 nhận được phê duyệt đầu tư và các dự án khác đang trên đà đưa nguồn cung mới vào khai thác, quỹ đất có sẵn để cho thuê của KBC dự kiến sẽ tăng mạnh lên 1.090 ha, nhờ đóng góp của các dự án Trảng Duệ 3 (Hải Phòng), Lộc Giang (Long An), Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh), Kim Động Ấn Thi (Hưng Yên).

Đáng lưu ý, KBC là một trong những nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu ở miền Bắc trong nhiều năm qua, với lợi thế mạnh trong việc thu hút và phục vụ khách hàng FDI hoạt động trong lĩnh vực công nghệ cao. Ngành này hiện đang được chú ý và nhận được sự hỗ trợ tích cực từ chính phủ Việt Nam. Với việc mở khóa thêm quỹ đất tại các dự án lớn tại miền Bắc, KBC đang có vị thế tốt để thu hút một lượng lớn vốn FDI vào lĩnh vực công nghệ cao.

Tác động thuần từ việc mở khóa thêm quỹ đất là chúng tôi tăng giả định về diện tích đất sẽ được bán giao trong năm 2025-2026 lên 110-115 ha so với giả định 70-80 ha trước đó, chủ yếu nhờ tăng dự báo tại các dự án Trảng Duệ 3 và Kim Động-Ân Thi, Lộc Giang. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho các dự án BĐS nhà ở.

HSC cập nhật thông tin về các dự án đang triển khai của KBC trong bảng bên dưới.

Bảng 1: Tiến độ dự án của KBC

KCN Lộc Giang & cụm KCN Kim Động – Ân Thi sẽ sớm triển khai

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích thương mại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Tiến độ
KCN (IP)/cụm KCN (IC)		2,727	1,811		
KCN Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	90	77	91%	Sẽ hoàn thành bàn giao trong 2024
KCN Tân Phú Trung	TP.HCM	543	314	76%	Đang được mở bán và bàn giao
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	300	200	60%	Đang được mở bán và bàn giao
KCN Trảng Duệ 3	Hải Phòng	687	456	0%	Mới nhận được phê duyệt đầu tư, dự kiến bàn giao đất từ năm 2025
KCN Nam Tân Lập	Long An	245	171	0%	2025-2026
Cụm KCN Lộc Giang	Long An	466	326	0%	Dự kiến bàn giao đất từ năm 2026
Cụm KCN Kim Động – Ân Thi	Hưng Yên	225	158	0%	Dự kiến bàn giao đất từ năm 2025
Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 2	Long An	50	32	0%	2026-2027
Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 4	Long An	49	31	0%	2026-2027
Cụm KCN Tân Tập	Long An	72	46	0%	2026-2027
Khu dân cư		760	317		
Phước Ninh	Bắc Ninh	136	45		Dự kiến sẽ hoàn thành LURF & ghi nhận lợi nhuận từ năm 2025
Trảng Duệ	Hải Phòng	42	22		Đang bàn giao những căn hộ thấp tầng cuối cùng & phát triển nhà ở công nhân
Trảng Cát	Hải Phòng	585	250		Đang chờ giấy phép đầu tư điều chỉnh

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới: Tăng 20-44% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 ở mức 481 tỷ đồng, giảm 76,3% so với cùng kỳ từ mức nền cao trong năm 2023 – nhờ đẩy mạnh bàn giao đất tại dự án KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quang Châu mở rộng cho Goertek và Foxconn. Lợi nhuận năm 2024 chủ yếu được thúc đẩy bởi việc bàn giao 45 ha đất tại các dự án KCN Quang Châu mở rộng (Bắc Giang), Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh), Tân Phú Trung (TP.HCM).

Chúng tôi tăng lần lượt 44% và 20% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 và 2026, lên 1.461 tỷ đồng (tăng trưởng 204%) và 2.865 tỷ đồng (tăng trưởng 96%). Dự báo lợi nhuận được điều chỉnh đa phần nhờ tăng giả định diện tích đất bàn giao, đặc biệt tại các dự án Trảng Duệ 3, Kim Động - Ân Thi, Lộc Giang.

HSC dự báo KBC sẽ bàn giao 110-115 ha đất (mỗi năm) trong năm 2025 và 2026 và nhà mặt đất/căn hộ tại các dự án nhà ở như Phước Ninh, WH Nền (Bắc Giang). Chúng tôi dự báo Công ty sẽ bán 20 ha đất tại dự án Trảng Cát trong năm 2026 (không đổi). Dự án nhà ở công nhân Trảng Duệ (3,1 ha, Hải Phòng) dự kiến sẽ đóng góp vào doanh thu từ năm 2025-2026 mặc dù mức đóng góp lợi nhuận không đáng kể.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần và lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 12,2% 13,7%.

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2026, KBC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần và lợi nhuận cốt lõi sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm lần lượt là 12,2% và 13,7%

Tỷ đồng	2023A	2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	5,618	2,834	0.0%	-49.6%	5,964	34.8%	110.5%	10,598	16.9%	77.7%
Lợi nhuận gộp	3,695	1,384	0.0%	-62.6%	3,178	40.6%	129.6%	5,582	20.5%	75.7%
Chi phí BH&QL	(813)	(717)	0.0%	-11.8%	(978)	11.0%	36.5%	(1,173)	7.7%	19.9%
Lợi nhuận HĐ	2,883	667	0.0%	-76.9%	2,199	59.5%	229.7%	4,409	24.3%	100.5%
Thu nhập tài chính	426	338	0.0%	-20.7%	430	-0.1%	27.0%	363	11.1%	-15.4%
Chi phí tài chính	(426)	(311)	0.0%	-27.1%	(424)	0.0%	36.4%	(723)	0.0%	70.7%
LNTT	2,891	696	0.0%	-75.9%	2,207	59.1%	217.0%	4,051	28.6%	83.5%
Lợi nhuận gộp	2,031	481	0.1%	-76.3%	1,461	44.4%	203.5%	2,865	19.7%	96.1%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	80	-	-	-100%	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận gộp trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	1,951	481	0.1%	-75.3%	1,461	44.4%	203.5%	2,865	19.7%	96.1%

Nguồn: HSC

Tăng 10,3% giá mục tiêu; nâng khuyến nghị lên Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 10,3% ước tính RNAV/cp và giá mục tiêu lên lần lượt 51.900đ và 36.400đ sau khi định giá lại các dự án đang triển khai và cập nhật những tiến triển mới nhất liên quan đến vấn đề pháp lý/hoạt động mở bán và việc tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026.

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá của chúng tôi:

- Giá định WACC của VHM là 13,7% (giảm từ mức 14,2% trước đó). Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 9%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 7,5%(trước đó: 8,5%). Chúng tôi giảm hệ số beta xuống 1,3 lần từ 1,4 lần trước đó (theo Bloomberg) và sử dụng phương pháp DCF để định giá tất cả KCN và dự án nhà ở, cũng như chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá hầu hết các dự án, ngoại trừ dự án KCN Nam Tân Tập và dự án KDC Trảng Cát, nơi dòng tiền tự do cho vốn CSH đang được sử dụng.
- Để có được giá mục tiêu mới 36.400đ, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định so với RNAV 30% (không đổi) – để phù hợp với mức bình quân 3 năm là 39% và phản ánh các rủi ro liên quan đến bất kỳ sự chậm trễ nào trong hoạt động mở bán (dự án Trảng Cát), cũng như tình hình quản trị doanh nghiệp, khả năng thu hồi nợ vay.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 3: Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh và mức chiết khấu giả định so với RNAV trong Bảng 4-5.

Bảng 3: Định giá theo phương pháp SOTP, KBC

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của KBC	NAV cuối năm 2025
BDS KCN	DCF	38-100%	16,533
Khu đô thị	DCF	87-100%	15,172
Tài sản thuần khác, điều chỉnh	BV		10,266
RNAV, gộp			41,970
(+) (Nợ)/tiền thuần			(2,109)
Giá trị vốn CSH điều chỉnh			39,862
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			767.6
Giá trị của cổ phiếu (đồng)			51,900
Chiết khấu giả định			30%
Giá mục tiêu (đồng/cp)			36,400

Nguồn: HSC

Bảng 4: Phân tích độ nhạy với giả định lãi suất phi rủi ro (đồng), KBC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 9%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh					
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
	3.0%	39,700	38,700	37,700	36,800	36,000
	3.5%	38,900	37,900	37,000	36,200	35,300
	4.0%	38,100	37,200	36,400	35,500	34,700
	4.5%	37,400	36,500	35,700	34,900	34,100
	5.0%	36,700	35,900	35,100	34,300	33,500

Nguồn: HSC

Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, KBC

Chiết khấu tương ứng với các giả định RNAV:	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	46,700	41,500	36,400	31,200	26,000
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	61.3%	43.4%	25.7%	7.8%	-10.2%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, KBC

KBC đang giao dịch với chiết khấu 46% so với RNAV, gần với mức bình quân quá khứ là 39%



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, KBC đang giao dịch ở chiết khấu khá lớn 46% so với RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 39%. Trong khi đó, quỹ đất của KBC đã được mở khóa (các dự án lớn, đóng góp thêm 940 ha đất có sẵn để cho thuê, sẽ dần được khởi động). HSC cho rằng mức chiết khấu sẽ thu hẹp trong thời gian tới nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực, đồng thời nâng khuyến nghị đối với KBC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá là 25,7%.

KBC là nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu tại miền Bắc trong nhiều năm nay, với lợi thế mạnh trong việc thu hút và phục vụ khách hàng FDI đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao – lĩnh vực đang rất được quan tâm và nhận được sự hỗ trợ tích cực từ Chính phủ. Trong khi đó, KBC đang mở khóa quỹ đất tại các dự án lớn như Trảng Duệ 3 và Kim Động Ân Thi, bổ sung thêm 614 ha đất có sẵn để cho thuê tại miền Bắc và dự án KCN Lộc Giang với diện tích đất có sẵn để cho thuê là 326 ha tại miền Nam. HSC tin rằng KBC đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ mới.

Rủi ro

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng liên quan đến việc triển khai dự án Trảng Cát: Đây là dự án khu dân cư lớn đầu tiên mà KBC tham gia, do đó có thể thấy được rủi ro khi thực hiện. Trong khi đó, những dự án này đóng góp 27% định giá của Công ty. Nếu việc triển khai dự án này bị trì hoãn, sẽ có rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng.

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng nhờ quỹ đất mới: HSC vẫn chưa phản ánh dự án KCN Tân Tập (654 ha) vào mô hình dự báo và định giá. Dự án này được triển khai sẽ mang lại rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	957	5,618	2,834	5,964	10,598
Lợi nhuận gộp	268	3,695	1,384	3,178	5,582
Chi phí BH&QL	(505)	(813)	(717)	(978)	(1,173)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	(237)	2,883	667	2,199	4,409
Lãi vay thuần	(18.9)	(6.75)	(4.95)	(7.11)	(43.7)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2,199	(8.09)	1.91	1.91	1.91
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	(225)	23.4	32.4	12.9	(317)
LNTT	1,719	2,891	696	2,207	4,051
Chi phí thuế TNDN	(123)	(646)	(156)	(493)	(905)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(48.4)	(214)	(59.3)	(253)	(280)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,547	2,031	481	1,461	2,865
Lợi nhuận thuần ĐC	(652)	2,039	480	1,459	2,864
EBITDA ĐC	(2,368)	3,026	840	2,378	4,593
EPS (đồng)	2,019	2,646	627	1,903	3,733
EPS ĐC (đồng)	(851)	2,656	625	1,901	3,730
DPS (đồng)	-	-	-	-	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	766	768	768	768	768
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	768	768	768	768	768
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	768	768	768	768	768

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	1,683	786	2,261	1,192	3,019
Đầu tư ngắn hạn	2,442	1,919	7,627	7,627	7,627
Phải thu khách hàng	11,142	9,933	9,070	10,115	13,991
Hàng tồn kho	12,254	12,211	12,682	18,239	20,278
Các tài sản ngắn hạn khác	315	442	442	442	442
Tổng tài sản ngắn hạn	27,837	25,291	32,083	37,616	45,357
TSCĐ hữu hình	359	449	437	421	401
TSCĐ vô hình	0.05	0.23	0.23	0.23	0.23
Bất động sản đầu tư	168	1,201	1,103	1,004	903
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,336	4,375	4,377	4,379	4,381
Tài sản dài hạn khác	2,232	2,104	2,104	2,104	2,104
Tổng tài sản dài hạn	7,095	8,129	8,021	7,908	7,790
Tổng cộng tài sản	34,932	33,420	40,104	45,524	53,147
Nợ ngắn hạn	3,901	337	899	1,580	2,478
Phả trả người bán	607	436	329	632	1,137
Nợ ngắn hạn khác	5,114	4,887	4,887	4,887	4,887
Tổng nợ ngắn hạn	10,638	6,579	7,388	8,274	9,560
Nợ dài hạn	3,738	3,322	3,752	6,509	10,369
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	908	1,130	1,130	1,130	1,130
Nợ dài hạn khác	1,784	2,195	7,099	7,161	6,877
Tổng nợ dài hạn	6,429	6,647	11,981	14,801	18,377
Tổng nợ phải trả	17,067	13,226	19,369	23,075	27,936
Vốn chủ sở hữu	16,086	18,141	18,622	20,083	22,565
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,779	2,053	2,113	2,365	2,646
Tổng vốn chủ sở hữu	17,865	20,194	20,735	22,449	25,211
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,932	33,420	40,104	45,524	53,147
BVPS (đ)	20,956	23,633	24,260	26,164	29,397
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,955	2,873	2,390	6,897	9,827

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	(237)	2,883	667	2,199	4,409
Khấu hao	(67.8)	(135)	(175)	(180)	(186)
Lãi vay thuần	(18.9)	(6.75)	(4.95)	(7.11)	(43.7)
Thuế TNDN đã nộp	(123)	(646)	(156)	(493)	(905)
Thay đổi vốn lưu động	623	(382)	(165)	(6,335)	(5,811)
Khác	(525)	209	32.4	12.9	(317)
LCT thuần từ HKKD	(213)	2,193	548	(4,443)	(2,481)
Đầu tư TS dài hạn	(171)	(1,319)	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Góp vốn & đầu tư	(2,780)	(1,649)	0	0	0
Thanh lý	2,311	3,302	0	0	0
Khác	(564)	4.09	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,204)	338	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Cổ tức trả cho CSH	(0.01)	0	0	0	(384)
Thu từ phát hành CP	335	130	0	0	0
Tăng/giảm nợ	203	(3,532)	991	3,438	4,758
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	537	(3,402)	991	3,438	4,374
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,562	1,683	786	2,261	1,192
LCT thuần trong kỳ	(879)	(871)	1,475	(1,069)	1,827
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,683	812	2,261	1,192	3,019
Dòng tiền tự do	(384)	874	483	(4,508)	(2,546)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	28.0	65.8	48.8	53.3	52.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(247)	53.9	29.6	39.9	43.3
Tỷ suất LNT (%)	162	36.1	17.0	24.5	27.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	7.17	22.3	22.3	22.3	22.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(77.5)	487	(49.6)	110	77.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(257)	228	(72.2)	183	93.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(195)	413	(76.5)	204	96.2
Tăng trưởng EPS (%)	(8.76)	31.0	(76.3)	203	96.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(162)	412	(76.5)	204	96.2
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	13.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	10.2	11.9	2.62	7.55	13.4
ROACE (%)	(0.97)	11.3	2.24	6.29	10.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.03	0.16	0.08	0.14	0.21
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	0.90	0.76	0.82	(2.02)	(0.56)
Số ngày tồn kho	6,489	2,318	3,193	2,389	1,476
Số ngày phải thu	5,900	1,885	2,284	1,325	1,018
Số ngày phải trả	321	82.8	82.8	82.8	82.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	42.5	18.9	17.7	38.4	46.6
Nợ/tài sản (%)	24.4	12.6	13.9	19.5	25.5
EBIT/lãi vay (lần)	(12.5)	427	135	309	101
Nợ/EBITDA (lần)	(50.4)	1.40	6.60	3.74	2.95
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.62	3.84	4.34	4.55	4.74
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	29.4	4.47	8.69	4.88	3.02
EV/EBITDA ĐC (lần)	(11.9)	8.29	29.3	12.2	6.98
P/E (lần)	14.3	10.9	46.2	15.2	7.76
P/E ĐC (lần)	N/a	10.9	46.3	15.2	7.76
P/B (lần)	1.38	1.22	1.19	1.11	0.98
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	1.73

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn