

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Chuyên viên Phân tích Tài Chính & Công nghệ - Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Mua

25/10/2021

Giá mục tiêu VND 264,000

Tăng/giảm (%)	54.6
Giá hiện tại (25/10/2021)	170,800
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	4,099

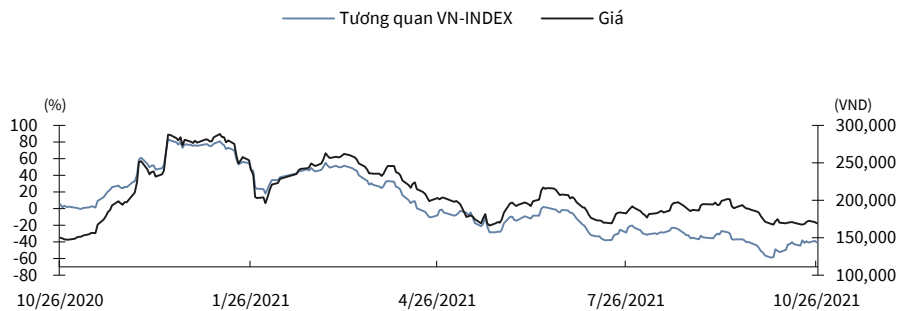
Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	33.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/USD)	14.5/0.62
Sở hữu nước ngoài (%)	1.01%
Cổ đông lớn nhất	CTCP Cao su Phước Hòa (32.85%)

Dự phóng KQKD & định giá

FY-End	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần (Tỷ VNĐ)	193,939	263,563	238,581	1,732,661
Tốc độ tăng trưởng(%)	-63.57%	35.90%	-9.48%	626.24%
Lợi nhuận gộp(tỷ VNĐ)	137,267	174,708	155,077	902,117
Biên lợi nhuận gộp (%)	70.78%	66.29%	65.00%	52.07%
Lợi nhuận ròng (tỷ VNĐ)	236,508	290,945	249,954	836,360
Tốc độ tăng trưởng(%)	-49.65%	23.02%	-14.09%	234.61%
EPS (VNĐ)	14,782	12,123	10,415	34,848
Tăng trưởng EPS	-49.65%	-17.99%	-14.09%	234.61%
P/E	11.6	14.1	16.4	4.9

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 264,000 VND/cp đối với Công ty Cổ phần Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên với triển vọng từ dự án khu công nghiệp Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 cùng nền tảng tài chính lành mạnh của doanh nghiệp.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Kì vọng NTC-3 sẽ được phê duyệt và đưa vào hoạt động trong năm 2022. Chúng tôi kì vọng tích cực vào KQKD 2022 của NTC nhờ đóng góp lợi nhuận từ cho thuê đất sau khi khu Công nghiệp NTC-3 được phê duyệt và đưa vào hoạt động trong năm 2022. Chúng tôi giả định NTC sẽ cho thuê được 70 hecta với giá cho thuê 92 USD/m2 tương đương giá trung bình cho thuê tại Bình Dương.

Mảng khu công nghiệp là động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn Chúng tôi kì vọng mảng khu công nghiệp của NTC sẽ tiếp tục tích cực trong dài hạn dựa trên: (1) Việt Nam mặc dù chịu ảnh hưởng của dịch bệnh nhưng vẫn còn nhiều tiềm năng thu hút FDI trong trung-dài hạn; (2) Triển vọng tích cực ngành khu công nghiệp tại Bình Dương.

Tỷ suất cổ tức kỳ vọng ở mức hấp dẫn – cấu trúc tài chính lành mạnh. NTC có cấu trúc tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt – tiền gửi lớn cùng với đó là lịch sử chi trả cổ tức đều đặn. Với việc ghi nhận lợi nhuận cao trong các năm tới, KBSV kì vọng NTC sẽ chi trả cổ tức với mức tỷ suất kì vọng 8.7-10% tại mức giá hiện tại.

Tập đoàn cao su thoái vốn. Kế hoạch thoái vốn tại NTC của Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR) nếu diễn ra sẽ có tác động tích cực tới giá cổ phiếu NTC.

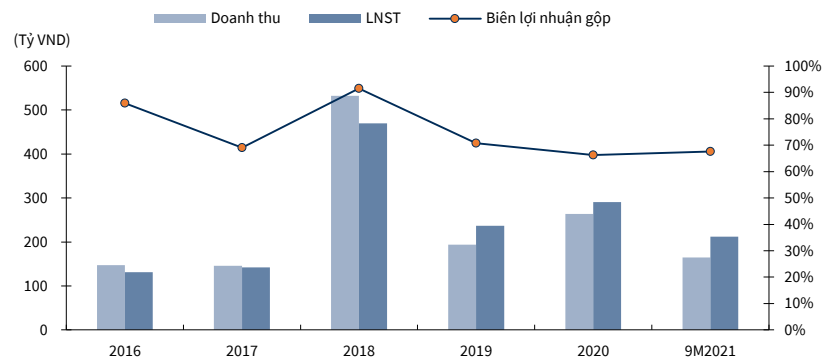
RỦI RO

Rủi ro dịch bệnh tái bùng phát ảnh hưởng đến tiến độ cho thuê các dự án khu công nghiệp
Rủi ro pháp lý liên quan đến tiến độ phê duyệt thuê đất của dự án NTC-3

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

3Q2021, NTC ghi nhận doanh thu đạt 37 tỷ VND, giảm 63.5% YoY, LNST 3Q2021 đạt 49 tỷ VND, giảm 50.4% YoY do: (1) Hết quỹ đất cho thuê công nghiệp, (2) ảnh hưởng của dịch bệnh khiến NTC gặp khó khăn trong việc tìm kiếm khách hàng mới cho phần đất dịch vụ và nhà xưởng; (3) 3Q2020 ghi nhận doanh thu đột biến từ cho thuê đất ghi nhận 1 lần. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu và LNST đạt 165 tỷ VND và 212 tỷ VND, lần lượt giảm 15.4% YoY và 11.3% YoY.

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh NTC giai đoạn 2016-1Q2021



Nguồn: NTC

Biểu đồ 3. Quỹ đất khu công nghiệp của NTC

Dự án	Tổng quỹ đất thương phẩm	Tỷ lệ lấp đầy	Giá cho thuê bình quân đất công nghiệp	Giá cho thuê bình quân đất dịch vụ
NTC-1	241.0	95.6%	47.5	96.6
NTC-2	223.5	96.7%	47.9	81.7
NTC-3	259.4	0%	n/a	n/a

Nguồn: NTC

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

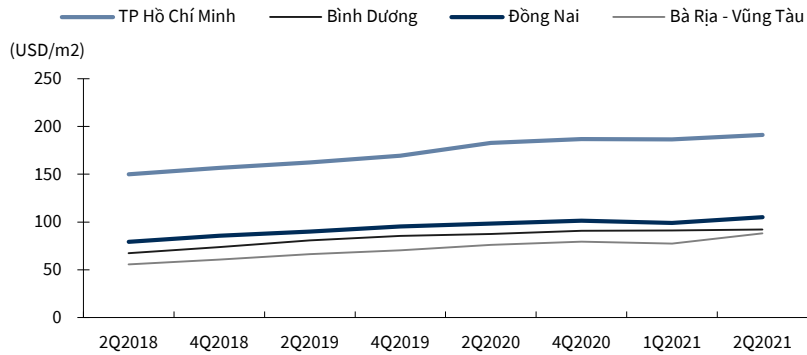
NTC hoạt động trong ngành kinh doanh cơ sở hạ tầng khu công nghiệp, cho thuê nhà xưởng, văn phòng, cung cấp các dịch vụ trong khu công nghiệp như thu gom rác thải, xử lý nước thải

1. Triển vọng phát triển trong dài hạn mảng Khu Công Nghiệp

Động lực tăng trưởng cho NTC trong dài hạn tập trung phát triển khu công nghiệp tại Bình Dương. Chúng tôi kì vọng mảng khu công nghiệp của NTC sẽ tiếp tục tích cực dựa trên các yếu tố sau đây:

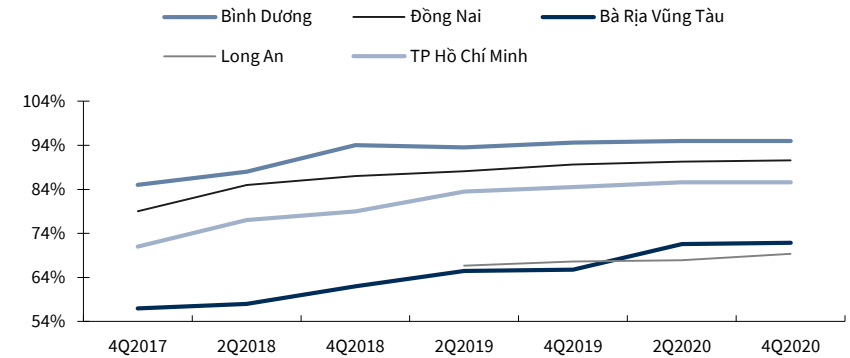
- **Việt Nam đang là điểm sáng thu hút FDI.** Bất chấp tình hình dịch bệnh khó khăn, dòng vốn FDI vào Việt Nam vẫn tăng trưởng khá mạnh mẽ với tăng trưởng vốn đăng kí mới đạt 20.6% YoY trong 9M2021 dựa trên các yếu tố sau: (1) Chi phí nhân công rẻ hơn so với khu vực, (2) Vị trí địa lí thuận lợi, (3) Các chính sách ưu đãi thông qua FTA, (4) Tranh chấp thương mại Mỹ - Trung vẫn tiếp tục kéo dài thúc đẩy chuyển dịch cơ cấu sản xuất của các doanh nghiệp lớn từ TQ về VN. Theo 1 cuộc khảo sát thống kê của JESTRO vào cuối năm 2020, Việt Nam là lựa chọn đứng thứ 2 sau Thái Lan đối với các doanh nghiệp sản xuất khi muốn chuyển dịch cơ sở sản xuất từ Trung Quốc.
- **Triển vọng tích cực mảng KCN Bình Dương:** Các khu công nghiệp của NTC đều nằm tại tỉnh Bình Dương. Đây là tỉnh có vị trí thuận lợi, nằm liền kề với trung tâm kinh tế Tp Hồ Chí Minh cũng như cảng hàng không Tân Sơn Nhất và Cảng Cát Lái Thêm vào đó, Bình Dương sở hữu một mạng lưới các nhà sản xuất và cung cấp lớn cũng như nhân công sẵn có. Vì vậy, tính đến nay Bình Dương là một trong 5 tỉnh thành thu hút dòng vốn FDI đăng ký cao nhất giai đoạn 2016-2020. Đặc biệt, trong 9 tháng đầu năm 2021, mặc dù chịu ảnh hưởng do giãn cách, lượng vốn FDI đăng kí cấp mới của Bình Dương vẫn đạt 492 triệu USD, tăng 2% YoY, xếp thứ 3 sau Long An và Cần Thơ tại khu vực phía Nam. Bên cạnh đó, nhu cầu tăng nhanh hơn nguồn cung khiến giá thuê đất tăng đều đặn qua các năm, trung bình đạt khoảng hơn 90 USD/m². KBSV kì vọng giá thuê đất sẽ tiếp tục gia tăng trung bình 3-5% trong các năm tới.

Biểu đồ 4. Diễn biến giá thuê đất khu công nghiệp các tỉnh phía Nam 2018-2021



Nguồn: JLL

Biểu đồ 5. Tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp các tỉnh phía Nam 2017-2020



Nguồn: JLL

2. Kỳ vọng NTC-3 sẽ được phê duyệt và đưa vào hoạt động trong năm 2022

- **Khu công nghiệp Nam Tân Nguyên mở rộng giai đoạn 2 (NTC-3) đang chờ phê duyệt cho thuê đất.** NTC đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục để đưa khu công nghiệp Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 vào hoạt động. Đây là dự án khu công nghiệp có tổng diện tích 345.86 hecta, vốn đầu tư dự kiến đạt 812 tỷ. Trong năm 2020, NTC đã thực hiện chi trả bồi thường hỗ trợ tái định cư 156 tỷ VND và hỗ trợ thiệt hại do thanh lý sớm vườn cây cao su của PHR là 704 tỷ VND. Hiện tại, công ty đã nộp đầy đủ hồ sơ xin thuê đất và chờ phê duyệt từ các cấp có thẩm quyền của tỉnh Bình Dương.
- **NTC-3 sẽ là động lực chính cho tăng trưởng dài hạn của NTC.** KBSV kỳ vọng sau khi đi vào hoạt động, NTC sẽ nhanh chóng tăng tỷ lệ lấp đầy tại khu công nghiệp NTC-3 dựa trên các yếu tố: (1) Triển vọng khu công nghiệp Bình Dương (2) Lợi thế vị trí của NTC-3; (3) Kinh nghiệm vận hành khu công nghiệp của NTC. Bên cạnh đó, với việc thay đổi chính sách kế toán, chuyển từ ghi nhận doanh thu hàng năm sang ghi nhận doanh thu 1 lần, KBSV kỳ vọng NTC sẽ ghi nhận lợi nhuận đột biến so với giai đoạn trước sau khi NTC-3 đi vào hoạt động.

3. Tỷ suất cổ tức kỳ vọng ở mức hấp dẫn – cấu trúc tài chính lành mạnh

- **Kỳ vọng chi trả cổ tức cao trong giai đoạn 2022-2025.** NTC có lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn nhờ sở hữu lượng tiền mặt lớn đến từ cho thuê đất khu công nghiệp và nền tảng tài chính lành mạnh. Với kỳ vọng dự án khu công nghiệp NTC-3 được phê duyệt cho thuê đất và đi vào hoạt động, KBSV kỳ vọng NTC sẽ tiếp tục chi trả cổ tức cao trong các năm tới với tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt khoảng 8.7-10% so với mức giá cổ phiếu ngày 22/10/2021.
- **Cấu trúc tài chính lành mạnh.** NTC sở hữu lượng tiền mặt lớn với tỷ lệ tiền mặt – đầu tư tài chính ngắn hạn / tài sản ngắn hạn đạt 94.6%, phải thu ở mức thấp chỉ đạt 72 tỷ VND tương đương 6% tài sản ngắn hạn. Trong 9M2021, NTC đã tiến hành trả nợ vay ngắn hạn 407 tỷ VND qua đó giảm tỷ lệ nợ vay/tổng nguồn vốn từ 13% xuống 5%.

4. Kế hoạch thoái vốn của Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam

- **Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR) có kế hoạch thoái vốn tại NTC.** Tính đến thời điểm hiện tại, GVR đang nắm giữ 20.4% cổ phần NTC và tại ĐHCĐ thường niên năm 2021, GVR thông báo đang có kế hoạch thoái vốn tại NTC. Việc thoái vốn của GVR là cơ hội để định giá lại, đẩy nhanh giá cổ phiếu NTC về mức giá hợp lý.

YẾU TỐ RỦI RO

- **Rủi ro pháp lý.** Theo kế hoạch đưa ra đầu năm thì dự án NTC-3 sẽ được phê duyệt trong năm 2021 và NTC sẽ cho thuê 90 ha trong năm 2021. Tuy nhiên, các yếu tố bên ngoài liên quan đến các lãnh đạo tỉnh Bình Dương trong thời gian gần đây nhiều khả năng đã làm chậm tiến độ phê duyệt cho thuê đất đối với dự án NTC-3, qua đó gây ảnh hưởng trực tiếp đến kế hoạch kinh doanh và việc ghi nhận lợi nhuận trong năm 2021-2022
- **Rủi ro dịch bệnh.** Tính đến ngày 25/10/2021, Bình Dương vẫn là tỉnh ghi nhận số ca mắc mới và tổng số ca nhiễm covid-19 cao thứ 2 cả nước, đứng sau Thành phố Hồ Chí Minh. NTC mặc dù không chịu ảnh hưởng quá lớn khi các doanh nghiệp đã chi trả tiền thuê 1 lần khi ký hợp đồng tuy nhiên nguồn khách hàng mới để lấp đầy các khu vực cho thuê dịch vụ và nhà xưởng bị ảnh hưởng trong thời gian dịch bệnh, gây tác động tiêu cực đến tăng trưởng lợi nhuận của NTC. Tuy nhiên, với diễn biến số lượng ca mới đang giảm nhanh sau khi đạt đỉnh vào tháng 9/2021 cùng tốc độ tiêm chủng được đẩy mạnh, KBSV cho rằng ảnh hưởng của dịch bệnh sẽ giảm dần trong trung hạn.

ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KQKD 2021-2022

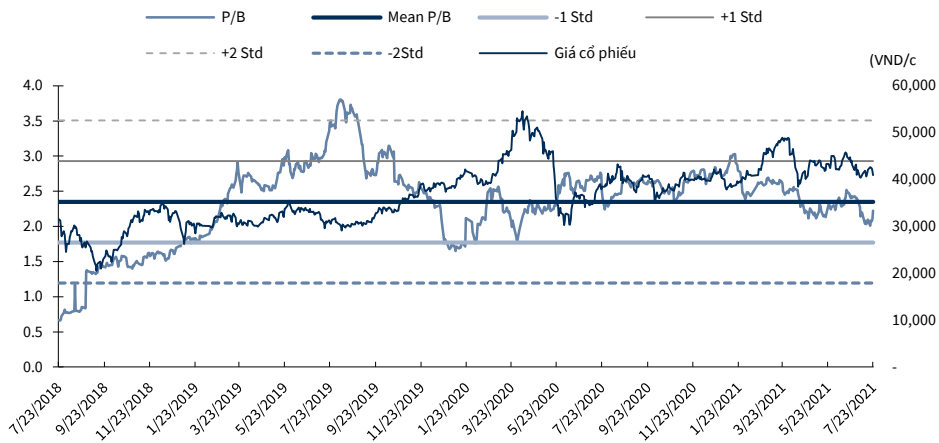
KSBV dự phóng doanh thu năm 2021 đạt 239 tỷ VND, giảm 9.5% YoY; LNST đạt 250 tỷ VND, giảm 14.9% YoY do hết quỹ đất khu công nghiệp cho thuê, trong khi đó tốc độ lấp đầy cho thuê dịch vụ giảm do ảnh hưởng bởi dịch bệnh.

Với kì vọng NTC có thể nhận được phê duyệt thuê đất tại khu công nghiệp NTC-3 và cho thuê 70 hecta trong năm 2022 (theo kế hoạch đề ra cho năm 2021 là 90 hecta), chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2022 doanh thu đạt 1,733 tỷ VND, tăng 626.2% YoY nhờ ghi nhận doanh thu một lần từ hoạt động cho thuê; LNST đạt 836 tỷ VND, tăng 234.6% YoY.

ĐỊNH GIÁ

Sau khi đánh giá triển vọng kinh doanh cùng các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NTC, giá mục tiêu đạt 264,000 VND/cp, upside 54.6% so với mức giá đóng cửa ngày 25/10/2021 dựa theo phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF và phương pháp đối chiếu lịch sử P/B forward theo tỷ lệ 50:50. Cổ phiếu NTC hiện đang giao dịch ở mức P/B forward 2022 là 3.2x, với tiềm năng tốt từ dự án NTC-3 trong dài hạn, chúng tôi kì vọng P/B hợp lý cho NTC cuối năm 2022 đạt 4.5x tương đương mức trung bình P/B forward của NTC trong 4 năm gần đây.

Biểu đồ 6. Lịch sử P/B forward của NTC 2017-2021



Nguồn: KBSV

Bảng 8. Cổ phiếu NTC – Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu

Giá định mô hình	Giá trị
Re	11.1%
Lãi suất phi rủi ro	2.9%
Phần bù rủi ro	8.2%
Beta	1.0
Tăng trưởng dài hạn	1%
Thời gian dự phóng	6 năm

Nguồn: KBSV

Bảng 7. Dự phóng KQKD của NTC 2021F – 2022F

	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	194	264	239	1,733
Giá vốn hàng bán	57	89	84	831
Lợi nhuận gộp	137	175	155	902
Chi phí bán hàng	3	4	3	17
Chi phí quản lý doanh nghiệp	48	36	32	69
Chi phí tài chính	0	0	2	2
Lợi nhuận trước thuế	273	345	297	993
Lợi nhuận sau thuế	237	291	250	836

Nguồn: KBSV

Bảng 9. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCF	286,900	50%	143,500
P/B	240,900	50%	120,500
Giá mục tiêu			264,000

Nguồn: KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Lê Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng
tungla@kbsec.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng
hieunn@kbsec.com.vn

Phạm Nhật Anh
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
anhpn@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Năm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.