

# Tổng công ty phát triển đô thị Kinh Bắc (KBC)

## Khai phá tiềm năng từ Trảng Cát

Chuyên viên phân tích – Tiêu Phan Thanh Quang  
quangtpt@kbsec.com.vn

18/02/2022

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 75,000VNĐ**

**Diện tích đất thương phẩm chuẩn bị mở bán tăng mạnh trong 2 năm tới: 309 ha lên 1369 ha mảng KCN, 56 ha lên 306 ha KĐT**

**Biên gộp duy trì ở mức cao trong những năm tới nhờ giá cho thuê các dự án tăng giá trung bình 12%/năm**

**Định giá ở mức hấp dẫn khi KBC vẫn đang liên tục nghiên cứu và mở rộng quỹ đất hiện có**

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu KBC với giá mục tiêu 75,000VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức tổng lợi suất sinh lời 28.2% dựa trên phương pháp định giá tổng tài sản (RNAV). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị dựa trên các yếu tố sau:

Chúng tôi kì vọng quỹ đất KCN sắp tới của KBC sẽ tăng đáng kể từ 309 ha lên 1369 ha nhờ các phê duyệt quan trọng từ dự án Trảng Duệ 3 với 456 ha, KCN Quang Châu mở rộng với 78 ha, cụm CN Long An và KCN Nam Tân Tập với lần lượt 171 và 111 ha, cụm CN Hưng Yên 244 ha. Chúng tôi cũng kì vọng dự án KĐT trọng điểm của KBC - KĐT Trảng Cát sẽ được mở khoá và đóng góp 250 ha đất thương phẩm từ năm 2022.

Chúng tôi nhận thấy giá bán tại các KCN của KBC đã có sự cải thiện đáng kể so với 2020, cụ thể: giá bán tại Quang Châu đã tăng từ 90 USD/m<sup>2</sup> lên 108 USD/m<sup>2</sup>, giá bán tại Tân Phú Trung đã tăng từ 110 USD lên 134 USD/m<sup>2</sup>, qua đó giúp biên gộp mảng KCN cải thiện từ mức 25.5% vào 2020 lên 63.2% vào 2021. Chúng tôi cũng kì vọng các dự án sắp tới của KBC sẽ có biên gộp cải thiện khi: KĐT Phúc Ninh hiện đang có giá thị trường trên 30 triệu VNĐ/m<sup>2</sup> trong khi giá bàn giao các hợp đồng cũ mới chỉ 18 triệu VNĐ/m<sup>2</sup>, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) bàn giao giá 100 USD/m<sup>2</sup> trong khi giá khu vực xung quanh giao động từ 100-120 USD/m<sup>2</sup>.

Với vị thế là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực KCN và có mối quan hệ mật thiết với chính quyền địa phương, KBC đã liên tục gia tăng quỹ đất sở hữu: dự án KĐT Nam Vũng Tàu 69 ha được UBND Vũng Tàu chọn làm CĐT vào 2020, dự án KCN Nam Tân Tập 245 ha (sở hữu 41%) đã được thủ tướng phê duyệt, và 2500 ha diện tích KCN khác đang nghiên cứu tại Hải Dương, Hưng Yên và Long An.

## Mua

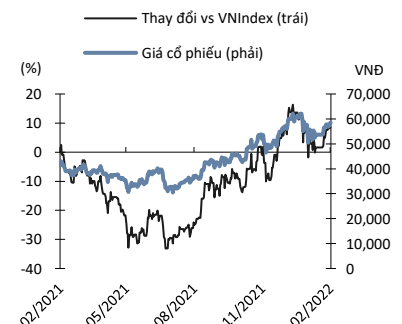
Giá mục tiêu	VNĐ 75,000
Tăng/giảm (%)	28.2%
Giá hiện tại (17/02/2022)	VNĐ 58,500
Giá mục tiêu thị trường	VNĐ 71,108
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	33,678

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	72.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	502.32
Sở hữu nước ngoài (%)	31.4%
Cổ đông lớn	Đặng Thành Tâm (15.0%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
KBC	8.9	12.1	60.3	36.0
VNINDEX	5.0	9.7	44.9	5.9

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	2,151	4,309	14,546	16,383
EBIT	366	1,845	7,904	9,344
LN sau CĐT	224	784	5,068	6,223
EPS (VNĐ)	429	1,238	7,964	9,729
Thay đổi EPS (%)	-75.3	188.6	543.0	22.0
P/E (x)	56.9	49.1	9.4	7.7
EV/EBITDA (x)	37.2	21.6	6.3	5.0
P/B (x)	1.1	2.1	2.0	1.5
ROE (%)	3.0	5.9	27.1	25.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cập nhật KQKD 2021

**Doanh thu và lợi nhuận gộp cải thiện tích cực nhờ diện tích cho thuê KCN tăng 366% YoY**

Trong năm 2021, KBC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt là 4,309 tỷ (+100% YoY) và 2,466 tỷ (+258% YoY), hoàn thành lần lượt 68.9% và 123.3% kế hoạch năm 2021. Kết quả tích cực này chủ yếu tới từ diện tích cho thuê KCN đạt 115.68 ha (+94.21% YoY).

Về cơ cấu doanh thu: Cho thuê KCN vẫn chiếm tỉ trọng chính với 74.9%, bán đất KĐT 12.5%, bán và cho thuê nhà xưởng chiếm 5.2% và các hoạt động dịch vụ khác 7.4%. Doanh thu từ mảng KCN tiếp tục giữ tỷ trọng cao nhất với đóng góp bình quân 70.6% vào doanh thu của KBC trong 5 năm gần đây.

**Quang Châu, Tân Phú Trung và NSHL là những điểm sáng, chiếm 98.7% diện tích thuê năm 2021**

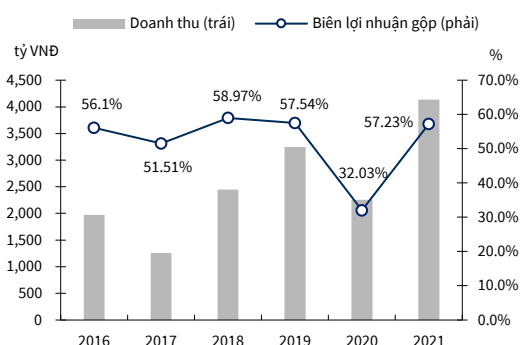
Trong năm 2021, KBC cho thuê được 115.68 ha, trong đó bao gồm các dự án chính như: Quang Châu đạt 56.63 ha, Trảng Duê 1.47 ha, Tân Phú Trung 21.93 ha và Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) 33.83 ha. Mặc dù đây là một kết quả tích cực, tuy nhiên KCN Quang Châu đã đạt 100% tỷ lệ lấp đầy vào cuối năm 2021 và không thể tiếp tục đóng góp vào doanh thu trong những năm sắp tới. Bên cạnh đó, KCN NSHL sau một thời gian dài chậm tiến độ đã bắt đầu cho thuê nhưng KCN này chỉ ghi nhận 33.83 ha trong khi KBC đã kí biên bản ghi nhớ 118 ha với nhiều đối tác khác. Chúng tôi cho rằng đại dịch Covid khiến tiến độ bàn giao đất khu công nghiệp chậm lại và KBC cũng bị ảnh hưởng bởi điều này, KBSV kì vọng 63 ha kí với Oppo sẽ được nhanh chóng cho thuê vào năm 2022 với giá thuê theo biên bản ghi nhớ đã kí là 100USD/m<sup>2</sup>/kì thuê.

**Biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ 25.2 điểm % lên 57.23% trong 2021 YoY nhờ giá bán KCN tăng cao và không ghi nhận chi phí phát sinh**

Kết thúc năm tài chính 2021, biên lợi nhuận gộp của KBC đạt mức 57.23% (tăng 25.2 điểm % YoY), điều này tới từ giá thuê của các KCN tăng so với cùng kì. Tại Quang Châu, giá thuê tăng từ 90 USD/m<sup>2</sup> lên 108 USD/ m<sup>2</sup> còn tại Tân Phú Trung giá tăng từ 110 USD/ m<sup>2</sup> lên 135 USD/ m<sup>2</sup>. Mặt bằng giá tăng tại 2 khu công nghiệp đã giải phóng gần 100% này là nguyên nhân chính dẫn tới mức biên lợi nhuận gộp cao.

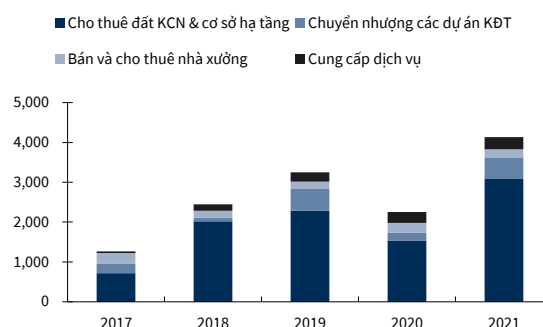
Ngoài ra chúng tôi cũng lưu ý trong Quý 4/2020, KBC đã điều chỉnh tăng chi phí phát triển của KCN Quang Châu trong khi cùng kì năm 2021 không xuất hiện khoản mục chi phí phát sinh này, giúp cho biên lợi nhuận gộp 2021 trở về mức tương đương trong giai đoạn 2016-2019.

**Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của KBC, 2016-2021 (tỷ đồng)**



Nguồn: KBSV, KBC

**Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của KBC, 2017-2021 (tỷ đồng)**



Nguồn: KBSV, KBC

**Bảng 1. Tổng hợp KQKD 2021 của KBC**

Tỷ VNĐ	2020	2021	YoY %	Nhận xét
<b>Diện tích cho thuê KCN (ha)</b>	<b>59.6</b>	<b>113.9</b>	<b>91%</b>	Chủ yếu từ các doanh nghiệp công nghệ, điện tử nước ngoài.
Quang Châu	22.0	56.6	157%	KCN Quang Châu đã bàn giao toàn bộ diện tích còn lại trong năm 2021, đạt 100% tỷ lệ lấp đầy.
Tràng Duệ	0.1	1.5	13.7	
Tân Phú Trung	36.2	21.9	-39.46%	
Nam Sơn Hạp Lĩnh	1.2	33.8	2719%	Biên bản ghi nhớ 80ha với Oppo chưa được thực hiện trong 2021, chúng tôi cho rằng tiến độ bàn giao của biên bản ghi nhớ này sẽ được lùi sang năm 2022
<b>Diện tích bán đất KĐT (ha)</b>	<b>2.5</b>	<b>4.6</b>	<b>84%</b>	2.2 ha bán đất tới từ KĐT Tràng Duệ trong khi KĐT Phúc Ninh không tiến triển so với kế hoạch bàn giao.
Phúc Ninh	0.2	0.0		
Tràng Duệ	2.3	4.6		
<b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>	<b>2,255</b>	<b>4,135</b>	<b>83%</b>	Doanh thu chủ yếu vẫn tới từ kinh doanh KCN.
Cho thuê đất KCN	1,537	3,099		Đóng góp chính từ 3 KCN Quang Châu, Tân Phú Trung và NSHL
Bán và cho thuê nhà xưởng	244	217		
Bán đất KĐT	196	515		Nhờ vào hoạt động bàn giao nhà phố biệt thự tại dự án KĐT Tràng Duệ.
Khác	278	304	-	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>689</b>	<b>2,466</b>	<b>258%</b>	
Biên lợi nhuận gộp (%)	49.10%	57.10%		LNG tăng do giá bán các KCN cải thiện và không ghi nhận điều chỉnh tăng chi phí phát triển KC Quang Châu như Quý 4/2020
Chi phí SG&A	-271	-431		
% SG&A / doanh thu	-18.30%	-11.70%		
LN từ HĐKD	366	1,845		
Thu nhập tài chính	314	163		
Chi phí tài chính	-230	-535		Do chi phí lãi vay tăng mạnh 147.2% YoY
<b>LN trước thuế</b>	<b>453</b>	<b>1,365</b>	<b>201%</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>320</b>	<b>955</b>	<b>198%</b>	
Biên lợi nhuận ròng (%)	14.50%	28.80%		

Nguồn: KBSV, KBC

## Ban lãnh đạo đặt kế hoạch kinh doanh 2022 tương đối thận trọng

ĐHCD bất thường năm 2022 của KBC vào ngày 10/02/2022 đã thông qua kế hoạch kinh doanh năm 2022 với doanh thu 9,800 tỷ VNĐ (+237% YoY) và LNST 4,500 tỷ VNĐ (+471% YoY). Chủ tịch Công ty chia sẻ lợi nhuận năm 2022 sẽ được thúc đẩy nhờ vào việc đẩy nhanh các dự án bị trì hoãn trong năm 2021 và kì vọng từ việc bán buôn 50ha KĐT Tràng Cát. KBSV cho rằng đây là một kế hoạch tương đối thận trọng khi Tràng Cát đã được cấp giấy phép san lấp trong Quý 4/2021 và đang lựa chọn nhà thầu thi công san lấp 50 ha đầu tiên trong Quý 2/2022, thể hiện sự quyết tâm của BLĐ trong kế hoạch bán buôn KĐT Tràng Cát của mình.

## KBC dự định phát hành riêng lẻ thêm 150 triệu cổ phiếu và phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 3:1.

Tại ĐHCD bất thường, ĐHCD đã thông qua kế hoạch phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 3:1 để tăng vốn điều lệ sẽ được tiến hành trong năm 2022. Kế hoạch này vốn được thông qua trong ĐHCD năm 2021 nhưng sau đó bị trì hoãn sang năm nay. Hiện chúng tôi chưa đưa kế hoạch chia cổ tức này vào trong mô hình định giá do chưa có đủ các thông tin liên quan.

Bên cạnh đó, kế hoạch phát hành riêng lẻ 150 triệu cổ phiếu cũng đã được thông qua và sẽ được hoàn thành trong năm 2022, tương đương 26.3% số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Giá phát hành dự kiến sẽ do HĐQT quyết định với mức chiết khấu tối đa 20% so với giá đóng cửa bình quân trong 30 phiên giao dịch cuối cùng trước khi được UBCKNN chấp thuận. Thời gian hạn chế giao dịch là 36 tháng đối với NĐT chiến lược và 18 tháng đối với NĐT chuyên nghiệp. Với giả định giá phát hành là 44,000 VNĐ/cổ phiếu, chúng tôi ước tính KBC có thể thu về 6,600 tỷ VNĐ để bổ sung thêm vốn cho các dự án mới của doanh nghiệp. Chúng tôi chưa đưa giả định này vào mô hình định giá vì còn cần thêm thông tin để đánh giá chi tiết.

KBC cũng dự kiến bán ra gần 6 triệu cổ phiếu quỹ. Cùng với cổ phiếu thưởng, số lượng cổ phiếu quỹ bán ra này có thể sẽ đưa số lượng cổ phiếu đang lưu hành tăng lên 726 triệu cổ phiếu trước khi doanh nghiệp thực hiện trả cổ phiếu thưởng.

## Luận điểm đầu tư

### Diện tích đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê và để bán tăng mạnh trong 2 năm tới: KCN từ 309 ha lên 1,369 ha, KĐT từ 56 ha lên 306 ha

Chúng tôi kì vọng quỹ đất KCN sắp tới của KBC sẽ tăng đáng kể nhờ: **(1)** Dự án KCN Tràng Duệ 3 có diện tích 687 ha đã nhận được phê duyệt quan trọng từ chính phủ vào tháng 3/2021, **(2)** KCN Quang Châu mở rộng 90 ha đã được phê duyệt 1/2000 vào tháng 7/2021, **(3)** cụm công nghiệp Long An 169 ha và KCN Nam Tân Tập tại Long An đã được chấp thuận đầu tư trong tháng 7 và tháng 8/2021, **(4)** cụm công nghiệp Hưng Yên với diện tích cho thuê 244 ha đã được chấp thuận đầu tư vào tháng 12/2021. Với thời gian GPMB và xây dựng bình quân khoảng 1-2 năm, chúng tôi kì vọng các dự án này sẽ bắt đầu mở bán trong 2022 và 2023, qua đó gia tăng đáng kể diện tích cho thuê bình quân hiện tại của KBC.

Tại mảng KĐT, chúng tôi cũng kì vọng quỹ đất thương phẩm sẽ cải thiện lớn từ 56 ha lên 306 ha khi KĐT Tràng Cát với diện tích thương phẩm 250 ha bắt đầu được bàn giao trong năm 2022 với 50 ha đầu tiên dự kiến được bán.

**Các KCN mới có lợi thế lớn từ vị trí địa lý và tệp khách hàng có sẵn, kì vọng sẽ đạt 90% diện tích thuê trong 5 năm**

Chúng tôi kì vọng KBC sẽ thực hiện bàn giao được 97% diện tích cho thuê tăng thêm 1,060 ha từ 2022-2028 do các cơ sở sau:

- KCN Trảng Duệ 3: Các doanh nghiệp thuê đất được hưởng mức ưu đãi thuế bậc nhất cả nước do được miễn thuế thu nhập trong 4 năm, giảm 50% thuế phải nộp trong 9 năm và chịu mức thuế 10% trong 15 năm đầu tiên. Trảng Duệ có vị trí thuận tiện nằm ngay cạnh đường quốc lộ 10, cách cảng Hải Phòng 15 km. Do đó chúng tôi kì vọng Trảng Duệ 3 sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy sau 5 năm hoạt động, đặc biệt khi nhu cầu FDI vào Việt Nam ngày càng tăng và quỹ đất tại Việt Nam là có hạn. KCN Trảng Duệ 2 cũng đã được lấp đầy 90% chỉ trong 4 năm kể từ khi hoạt động vào 2014.
- KCN Quang Châu mở rộng: KCN Quang Châu có tiến độ thuê bình quân 2019-2021 đạt 47.8 ha, và thu hút được nhiều khách hàng lớn như Foxconn, Luxshare,... Do vậy, chúng tôi kì vọng KCN Quang Châu mở rộng sẽ nhanh chóng được lấp đầy trong 4 năm từ 2023-2027.
- Cụm công nghiệp tại Long An: 3 khu công nghiệp KBC dự tính xây dựng có tổng diện tích 169 ha, thương phẩm 110 ha. Trong đó, 2 khu có vị trí tại Phước Vĩnh Đông và 1 khu tại Tân Tập. Chúng tôi đánh giá cao vị trí của các khu công nghiệp này do chỉ cách thành Phố Hồ Chí Minh 20 km và cách Cảng Cái Mép chỉ 30 km. Do đó, chúng tôi kì vọng các khu công nghiệp này sẽ có giá bán bình quân 140 USD/m<sup>2</sup> (giá bán khu vực Long An hiện tại khoảng 130-150 USD/m<sup>2</sup>) và lấp đầy 90% sau 4 năm kể từ khi hoạt động vào 2022.
- KCN Nam Tân Tập: KBC đã nhận được quyết định đầu tư dự án này vào tháng 8/2021 với diện tích đất 245 ha và diện tích thương phẩm 171 ha. Đây là KCN có vị trí rất thuận lợi trong tỉnh Long An khi nằm ở ngã ba sông Soài Rạp và Sông Rạch Cát, tiếp giáp với Đường tỉnh 830, và nằm ngay bên cạnh Cảng Quốc Tế Long An. Do đó, chúng tôi kì vọng khu công nghiệp này sẽ có giá bán bình quân 150 USD/m<sup>2</sup> (giá bán khu vực Long An hiện tại khoảng 130-150 USD/m<sup>2</sup>) và lấp đầy 90% trong giai đoạn 2023-2027.
- Cụm công nghiệp Hưng Yên: Tổng diện tích cụm công nghiệp này đạt 375 ha, diện tích thương phẩm đạt 244 ha và dự kiến được đưa vào cho thuê trong năm 2023. Với chủ trương của Chính phủ đưa Hưng Yên thành tỉnh công nghiệp, các doanh nghiệp thuê đất KCN tại Hưng Yên được miễn 2 năm thuế đầu tiên và giảm 50% thuế trong 3 năm tiếp theo. Ban lãnh đạo công ty chia sẻ, hiện đang có khách hàng tiềm năng thương lượng thuê lại 300ha đất tại các CCN và KCN của KBC phát triển tại Hưng Yên. Bên cạnh đó, KBC và ACI Capital cũng đã trao đổi biên bản ghi nhớ hợp tác đầu tư tại các KCN, CCN của KBC tại Hưng Yên với tổng giá trị đầu tư dự kiến 1 tỷ USD. Do đó, chúng tôi kì vọng các khu công nghiệp này sẽ có giá bán bình quân 90 USD/m<sup>2</sup> (giá bán khu vực Hưng Yên hiện tại khoảng 75 USD/m<sup>2</sup>) và đạt tỷ lệ lấp đầy 90% vào năm 2028.

**Bảng 2. Danh sách các khu công nghiệp khả dụng hiện tại và dự kiến cho thuê của KBC**

Khu công nghiệp	Vị trí	Diện tích thương phẩm (ha)	Diện tích cho thuê khả dụng (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (2021)	Giá thuê trung bình (USD/m <sup>2</sup> )	Mở bán
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	204	170	17%	116	2021
Tân Phú Trung	TP.HCM	314	111.6	64%	134	2008
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	456	456	0%	140	2023
Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	78	78	0%	110	2023
Nam Tân Tập	Long An	171	171	0%	150	2023
Cụm công nghiệp Long An	Long An	111	111	0%	140	2022
Cụm công nghiệp Hưng Yên	Hưng Yên	244	244	0%	90	2023

Nguồn: KBSV ước tính, KBC

**Biên gộp duy trì ở mức cao trong những năm tới nhờ giá cho thuê các dự án tăng giá trung bình 12%/năm**

Chúng tôi kì vọng KBC sẽ vẫn giữ được mức biên gộp cao trên 60% nhờ vào giá bán các KCN của KBC thường thấp hơn do đã kí biên bản ghi nhớ với các khách hàng 1-2 năm nên giá bàn giao thấp hơn giá giao dịch trên thị trường – chúng tôi kì vọng giá cho thuê bình quân của KBC sẽ tăng trở về với mặt bằng chung ở khu vực xung quanh khi đã bàn giao hết diện tích trên biên bản ghi nhớ.

Giá thuê bình quân tại các khu công nghiệp của KBC đã tăng từ 65.8 USD/m<sup>2</sup> vào 2016 lên 117.8 USD/m<sup>2</sup> tại 2021 (CAGR 12.4%/ năm) (Bảng 3). Các KCN được hưởng lợi lớn nhất này là các KCN KBC đã hoàn thành xây dựng từ lâu và có giá vốn thấp: Quang Châu, Tân Phú Trung.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng, biên bản ghi nhớ kí với Oppo có diện tích 62.7 ha và giá thuê theo biên bản là 80 USD/m<sup>2</sup> sẽ được bàn giao vào năm 2022 thay vì năm 2021 do ảnh hưởng, điều này sẽ làm giảm giá thuê trung bình được chúng tôi ước tính ở bảng 3. Giá thuê sẽ trở lại mức ngang với giá thị trường khi biên bản ghi nhớ được bàn giao hết.

**Bảng 3. Giá thuê các khu công nghiệp của KBC qua từng năm**

USD/m <sup>2</sup>	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Giá thuê bình quân	65.8	77.1	81.5	91.9	101	117.8	72.17	119.33
Tăng trưởng (%)	-	17.2%	5.7%	12.8%	9.9%	16.63%	-38.73%	65.34%
KCN Quang Châu	53.5	65.4	57.9	89	90	108		
KCN Quế Võ	114.5	92.6	81.7	89				
KCN Tràng Duệ	75	83.5	98.9	99		98.8		
KCN Tân Phú Trung	71.3	69.5	79	99	110	133	145	160
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh						116	88	125
KCN Tràng Duệ 3								135
KCN Quang Châu mở rộng								110
KCN Nam Tân Tập								145
CCN Long An							135	142
CCN Hưng Yên								85

Nguồn: KBSV ước tính, KBC

**Kế hoạch bán buôn cho KĐT Tràng Cát đang thể hiện những tín hiệu tích cực với biên lợi nhuận gộp cao 70% nhờ giá vốn thấp**

KBC dự kiến chuyển nhượng 50ha đất thương phẩm mỗi năm tại dự án khu đô thị (KĐT) Tràng Cát, thay vì tự phát triển để bán lẻ kết hợp bán buôn như kế hoạch trước đó. Kế hoạch này sẽ mang lại dòng tiền cho KBC nhanh hơn và khả thi về mặt pháp lý hơn, do dự án gần như đã có thể chuyển nhượng sau khi

hoàn tất việc san lấp.

Theo như chia sẻ từ doanh nghiệp, giá đất sau ghi san lấp có thể được chuyển nhượng với mức giá 20 triệu VNĐ/m<sup>2</sup>. Theo chúng tôi ước tính, chi phí cơ sở hạ tầng/m<sup>2</sup> của dự án Trảng Cát tương đối thấp, ở mức ~6.5 triệu VNĐ/m<sup>2</sup>. Điều này có nghĩa là KBC có thể ghi nhận 10,000 tỷ VNĐ doanh thu từ Trảng Cát với mức biên lợi nhuận ~68%. Chúng tôi đánh giá cao dự án này do tính pháp lý rõ ràng của dự án, đã nộp 100% tiền sử dụng đất và đền bù, dẫn tới việc thi công dự án thuận lợi. Chúng tôi cho rằng KBC sẽ giữ mức biên lợi nhuận gộp cao trong các năm tới khi dự án trọng điểm Trảng Cát có giá vốn thấp và vị trí thuận lợi của dự án giúp việc chuyển nhượng dự án thuận lợi.

**Dự địa định giá vẫn ở mức hấp dẫn khi KBC vẫn đang liên tục nghiên cứu và mở rộng quỹ đất hiện có**

Chúng tôi cũng lưu ý rằng hiện KBC còn khá nhiều dự án đang nghiên cứu và có thể phát triển sau này. Cụ thể, liên danh KBC – SGT – SCC đã được giao làm chủ đầu tư dự án KĐT Nam Vũng Tàu 69 ha, tổng mức đầu tư 4620 tỷ. KBC đã thành lập công ty con là CTCP tập đoàn đầu tư Vũng Tàu (VĐL 1000 tỷ) với tỷ lệ lợi ích 78.17% để quản lý và phát triển dự án này. Ở mảng KCN, KBC đã thành lập CTCP Tập đoàn Đầu tư và Phát triển Hưng Yên vào ngày 04/02/2021 với vốn điều lệ 1.800 tỷ đồng (KBC sở hữu 60%) để phát triển dự án KCN (860ha) tại huyện Bình Giang, tỉnh Hải Dương. Tỉnh Hải Dương nằm trong tam giác kinh tế trọng điểm phía Bắc Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh, tiếp giáp với Bắc Ninh, Hải Phòng, Bắc Giang và Hưng Yên. Chúng tôi cho rằng Hải Dương sẽ là một trong những tỉnh có lợi thế nhất để thu hút các nhà cung cấp/nhà thầu phụ của các ông lớn công nghệ như Foxconn, Samsung, OPPO.

Chúng tôi đánh giá đây đều là những dự án tiềm năng, nằm tại vị trí đặc địa và có giá bán/cho thuê đất với mức giá tiềm năng. Khu vực Nam Vũng Tàu có giá đất khoảng 40 triệu VNĐ/m<sup>2</sup> còn khu vực Hải Dương có giá thuê KCN khoảng 75 USD/m<sup>2</sup>.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Năm 2022: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh mẽ 238% YoY và 521% YoY**

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của KBC sẽ lần lượt đạt 14,546 tỷ VNĐ (+ 238% YoY) và 5,934 tỷ VNĐ (+ 521% YoY) dựa trên kế hoạch bàn giao và giả định giá thuê như sau:

- 130 ha KCN gồm 80 ha tại Nam Sơn Hạp Lĩnh, 30 ha tại Tân Phú Trung, và 20 ha tại cụm CN Long An.
- 60 ha tại KĐT gồm 7 ha tại Phúc Ninh, 3 ha tại Trảng Duệ và 50 ha tại Trảng Cát.
- Giá cho thuê trung bình KCN: Nam Sơn Hạp Lĩnh 89 USD/m<sup>2</sup> (thấp hơn so với mức giá 116 USD/m<sup>2</sup> của năm 2021 do biên bản ghi nhớ 63 ha với giá thuê 80 USD/m<sup>2</sup> kí với Oppo sẽ được thực hiện vào năm 2022), Tân Phú Trung 145 USD/m<sup>2</sup>, Long An 135 USD/m<sup>2</sup>.
- Giá bán trung bình KCN: 18 triệu VNĐ/m<sup>2</sup> với Phúc Ninh, Trảng Duệ 17 triệu/m<sup>2</sup> và Trảng Cát 20 triệu VNĐ/m<sup>2</sup> (dựa theo chia sẻ của doanh nghiệp về mức giá bán khi đã san lấp).

**Năm 2023: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 15% và 22%**

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của KBC vào 2023 sẽ đạt 16,383 tỷ VNĐ (+ 13% YoY) và 9,108 tỷ VNĐ (+ 23% YoY). Cơ sở dự phóng của chúng tôi dựa trên:

- Diện tích đất KCN cho thuê đạt 260 ha, trong đó: Nam Sơn Hạp Lĩnh 40 ha, Tân Phú Trung 30 ha, Tràng Duệ 3 100 ha, Quang Châu mở rộng 20 ha, Nam Tân Tập 20 ha, Long An 20 ha và Hưng Yên 30 ha.
- KĐT sẽ bán 40 ha trong đó: 7 ha tại Phúc Ninh, 3 ha tại Tràng Duệ và 50 ha bán buôn tiếp theo tại Tràng Cát.
- Giá cho thuê trung bình KCN: Nam Sơn Hạp Lĩnh 125 USD/m<sup>2</sup> (trở về mức giá thị trường do đã bàn giao hết biên bản ghi nhớ), Tân Phú Trung 160 USD/m<sup>2</sup>, Tràng Duệ 3 135 USD/m<sup>2</sup>, Quang Châu mở rộng 110 USD/m<sup>2</sup>, Nam Tân Tập 145 USD/m<sup>2</sup>, Long An 142 USD/m<sup>2</sup>, Hưng Yên 85 USD/m<sup>2</sup>.
- Giá bán trung bình KCN: 19.8 triệu/m<sup>2</sup> với Phúc Ninh, Tràng Duệ 18.7 triệu/m<sup>2</sup> và Tràng Cát 22 triệu/m<sup>2</sup>.

Bảng 4. Dự phóng KQKD KBC 2022-2023

Tỷ VNĐ	2021	2022F	2023F	Nhận xét
<b>Diện tích cho thuê KCN (ha)</b>	<b>114</b>	<b>130</b>	<b>260</b>	
Quang Châu	56.6	0	0	Quang Châu đã đạt 100% tỷ lệ lấp đầy tại cuối năm 2021
Nam Sơn Hạp Lĩnh	33.8	80	40	NSHL kỳ vọng sẽ bán nhanh do đã ký MOU trước hơn 100 ha
Tân Phú Trung	21.9	30	30	Giá thuê bình quân 140 USD/m <sup>2</sup>
Tràng Duệ 3	0	0	100	2023 Tràng Duệ 3 đi vào HĐ, đã ký MOU 115 ha
Quang Châu mở rộng	0	0	20	
Nam Tân Tập	0	0	20	
Cụm công nghiệp Long An	0	20	20	
Cụm công nghiệp Hưng Yên	0	0	30	
<b>Diện tích bán KĐT (ha)</b>	<b>4.6</b>	<b>60</b>	<b>40</b>	Chủ yếu tới từ tái khởi động KĐT Tràng Cát
Phúc Ninh	0	7	7	
Tràng Duệ	4.6	3	3	
Tràng Cát	0	50	30	
<b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>	<b>4,309</b>	<b>14,546</b>	<b>16,383</b>	Doanh thu tăng trưởng nhờ bán nhiều KĐT hơn và giá thuê KCN cao hơn
Cho thuê đất KCN	3,099	2,158	7,136	Đóng góp chính vào 2022 sẽ tới từ NSHL và Tân Phú Trung
Bán & cho thuê nhà xưởng	391	112	121	
Bán đất KĐT	515	11,770	8,547	Dự phóng của chúng tôi phản ánh việc ghi nhận 7.9 ha còn lại của Phúc Ninh sẽ bị lùi một phần sang các quý đầu năm 2022 và Tràng Cát mở bán buôn 50 ha
Khác	304	338	401	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,466</b>	<b>9,680</b>	<b>11,345</b>	
Biên lợi nhuận gộp (%)	57.23%	66.55%	69.25%	Biên lợi nhuận gộp cao hơn nhờ vào các KCN mở bán trong giai đoạn sau có giá thuê trung bình cao
Chi phí SG&A	-621	-1776	-2,001	
% SG&A / doanh thu	-14.41%	-12.21%	-12.21%	
LN từ HĐKD	1,845	7,904	9,344	
Thu nhập tài chính	163	244	356	
Chi phí tài chính	-535	-609	-505	Chủ yếu tới từ chi phí lãi vay tăng cao do huy động thêm vốn cho các dự án mới
LN trước thuế	1,365	7,418	9,108	
<b>LN sau thuế</b>	<b>955</b>	<b>5,934</b>	<b>7,286</b>	Việc bàn giao sẽ dễ dàng hơn trong 2022-2023 khi ít bị ảnh hưởng bởi dịch Covid hơn
Biên lợi nhuận ròng (%)	22.16%	40.79%	44.47%	

Nguồn: KBSV, KBC



## Định giá

### Phương pháp định giá

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu là 75,000VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 32.5% so với giá đóng cửa 58,500 VNĐ/cổ phiếu ngày 17/02/2022.

### Định giá chưa bao gồm kế hoạch 150 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ và bán cổ phiếu quỹ

Mô hình định giá của chúng tôi chưa đưa vào kế hoạch phát hành riêng lẻ 150 triệu cổ phiếu trong năm 2022 do cần thêm thông tin cụ thể hơn. Kế hoạch sẽ được chia sẻ cụ thể tại ĐHCĐ thường niên năm 2022 nhưng với giả định của chúng tôi với giá phát hành 44,000 VNĐ/cổ phiếu, KBC dự kiến sẽ thu về 6,600 tỷ VNĐ. Ngoài ra KBC cũng dự định bán gần 6 triệu cổ phiếu quỹ trong năm 2022. T

### Các thay đổi và bổ sung trong định giá: Cụm CN Hưng Yên và thay đổi giả định cho KĐT Trảng Cát theo kế hoạch bán buôn

Mô hình định giá của chúng tôi đã đưa các dự án mới được phê duyệt và là định hướng phát triển của KBC sắp tới là cụm CN Hưng Yên khi KBC đã được nhận quyết định đầu tư cuối năm 2021 và đã có khách hàng thương thảo để kí biên bản ghi nhớ. Chúng tôi cũng thay đổi giả định trong mô hình định giá của mình với KĐT Trảng Cát theo kế hoạch bán buôn đầy hứa hẹn của doanh nghiệp.

Bảng 5. Tổng hợp định giá KBC

Định giá	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	Project NPV	Giá trị cho KBC
<b>Khu công nghiệp</b>				<b>11,891</b>
- Nam Sơn Hạp Lĩnh	DCF	100.00%	1,969	1,969
- Tân Phú Trung	DCF	72.44%	2,541	1,841
- Trảng Duệ 3	DCF	86.54%	5,727	4,956
- Quang Châu mở rộng	DCF	88.06%	764	673
- Nam Tân Tập	DCF	41.11%	1,953	803
- Cụm CN Long An	DCF	82.94%	1,154	957
- Cụm CN Hưng Yên	DCF	69.00%	1,003	692
<b>Khu đô thị</b>				<b>33,291</b>
- Phúc Ninh	DCF	100.00%	2,663	2,663
- Trảng Duệ	DCF	86.54%	1,146	992
- Trảng Cát	DCF	100.00%	29,636	29,636
<b>Tổng giá trị định giá lại</b>				<b>45,182</b>
(+) Tiền và tương đương tiền				3,897
(+) Đầu tư tài chính ngắn hạn				2,117
(-) Vay nợ ròng				8,010
<b>NAV</b>				<b>43,186</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				575.70
<b>Giá trị cổ phiếu</b>				<b>75,000</b>
Giá hiện tại (17/02/2022)				58,500
<b>Tổng mức sinh lời</b>				<b>28.2%</b>

Nguồn: KBSV ước tính

**Bổ sung cụm CN Hưng Yên vào trong mô hình định giá**

Chúng tôi bổ sung cụm CN Hưng Yên vào trong mô hình định giá khi KBC đã nhận được quyết định đầu tư vào tháng 12/2021 và theo doanh nghiệp chia sẻ, đã có khách hàng tiềm năng thương lượng thuê lại 300ha đất tại các CCN và KCN của KBC phát triển tại Hưng Yên. Cụm CN này có diện tích 375 ha và diện tích thương phẩm 244 ha với tỷ lệ sở hữu của KBC là 69%. KBSV ước tính tổng doanh thu và LNST của cụm CN này đem lại là 5,040 tỷ VNĐ và 1,501 tỷ VNĐ trong giai đoạn 2023-2029. Dự án được định giá với giá trị thuộc về KBC là 692 tỷ VNĐ.

**Định giá mảng KCN ở mức 11,891 tỷ VNĐ, chiếm 25.6% tổng định giá**

Chúng tôi ước tính tổng giá trị lợi ích cho KBC ở mảng KCN vào khoảng 11,891 tỷ VNĐ, chiếm 26.3% định giá của chúng tôi. Định giá mảng KCN của KBC hiện phần lớn đang tập trung vào các dự án mới được phê duyệt là Trảng Duệ 3, Quang Châu mở rộng, Long An, Nam Tân Tập và Hưng Yên, đây được kì vọng là các dự án gối đầu cho KBC từ 2023 khi các KCN đang mở bán hiện hữu gần đạt 90% diện tích cho thuê.

**Thay đổi giá định cho KĐT Trảng Cát**

Chúng tôi thay đổi giá định cho KĐT Trảng Cát trong mô hình định giá theo kế hoạch bán buôn của KBC. Với tiến độ nhận giấy phép cho phép san lấp mặt bằng trong Quý 4/2021 và thi công trong nửa đầu năm 2022, KBSV kì vọng Trảng Cát sẽ bán được 50ha đất bán buôn đầu tư trong nửa cuối năm 2022 với giá bán theo KBC là 20 triệu VNĐ/m<sup>2</sup>, giá vốn ước tính cho Trảng Cát là khoảng 6.5 triệu VNĐ/ m<sup>2</sup>. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế ghi nhận từ KĐT Trảng Cát trong giai đoạn 2022-2029 là 68,710 tỷ VNĐ và 38,532 tỷ VNĐ. Dự án được định giá theo quan điểm của chúng tôi là 29,636 tỷ VNĐ cho KBC.

**Định giá mảng KĐT ở mức 33,291 tỷ VNĐ, chiếm 73.7% tổng định giá**

Chúng tôi ước tính tổng giá trị lợi ích cho KBC ở mảng KĐT vào khoảng 33,291 tỷ VNĐ, tương đương 73.7% tổng định giá. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý rằng định giá của chúng tôi chưa bao gồm dự án KĐT 69.5 ha tại Nam Vũng Tàu do dự án chưa có kế hoạch kinh doanh cụ thể.

**Tổng hợp định giá**

Tổng hợp lại định giá KCN và KĐT, chúng tôi đưa ra mức định giá RNAV hợp lý cho KBC là 43,186 tỷ VNĐ, tương đương với mức giá là 75,000VNĐ/cổ phiếu, upside 28.2% so với mức giá 58,500 VNĐ/cổ phiếu hiện tại.

**Định giá chưa bao gồm trường hợp giá bán sẽ tiếp tục tăng và các quỹ đất tiềm năng khác của KBC**

Chúng tôi cho rằng, mức định giá hiện tại vẫn có thể tăng khi giá bán các KCN và KĐT của KBC đã liên tục tăng các năm nay (KCN tăng bình quân 12%, KĐT Phúc Ninh đã tăng từ 18 triệu VNĐ/m<sup>2</sup> vào 2018 lên 30 triệu VNĐ/m<sup>2</sup> trên thị trường vào 2021). Không những vậy, định giá hiện tại của KBC sẽ được điều chỉnh tăng khi các dự án mới có kế hoạch kinh doanh hoặc phê duyệt cụ thể hơn (KĐT Nam Vũng Tàu 69 ha đang trong quá trình xây dựng quy hoạch, cụm CN tại Hải Dương đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ cấp phép đầu tư...).

## Rủi ro

### Rủi ro các khu công nghiệp không bán nhanh được như kì vọng

Chúng tôi đánh giá 2 nguyên nhân chính sẽ dẫn tới việc bán khu công nghiệp không được như kì vọng: (1) Pháp lý phức tạp dẫn tới tiến độ triển khai chậm; (2) Nhu cầu FDI vào Việt Nam giảm hoặc chậm lại do tác động của dịch bệnh ảnh hưởng lớn tới KBC khi 90% khách hàng tới từ nước ngoài. Chúng tôi đánh giá 2 rủi ro này là thấp khi: (1) Định giá của chúng tôi chỉ bao gồm các dự án KBC đã nhận được phê duyệt từ địa phương và có mức đền bù cao (Tràng Cát tỉ trọng lớn nhất trong định giá đã đền bù 100%); (2) Việt Nam sẽ duy trì lợi thế cạnh tranh trong ít nhất 10 năm tới khi lương nhân công sản xuất Việt Nam chỉ bằng ¼ Trung Quốc (252 USD/tháng so với Trung Quốc là 968 USD/tháng) và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng; (3) Xu hướng dịch bệnh sẽ chỉ ảnh hưởng ngắn tới FDI khi Việt Nam đạt miễn dịch cộng đồng vào 2022.

### Rủi ro về dự án Tràng Cát chuyển nhượng chậm hơn dự kiến

Như chúng tôi đã đề cập, KBC đã chuyển đổi kế hoạch từ bán lẻ kết hợp bán buôn KĐT Tràng Cát sang bán buôn hoàn toàn và doanh nghiệp đang tiến hành tìm kiếm nhà thầu thi công san lấp mặt bằng. Rủi ro chậm tiến độ có thể xảy ra khi tiến độ san lấp lâu hơn kì vọng do dịch bệnh cản trở việc thi công hoặc KBC có thể chậm hơn trong việc chuyển giao dự án. Tuy nhiên rủi ro này theo chúng tôi là không nhiều khi như đề cập ở trên, Việt Nam sẽ hoàn thành miễn dịch cộng đồng trong năm 2022 và dịch bệnh sẽ không ảnh hưởng quá nhiều tới tiến độ thi công. Thêm vào đó, với pháp lý bảo đảm và vị trí đắc địa, chúng tôi tin rằng Tràng Cát sẽ sớm được bàn giao trong năm 2022.

### Rủi ro điều chỉnh tăng quỹ đất

Hiện tại, KBC đang tích cực làm việc với các cơ quan chức năng để có thể nhận được giấy phép chấp thuận đầu tư cho các dự án mới như KĐT Nam Vũng Tàu, cụm CN ở Hải Dương và dự án Meridian Tower tại Đà Nẵng với tổng diện tích hơn 900 ha. Ngoài ra, KBC cũng thông tin thêm về khả năng có thể làm việc với UBND TP Hải Phòng để điều chỉnh quy hoạch KĐT Tràng Cát từ 582 ha lên 900 ha nhờ lấn biển. Với mỗi dự án KBC được phê duyệt chủ đầu tư, KBSV cho rằng đây là một tín hiệu tích cực và là rủi ro tăng giá với dự báo của chúng tôi.

### Rủi ro pha loãng cổ phiếu

Đợt phát hành riêng lẻ 150 triệu cổ phiếu công bố mới đây sẽ gây ra sự pha loãng cổ phiếu với cổ đông hiện hữu, chúng tôi sẽ cập nhật thêm về mức độ pha loãng khi có thông tin cụ thể. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhìn nhận đợt phát hành thêm này là tích cực do các dự án hiện tại của KBC đều đã tăng giá đáng kể và để có thể có đủ nguồn lực khai thác các dự án thì KBC cần thêm những nguồn vốn mới từ nhà đầu tư.

## PHỤ LỤC

## KBC – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2021A - 2023E

Báo cáo Kết quả HKQD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F	(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số thuần	2,151	4,309	14,546	16,383	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	23,786	30,605	41,810	48,430
Giá vốn hàng bán	-1,462	-1,843	-4,866	-5,038	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	21,403	26,435	37,418	44,069
Lãi gộp	689	2,466	9,680	11,345	Tiền và tương đương tiền	1,050	2,562	3,897	6,852
Thu nhập tài chính	314	163	244	356	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,940	2,016	2,117	2,223
Chi phí tài chính	-230	-535	-609	-505	Các khoản phải thu	6,638	10,150	11,956	12,119
Trong đó: Chi phí lãi vay	-195	-482	-609	-505	Hàng tồn kho, ròng	11,534	11,461	11,998	11,180
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	3	0	34	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	2,383	4,170	4,392	4,361
Chi phí bán hàng	-52	-190	-321	-362	Phải thu dài hạn	182	711	711	711
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-271	-431	-1,455	-1,639	Tài sản cố định	256	249	247	243
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	450	1,476	7,539	9,229	Tài sản dở dang dài hạn	869	1,102	1,102	1,102
Thu nhập khác	3	5	5	5	Đầu tư dài hạn	394	191	415	388
Chi phí khác	3	127	127	127	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	0	-122	-122	-122	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	13,133	14,432	19,892	19,286
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	6,962	6,652	11,111	11,905
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	450	1,354	7,417	9,107	Phải trả người bán	155	152	399	462
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-133	-410	-1,484	-1,822	Người mua trả tiền trước	894	514	591	544
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	320	955	5,934	7,286	Vay ngắn hạn	1,547	1,436	1,368	1,392
Lợi ích của cổ đông thiểu số	96	171	866	1,063	Nợ dài hạn	6,171	7,781	8,781	7,381
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	224	784	5,068	6,223	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	5	5	5	5
					Vay dài hạn	4,218	5,642	6,642	5,242
<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>10,653</b>	<b>16,173</b>	<b>21,918</b>	<b>29,144</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	32.0%	57.2%	66.6%	69.3%	Vốn góp	4,757	5,757	5,817	5,817
Tỷ suất EBITDA	21.2%	44.6%	54.8%	57.6%	Thặng dư vốn cổ phần	989	3,397	3,397	3,397
Tỷ suất EBIT	17.0%	42.8%	54.3%	57.0%	Lãi chưa phân phối	4,316	5,100	9,860	15,719
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	21.1%	31.7%	51.0%	55.6%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	2	3	2	2
Tỷ suất lãi hoạt động KD	20.9%	34.3%	51.8%	56.3%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	953	2,280	3,146	4,209
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.9%	22.2%	40.8%	44.5%					
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>Chỉ số chính</b>				
(Tỷ VNĐ)					(x, %, VNĐ)				
Lãi trước thuế	453	1,365	7,418	9,108	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	89	76	60	87	P/E	56.9	49.1	9.4	7.7
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-157	-157	-157	-157	P/E pha loãng	56.9	49.1	9.4	7.7
Chi phí lãi vay	227	537	678	562	P/B	1.1	2.1	2.0	1.5
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	456	1,821	7,999	9,600	P/S	5.3	8.0	3.0	2.6
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-533	-1,101	-1,806	-163	P/Tangible Book	1.1	2.1	2.0	1.5
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-3,986	72	-537	818	P/Cash Flow	-4.0	-37.7	12.0	5.4
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,530	-895	247	63	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	37.2	21.6	6.3	5.0
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	2	0	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	46.2	22.5	6.3	5.1
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-370	-814	-2,299	-2,270					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-2,913	-929	3,604	8,048	Hiệu quả quản lý				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-213	-211	-282	-56	ROE%	3.0%	5.9%	27.1%	25.0%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	0	0	0	ROA%	1.4%	3.1%	14.2%	15.0%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-880	-4,105	-1,000	-1,995	ROIC%	2.1%	8.1%	28.1%	30.1%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	140	1,393	57	401	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-120	-736	-736	-736	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.7	0.5	0.8
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	438	94	94	94	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.4	2.2	1.6	1.8
Cổ tức và tiền lãi nhận được	155	15	15	15	Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.1	4.0	3.4	3.7
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-480	-3,549	-1,839	-2,264	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.4	0.3	0.3	0.2
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	4,583	0	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.1
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.0
Tiền thu được các khoản đi vay	4,554	4,285	932	-1,376	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.0	0.0	0.0
Tiền trả các khoản đi vay	-701	-2,859	-1,362	-1,453	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.7	0.4	0.5	0.4
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuế tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.2	0.3	0.2
Cổ tức đã trả	-62	-19	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	1.2	0.9	0.9	0.7
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.6	0.5	0.5	0.4
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	3,791	5,991	-430	-2,829	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	398	1,512	1,335	2,955	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	0.4	0.5	1.3	1.4
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	652	1,050	2,562	3,897	Hệ số quay vòng HTK	0.2	0.2	0.8	0.7
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,050	2,562	3,897	6,852	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	8.2	28.1	52.8	38.1

Nguồn: KBC, 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

**Tiêu Phan Thanh Quang**  
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics  
quangtpt@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  
anhhd@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](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

Mua:	Nắm 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.