

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

## Triển vọng kinh doanh tích cực nhờ quỹ đất lớn

Chuyên viên phân tích – Phạm Nhật Anh  
(+84) 33-2780-140  
anhpn@kbsec.com.vn

28/09/2021

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 50,000 VNĐ**

**Diện tích đất thương phẩm chuẩn bị mở bán tăng mạnh trong 2 năm tới: 309 ha lên 954 ha mảng KCN, 56 ha lên 306 ha KĐT**

**Biên gộp duy trì ở mức cao – 57.1% vào H1/2021 nhờ giá bán các dự án đã tăng đáng kể**

**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 50,000 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương mức tổng lợi suất sinh lời 20.5% dựa trên phương pháp định giá tổng tài sản (RNAV). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị dựa trên các yếu tố sau:

Chúng tôi ước tính quỹ đất KCN của KBC có thể bán sẽ tăng từ 309 ha lên 954 ha nhờ: 456 ha thương phẩm tại KCN Trảng Duê 3, 111 ha thương phẩm tại cụm công nghiệp Long An, và 78 ha tại KCN Quang châu mở rộng hiện đã được phê duyệt 1/2000. Mảng KĐT cũng được kì vọng sẽ đóng góp đáng kể từ 2023 khi KĐT Trảng Cát bắt đầu mở bán, qua đó nâng diện tích KĐT thương phẩm của KBC từ 56 ha lên 306 ha.

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 57.4% H1/2021. 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 tr/m<sup>2</sup> trong khi giá bàn giao các hợp đồng cũ mới chỉ 18tr/m<sup>2</sup>, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) bàn giao giá 90 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 Bình Giang, Hưng Yên và Long An.

## Mua

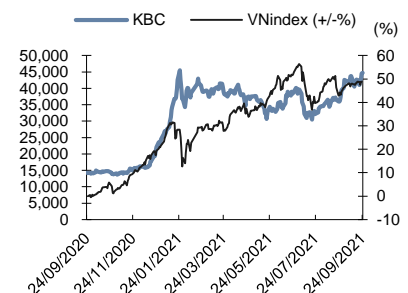
Giá mục tiêu	VNĐ 50,000
Tăng/ giảm (%)	20.5%
Giá hiện tại (27/09/2021)	VNĐ 41,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VNĐ 48,600
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	19,495

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	69.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	438
Sở hữu nước ngoài (%)	17.63%
Cổ đông nhà nước	0%

Stock price volatility				
(%)	1M	3M	6M	12M
KBC	24.7%	15.9%	15.3%	212.9%
VNINDEX	4.3%	-1.8%	16.6%	49.2%

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2019	2020	2021	2022
Doanh số thuần (tỷ đồng)	3,210	2,151	4,626	5,089
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,533	366	2,580	2,780
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	1,041	320	1,308	1,509
EPS (VNĐ)	1,931	471	2,045	2,358
P/E (x)	8.0	51.7	20.3	17.6
P/B (x)	0.78	1.19	1.60	1.45
ROE (%)	10.3%	3.0%	10.2%	9.6%
Dividend yield (%)	6.5%	N/A	N/A	N/A



Source: Bloomberg, KBSV

## Cập nhật KQKD H1/2021

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

Lũy kế 6M/2021, KBC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt là 2,752 tỷ (+278% yoy) và 1,572 tỷ (+340% yoy). Kết quả tích cực này chủ yếu tới từ diện tích bán đất KCN đạt 80.7 ha (+365% yoy). Về cơ cấu doanh thu: Cho thuê KCN vẫn chiếm tỉ trọng chính với 75.7%, bán nhà xưởng tỉ trọng 9.6%, bán KĐT 8.6% và thu phí dịch vụ khác 6.1%. Doanh thu từ mảng KCN có đóng góp bình quân 72.7% vào doanh thu của KBC trong 5 năm gần đây.

**Quang Châu và Tân Phú Trung vẫn đóng góp chính vào doanh thu, chiếm 77.7% diện tích cho thuê mới**

Trong số 80.6 ha KCN đã bán H1/2021: Quang Châu đạt 40.7 ha, Tràng Duệ 1.4 ha, Tân Phú Trung 21.9 ha và NSHL 16.6 ha. Tuy nhiên, chúng tôi kì vọng kể từ H2/2021 Quang Châu sẽ không còn đóng góp đáng kể nữa khi tỷ lệ lấp đầy đã đạt 97% và thay vào đó là NSHL khi khu này đã nhận kí biên bản ghi nhớ lên tới 100 ha.

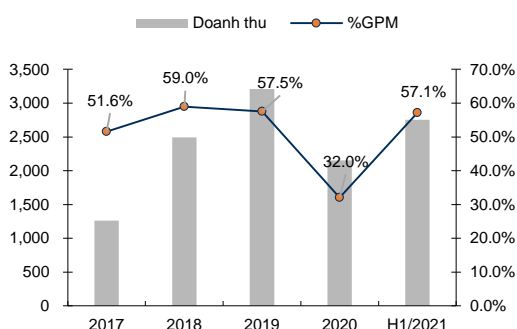
**Biên lợi nhuận cải thiện từ 49.1% lên 57.1% trong H1/2021 yoy nhờ giá bán KCN tăng cao**

H1/2021, KBC ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp 57.1%, tăng 8 điểm % so với cùng kì 2020 nhờ giá bán các KCN tăng mạnh. 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.

**KQKD trong ngắn hạn có thể bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid**

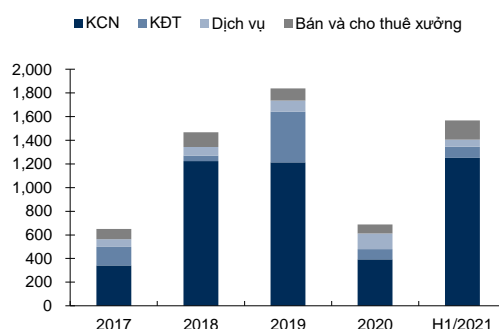
Chúng tôi cũng lưu ý rằng, mặc dù các KCN ở phía Bắc của KBC đã hoạt động trở lại sớm hơn vào tháng 7, các dự án đang phát triển của KBC ở miền Nam như KCN Tân Phú Trung và cụm công nghiệp Long An vẫn sẽ bị ảnh hưởng bởi dịch, dẫn tới nhà đầu tư không thể tới thăm thực địa dự án và phải ngưng triển khai tạm thời. Điều này được thể hiện rõ nhất khi tiến độ bán KCN quý 2 chỉ đạt 14 ha trong khi quý 1 là 64 ha. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây chỉ là diễn biến ngắn hạn và việc hạch toán các KCN của KBC sẽ chỉ bị chậm 1-2 quý so với kế hoạch.

**Biểu đồ 1. Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận gộp của KBC (%)**



Source: KBSV, KBC

**Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của KBC (tỷ đồng)**



Source: KBSV, KBC

**Bảng 1. Tổng hợp KQKD H1/2021 của KBC**

Tỷ VNĐ	H1/2020	H1/2021	%G yoy	% Dự phóng 2021	% Kế hoạch 2021	Nhận xét
Diện tích cho thuê KCN (Ha)	17.3	80.6	366%	63.4%		Chủ yếu từ các doanh nghiệp công nghệ, điện tử nước ngoài.
Quang Châu	2.2	40.7	1750%	89.1%		
Tràng Duệ	0	1.4	N/A	N/A		
Tân Phú Trung	15.1	21.9	45.0%	73.0%		
Nam Sơn Hạp Lĩnh	0	16.6	N/A	33.2%		
Diện tích cho thuê KĐT (Ha)	0.9	2.2	144%	30%		2.2 ha bán đất tới từ KCN Tràng Duệ.
Doanh thu (tỷ VNĐ)	727.3	2751.8	278%	56%	42%	Doanh thu chủ yếu vẫn tới từ kinh doanh KCN.
Cho thuê đất KCN	471	2082.1				Đóng góp chính từ 3 KCN Quang Châu, Tân Phú Trung và NSHL.
Bán nhà xưởng	0	263.1				
Bán đất KĐT	82.8	235.3				Bán KĐT Tràng Duệ.
Khác	173.5	171.3	-			
Lợi nhuận gộp	357.3	1572.1				
% GPM	49.1%	57.1%				LNG tăng do giá bán các KCN cải thiện.
Chi phí SG&A	(133)	(322)				
% SG&A / doanh thu	-18.3%	-11.7%				
LN từ HĐKD	225	1,250				
Thu nhập tài chính	27.2	74.5				
Chi phí tài chính	(98.4)	(225.4)				
LN trước thuế	164.4	1097.8				
LN sau thuế	105.1	792.4	654%	52%	40%	Dự phóng thận trọng hơn do dịch bệnh có thể làm chậm tiến độ hạch toán đi 1/2 quý.
% NPM	14.5%	28.8%				

Source: KBSV, KBC

## Luận điểm đầu tư

**Diện tích đất thương phẩm chuẩn bị mở bán tăng mạnh trong 2 năm tới: 309 ha lên 954 ha mảng KCN, 56 ha lên 306 ha KĐT**

Chúng tôi kì vọng quỹ đất KCN sắp tới của KBC sẽ tăng đáng kể nhờ: dự án KCN Trảng Duệ 3 có diện tích 687 ha đã nhận được phê duyệt quan trọng từ chính phủ vào tháng 3 - 2021, KCN Quang Châu mở rộng 90 ha đã được phê duyệt 1/2000 vào tháng 7 và cụm công nghiệp Long An 169 ha đã huy động 1500 tỷ từ trái phiếu để chuẩn bị đầu tư. 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 vào 2023 và đóng góp bình quân khoảng 120 ha diện tích KCN bàn giao 1 năm, qua đó gia tăng gấp đôi 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 Trảng Cát 585 ha bắt đầu đi vào hoạt động từ 2023, dự kiến sẽ mở bán được 30 ha.

**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 90% diện tích cho thuê tăng thêm 645 ha từ 2023-2028 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 khu mở rộng này 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 2023.

**Bảng 2. Danh sách các khu công nghiệp của KBC**

Khu công nghiệp	Diện tích (ha)	Còn cho thuê được (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (31/06/2021)	Giá thuê (USD/m2)	Mở bán
Nam Sơn Hạp Lĩnh	300	187.5	8%	90	2021
Quang châu	426	7.6	97%	108	2008
Tân Phú Trung	543	113.4	64%	134	2011
Quang Châu mở rộng	90	78.0	0%	110	2024
Cụm công nghiệp Long An	220	143	0%	135	2022
Tràng Duệ 3	687	456	0%	100	2023

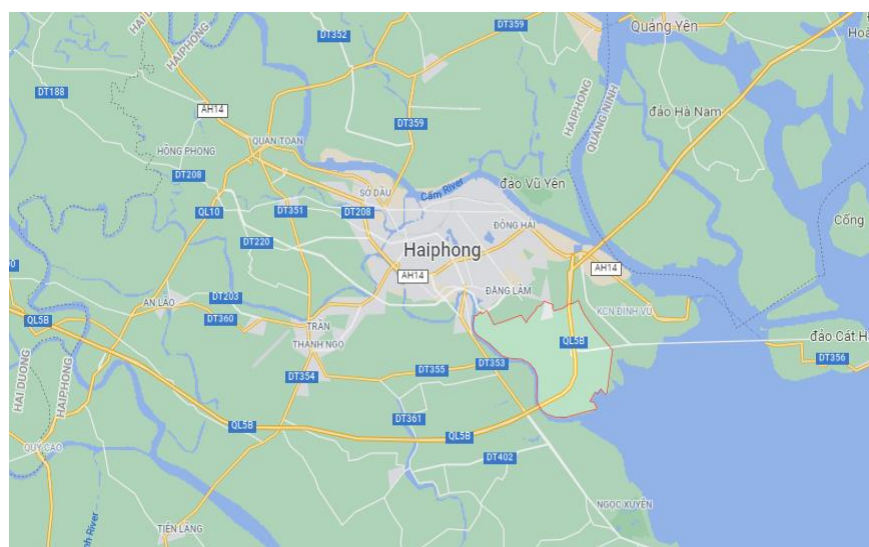
Source: KBSV ước tính, KBC

### **KĐT Tràng Cát đã có những tín hiệu tích cực về tiến độ triển khai sau nhiều năm bị đóng băng**

KĐT Tràng Cát được cấp giấy chứng nhận đầu tư từ 2011 nhưng nhiều năm vẫn chưa triển khai do bị cô lập về đầu nối giao thông: Một bên bị ngăn cách bởi cao tốc Hải Phòng – Hà Nội, đường Tân Vũ – Lạch Huyện không có điểm giao cắt đầu nối từ 2 nhánh đường trên vào dự án. Tuy nhiên, tới nay Tràng Cát đã có những tín hiệu tích cực khi KBC đã đầu tư hầm chui cao tốc Hà Nội – Hải Phòng dẫn tới dự án, và tháng 12/2020 đã nộp tiền sử dụng đất 3500 tỷ cho dự án và mới đây nhất là tăng VDL tại Tràng Cát thêm 1,500 tỷ sau đợt PHT 100 triệu cổ phiếu sắp tới. Do vậy, chúng tôi kì vọng giai đoạn tới KĐT Tràng Cát sẽ có tiến độ cải thiện rõ rệt và có thể đưa vào khai thác kinh doanh từ 2023. Qua đó, nâng quỹ đất thương phẩm KĐT từ 56 ha lên 306 ha.

### **KĐT Tràng Cát có vị trí thuận lợi, tiềm năng trở thành đại đô thị quan trọng bậc nhất với thành phố Hải Phòng**

Khu đô thị tràng Cát có vị trí hết sức thuận lợi cách sân bay Cát Bi dưới 10 km, vị trí tiếp giáp cao tốc Hải Phòng – Hà Nội và được thiết kế là khu đô thị lấn biển. Việc dự án được đưa vào hoạt động sẽ trở thành đại đô thị bậc nhất Hải Phòng và gắn liền với phát triển kinh tế khu vực. Do vậy, chúng tôi đánh giá rất cao dự án này và cho rằng giá đất hiện tại 16 tr/m2 hoàn toàn có thể tăng nữa khi một số vị trí tại Hải Phòng đã có giá đất hơn 100 tr/m2.

**Biểu đồ 3. Vị trí KĐT Tràng Cát**

Nguồn: KBSV

**Biên gộp duy trì ở mức cao – quanh mức 57.1% của H1/2021 nhờ giá bán các dự án đã tăng đáng kể**

Chúng tôi kì vọng KBC sẽ vẫn giữ được mức biên gộp cao như H1/2021 vào khoảng 57.1% nhờ: (1) Các KCN đang mở bán đã tăng giá đáng kể; (2) Các dự án của KBC thường kí hợp đồng trước với khách hàng 1-2 năm nên giá bàn giao thấp hơn giá giao dịch trên thị trường – kì vọng sẽ gia tăng lên mức bình quân.

**Mảng KCN có mức tăng giá bình quân 10%/ năm từ 2016-2021**

Giá thuê bình quân tại các khu công nghiệp của KBC đã tăng từ 65.8 USD/m<sup>2</sup> vào 2016 lên 106.7 USD/m<sup>2</sup> tại 2021 (tăng trưởng bình quân 10.1%/ năm). 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.

**Biên gộp tại các KCN cải thiện trong các năm tới khi NSHL đang có giá thuê thấp chỉ 90 USD/m<sup>2</sup>, thấp hơn 18% so với khu vực**

16.6 ha NSHL đã bàn giao H1/2021 có giá bán bình quân là 90 USD/m<sup>2</sup>. Chúng tôi nhận thấy giá bán này thấp hơn so với trung bình khu vực 100-120 USD/m<sup>2</sup> do KBC thường kí biên bản ghi nhớ với ĐĐT trước 1-2 năm nên có sự chênh lệch giữa giá bàn giao và giá thị trường. Do vậy, chúng tôi kì vọng biên gộp từ khu NSHL cũng sẽ dần cải thiện trong các năm tới.

**Dự án trọng điểm của KBC, Tràng Cát 584 ha có thể đạt mức lợi nhuận gộp 63.3% nhờ giá vốn thấp**

Dự án có tổng mức đầu tư hạ tầng dự kiến là 11,329 tỷ tức chi phí hạ tầng/ 1 m<sup>2</sup> đất thương phẩm (250 ha thương phẩm) là 4.6 triệu/m<sup>2</sup>. Chúng tôi cho rằng chi phí này là thấp khi đất nền ở khu vực quanh dự án đã có giá bán 16 tr/m<sup>2</sup>. Chúng tôi còn 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 Tràng Cát đang có giá vốn rất thấp.

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

USD/m <sup>2</sup>	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
Giá thuê bình quân	65.8	77.1	81.5	91.9	101.0	106.7
%G	-	17.2%	5.8%	12.7%	9.9%	5.7%
KCN Quang Châu (SBG)	53.5	65.4	57.9	89.0	90.0	108.0
KCN Quế Võ	114.5	92.6	81.7	89.0		
KCN Tràng Duệ (SHP)	75.0	83.5	98.9	99.0		98.8
KCN Tân Phú Trung (SGTB)	71.3	69.5	79.0	99.0	110.0	133.0
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh						90.0

Source: KBSV estimates, KBC

**Định giá 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 (VDL 1000 tỷ) với tỷ lệ lợi ích 78.17% để quản lý và phát triển dự án này. Ở mảng KCN, KBC cũng nắm tỉ lệ lợi ích 41.11% tại KCN Nam Tân Tập 245 ha mới được chấp thuận chủ trương đầu tư vào M8/2021. Chúng tôi đánh giá đây đều là những dự án tiềm năng, nằm tại vị trí đặc địa và có giá bán không hề rẻ. Khu vực Nam Vũng Tàu có giá đất khoảng 40 tr/m<sup>2</sup> còn khu vực Nam Tân Tập có giá thuê KCN khoảng 140 USD/m<sup>2</sup>.

**Liên tục thành lập công ty con với**

Ngoài các dự án đã có pháp lý cụ thể ở trên thì KBC cũng đang nghiên cứu

**các công ty liên kết để mở rộng quỹ đất**

nhiều dự án khác với công ty liên kết, trong đó:

- Thành lập CTCP đầu tư phát triển Long An (góp vốn bởi KBC, SHP và SGT) có VĐL 1500 tỷ, tỷ lệ lợi ích của KBC 65.36%, mục đích để nghiên cứu và đầu tư khu công nghiệp Tân Tập tại Long An có diện tích 700 ha. Tuy nhiên dự án mới chỉ đang trong giai đoạn nghiên cứu hoàn thiện hồ sơ và chưa được UBND giao làm CĐT.
- Thành lập CTCP Tập đoàn Đầu tư và phát triển Hưng Yên, VĐL 1800 tỷ, tỷ lệ lợi ích 69%, để đầu tư quần thể công nghiệp – đô thị tại Hưng Yên có diện tích lên tới 1000 ha.
- Ngoài ra KBC còn định lập dự án tại Hải Dương, Hà Nội, Thái Nguyên,...

Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý rằng các dự án này chưa có phê duyệt pháp lý cụ thể và thời gian thực hiện các dự án đang có của KBC cũng cần ít nhất 5 năm nữa nên chúng tôi chưa đưa các dự án này vào định giá.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Năm 2021: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh 115% yoy và 308% yoy**

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của KBC sẽ lần lượt đạt 4,626 tỷ (+ 115%) và 1,308 tỷ (+ 309%) dựa trên kế hoạch bán dự án như sau:

- 137 ha KCN gồm 45.7 ha tại Quang Châu, 1.4 ha tại Trảng Duệ, 30 ha tại Tân Phú Trung và 60 ha tại Nam Sơn Hạp Lĩnh
- 5.4 ha tại KĐT gồm 3 ha tại Phúc Ninh và 2.4 ha tại Trảng Duệ

Dự phóng của chúng tôi đang thận trọng hơn so với kế hoạch BLĐ đề ra tại ĐHCĐ là 6,600 tỷ và 2,000 tỷ chủ yếu do dự phóng từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh thấp hơn. Chúng tôi để cơ sở dự phóng năm nay thấp trong bối cảnh: (1) dịch Covid có tác động tới tiến độ thị công tại các dự án của KBC, đặc biệt ở khu vực miền Nam là các dự án tại Long An và Tân Phú Trung; (2) tệp khách hàng của KBC có 90% tới từ các doanh nghiệp nước ngoài nên kể cả khi các KCN hoạt động trở lại thì việc khó tiếp cận thực địa sẽ dẫn tới lợi nhuận thấp đi.

**Năm 2022: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 17.2 và 32.3%**

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của KBC vào 2022 sẽ đạt 5,089 tỷ (+ 10%) và 1,509 tỷ (+ 15%). Cơ sở dự phóng của chúng tôi dựa trên:

- Diện tích đất KCN cho thuê đạt 122 ha, trong đó Tân Phú Trung 40 ha còn Nam Sơn Hạp Lĩnh 80 ha. Chúng tôi kì vọng NSHL sẽ đạt mức cho thuê cao khi KBC cuối 2020 đã kí MOU 100 ha cho NSHL nên vấn đề chỉ là làm đúng tiến độ dự án để có thể bàn giao.
- Chúng tôi cho rằng dự án Long An có thể sẽ nhận đặt cọc trước từ 2022 nhưng chưa thể bàn giao chính thức khi khu vực Long An hiện tại đang bị vướng mắc dịch và chưa thể bắt đầu triển khai (KBC đã huy động 1500 tỷ vốn từ trái phiếu vào cuối tháng 6).
- Dự án Trảng Duệ hiện chưa GPMB (mới xuất hiện 9.7 tỷ vào HTK Q2/2021) nên khó có thể mở bán ngay 1 năm sau khi xây dựng.
- KĐT sẽ bán 9 ha trong đó: 6 ha tại Phúc Ninh và 32 ha tại Trảng Duệ. Chúng tôi cho rằng Phúc Ninh chưa thể mở bán ngay giai đoạn 2 vào 2022 khi GĐ1 hiện vẫn đang triển khai để bàn giao nốt phần đã nhận đặt cọc trước 7.9 ha. Tuy nhiên, KBC thường sẽ nhận đặt cọc trước vài năm nên có thể kì vọng KĐT Phúc Ninh sẽ mời chào NĐT từ 2022.



**Bảng 3. Dự phóng KQKD 2021/2022**

Tỷ VNĐ	2020	2021	2022	%G yoy	Nhận xét
Diện tích cho thuê KCN (Ha)	66.2	137.1	122.6	-11%	Diện tích cho thuê dự phóng giảm do các KCN mới Trảng Duệ, Long An chưa thể bàn giao ngay trong 2022
Quang Châu	30	45.7	2.6	-94%	Giá thuê bình quân 108 USD/m2
Trảng Duệ	0	1.4	0	-100%	2023 Trảng Duệ 3 đi vào HĐ
Tân Phú Trung	36.2	30	40	33%	Giá thuê bình quân 135 USD/m2
Nam Sơn Hạp Lĩnh	0	60	80	33%	NSHL kỳ vọng sẽ bán nhanh do đã ký MOU trước hơn 100 ha
Cụm công nghiệp Long An	0	0	0		
Diện tích cho thuê KĐT (Ha)	2.35	5.4	9	67%	2022 Phúc Ninh đóng góp 6 ha từ GĐ1 và 2 ha từ Trảng Duệ. Chúng tôi cho rằng Phúc Ninh GĐ2 chưa thể mở bán ngay 2022
Doanh thu (tỷ VNĐ)	2,151	4,626	5,089	10%	Doanh thu tăng trưởng chủ yếu nhờ bán nhiều KĐT hơn
Cho thuê đất KCN	1,537	3,341	3,161		Đóng góp chính vào 2022 sẽ tới từ NSHL và Tân Phú Trung
Bán nhà xưởng	140	188	193		
Bán đất KĐT	196	800	1,411		Dự phóng của chúng tôi phản ánh việc book 7.9 ha còn lại của Phúc Ninh sẽ bị lùi một phần sang các quý đầu năm 2022
Khác	277	297	324		
Lợi nhuận gộp	689	2,580	2,780		
% GPM	32.0%	55.8%	54.6%		
Chi phí SG&A	-323	-483	-465		
% SG&A / doanh thu	-15.01%	-10.44%	-9.14%		
LN từ HĐKD	366	2,098	2,314		
Thu nhập tài chính	314	172	345		
Chi phí tài chính	-230	-637	-776		
LN trước thuế	453	1,635	1,886		
LN sau thuế	320	1,308	1,509	15%	Việc bàn giao sẽ dễ dàng hơn trong 2022 khi ít bị ảnh hưởng bởi dịch Covid hơn
% NPM	14.87%	28.27%	29.64%		

Source: 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 50,000 VNĐ/cp, tương đương với mức sinh lời tổng 20.5% so với giá đóng cửa 41,500 VNĐ/cp ngày 27/09/2021.

### Định giá đã bao gồm 100 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ giá 34,096 VNĐ

Mô hình định giá của chúng tôi đã bao gồm kế hoạch phát hành riêng lẻ 100 triệu cổ phiếu sắp tới với mức giá 34,096 VNĐ/cp. KBC dự định sẽ thu về 3,409.6 tỉ với mục đích sử dụng vốn như sau: 419 tỷ bổ sung vốn lưu động, 1,180 tỷ tăng quy mô tại Trảng Cát và tái cơ cấu 12 khoản nợ với tổng giá trị 1,811 tỷ. Số lượng cổ phiếu lưu hành của KBC ước tính sẽ tăng 21.5% từ 469.7 triệu cổ phiếu lên 569.7 triệu.

### Các dự án mới được đưa vào định giá: Trảng Duệ 3, Trảng Cát và cụm công nghiệp Long An

Mô hình định giá của chúng tôi cũng đã đưa các dự án mới được phê duyệt và là định hướng phát triển của KBC sắp tới, bao gồm: KCN Trảng Duệ 3 diện tích 687 ha đã được thủ tướng chính phủ bổ sung vào quy hoạch khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, cụm công nghiệp Long An diện tích 169 ha, cuối cùng là khu đô thị Trảng Cát đã hoàn thành công đoạn đền bù và nộp tiền sử dụng đất.

**Bảng 4. Tổng hợp định giá KBC**

Định giá	Phương pháp	TLSH	Project NPV (Tỷ đồng)	Giá trị cho KBC
<b>Khu công nghiệp</b>				<b>6,751</b>
- Quang Châu	DCF	88%	87	76
- Quang Châu mở rộng	DCF	88%	551	485
- Nam Sơn Hạp Lĩnh	DCF	100%	1,446	1,446
- Trảng Duệ 3	DCF	87%	3,223	2,789
- Tân Phú Trung	DCF	72%	1,152	834
- Cụm CN Long An	DCF	83%	804	667
- Nam Tân Tập	DCF	41%	1,103	453
<b>Khu đô thị</b>				<b>23,627</b>
- Phúc Ninh	DCF	100%	4,004	4,004
- Trảng Duệ	DCF	87%	367	318
- Trảng Cát	DCF	100%	18,749	19,305
<b>Giá trị hàng tồn kho định giá lại</b>				<b>30,378</b>
(+) Tiền và tương đương tiền				7,093
(-) Vay nợ ròng				8,990
<b>RNAV</b>				<b>28,481</b>
SLCP đang lưu hành				569,760,189
<b>Giá trị cổ phiếu</b>				<b>50,000</b>
Giá hiện tại				41,500
<b>Tổng mức sinh lời</b>				<b>20.5%</b>

Source: KBSV estimates

**Định giá mảng khu công nghiệp**

Định giá mảng KCN của chúng tôi bao gồm các khu công nghiệp KBC đang mở bán là Quang châu, Nam Sơn Hạp Lĩnh, và Tân Phú Trung. Trong đó, 2 dự án KCN mới được đưa vào định giá nhưng chưa mở bán là Tràng Duệ 3 và cụm công nghiệp tại Long An. Chúng tôi đưa 2 dự án này vào định giá do được chính quyền phê duyệt và có thể bắt đầu triển khai.

**Định giá các khu công nghiệp đang mở bán**

Định giá các khu công nghiệp đang mở bán của chúng tôi bao gồm: KCN Quang Châu, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và KCN Tân Phú Trung

- KCN Quang Châu: có diện tích 426 ha, thương phẩm 278 ha. KCN nằm tại Việt Yên, Bắc Giang và có giá thuê bình quân H1/2021 vào khoảng 108 USD/m<sup>2</sup>. Tính tới H1/2021 đã lấp đầy 97%, diện tích cho thuê còn lại chỉ 7.6 ha. Với giả định giá thuê trung bình 108 USD/m<sup>2</sup> cho phần diện tích còn lại, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho giai đoạn còn lại lần lượt là 162 tỷ và 67 tỷ, bán hết trong năm 2021.
- KCN Nam sơn Hạp Lĩnh: có diện tích 300 ha, thương phẩm 204 ha. KCN tọa lạc tại Tiên Du, Bắc Ninh và có giá bán bình quân H1/2021 vào khoảng 90 USD/m<sup>2</sup>. NSHL bắt đầu mở bán từ 2021 và tới H1/2021 đã bán được 16.6 ha, qua đó còn lại 187.5 ha diện tích thương phẩm. NSHL có giá thuê là 90 USD/m<sup>2</sup>, thấp hơn so với bình quân khu vực vào khoảng 100-120 USD/m<sup>2</sup>. Theo chúng tôi, NSHL có giá thuê thấp hơn do KBC thường kí biên bản ghi nhớ với nhà đầu tư trước 1-2 năm, do vậy sẽ có sự chênh lệch giữa giá bán và giá thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi kì vọng trong các năm tới giá bán khu vực này sẽ cải thiện lên mức bình quân là 110 USD/m<sup>2</sup>. Chúng tôi đang định giá tổng dự án ở mức 1,446 tỷ VNĐ, với kì vọng dự án sẽ thực hiện bán 90% từ 2021-2024.
- KCN Tân Phú Trung: có diện tích 543 ha và diện tích thương phẩm 314 ha. KCN tọa lạc tại Tân Phú Trung, Hồ Chí Minh và có giá thuê tại thời điểm hiện tại vào khoảng 135 USD/m<sup>2</sup>. Tính tới H1/2021 Tân Phú Trung đã lấp đầy 64% và còn khoảng 113.4 ha diện tích thương phẩm nữa. Chúng tôi ước tính định giá NPV còn lại của dự án vào khoảng 1,152 tỷ.

**Định giá các khu công nghiệp chuẩn bị mở bán, đủ thủ tục pháp lý**

Định giá của chúng tôi ở mảng KCN còn bao gồm các dự án đã được phê duyệt đầy đủ nhưng chưa mở bán, bao gồm: KCN Tràng Duệ 3 687 ha, cụm công nghiệp tại Long An 219 ha.

- KCN Tràng Duệ 3: có diện tích 687 ha, diện tích thương phẩm 456 ha. KCN này đã được thủ tướng chính phủ phê duyệt bổ sung vào quy hoạch khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải vào 25/03/2021. KCN Tràng Duệ có lợi thế về cả vị trí địa lý lẫn ưu đãi thuế thu nhập nên có tỷ lệ lấp đầy rất nhanh, Tràng Duệ 2 chỉ mất 4 năm kể từ 2018 để lấp đầy hơn 90%. Cụ thể, doanh nghiệp đầu tư vào KCN Tràng Duệ được miễn thuế thu nhập 4 năm đầu, giảm 50% cho 9 năm tiếp theo áp dụng mức thuế suất TNDN 10% cho 15 năm đầu tiên. Về vị trí địa lý, KCN Tràng Duệ cách cảng Hải Phòng 15 km và nằm ngay cạnh đường quốc lộ 10 nên lưu thông rất thuận tiện. Chúng tôi kì vọng dự án này sẽ dễ dàng thu

hút vốn đầu tư từ doanh nghiệp nước ngoài, đặc biệt các doanh nghiệp có sẵn nhà máy ở đây như LG, Dongjin, Haengsung,... và có thể lấp đầy được 90% trong vòng 5 năm kể từ khi mở bán vào 2023. Với giá định giá thuê 110 USD/m<sup>2</sup> và thời gian lấp đầy 90% từ 2023-2027, chúng tôi định giá dự án vào khoảng 3,223 tỷ.

- Cụm công nghiệp tại Long An: KBC đã trúng thầu 3 dự án KCN tại Long An vào 2020 với quy mô 169 ha và tỷ lệ sở hữu bình quân 83%. Chúng tôi ước tính cụm công nghiệp Long An sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 4,455 tỷ và 1,495 tỷ cho giai đoạn từ 2022-2027 với giá thuê ước tính là 135 USD/m<sup>2</sup>. Dự án được định giá 804 tỷ cho cổ đông công ty mẹ KBC.
- KCN Quang Châu mở rộng: có diện tích 90 ha, diện tích thương phẩm tăng lên dự kiến 78 ha. Hiện dự án mới chỉ đang ở bước quy hoạch 1/2000, nên chúng tôi giả định 2024 mới có thể bắt đầu cho thuê. Với mức giá thuê 100 USD/m<sup>2</sup> ở Quang Châu hiện tại, chúng tôi ước tính KCN này sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 1,982 tỷ và 778 tỷ cho giai đoạn từ 2024-2028. Chúng tôi định giá dự án ở mức 551 tỷ.
- KCN Nam Tân Tập: diện tích 245 ha, thương phẩm 152 ha. TLSH cho KBC vào khoảng 41.1%. Dự án mới được thủ tướng phê duyệt vào tháng 8, được thực hiện bởi chủ đầu tư SGT. Chúng tôi ước tính dự án đóng góp 453 tỷ vào định giá của KBC.

**Định giá chưa bao gồm các KCN chưa nhận phê duyệt cụ thể từ chính quyền**

Ngoài ra, chúng tôi còn lưu ý định giá chưa bao gồm các dự án từ công ty con có quy mô nhỏ hoặc các dự án chưa được phê duyệt, đang trong giai đoạn nghiên cứu: 960 ha Bình Giang, 1000 ha Hưng Yên, 616 ha Long An, dự án từ công ty liên kết gồm 21.5% KCN Đại Đồng Hoàn Sơn 95 ha – 2021 mở bán, 65.36% KCN Tân Tập 700 ha đang trong giai đoạn nghiên cứu quy hoạch.

**Định giá mảng KCN ở mức 6,298 tỷ, chiếm 22.2% tổng định giá.**

Chúng tôi ước tính tổng giá trị lợi ích cho KBC ở mảng KCN vào khoảng 6,298 tỷ VNĐ, chiếm 23.3% 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 Duyệt 3, Long An và Quang Châu mở rộng, đây được kỳ 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.

**Bảng 5. Định giá mảng KCN**

Định giá	Phương pháp	TLSH	Mở bán	Diện tích còn lại (Ha)	Giá thuê (USD/m <sup>2</sup> )	Project NPV (Tỷ đồng)	Giá trị cho KBC (Tỷ đồng)
Khu công nghiệp							6,751
- Quang Châu	DCF	88%	2008	7.6	110	87	76
- Quang Châu mở rộng	DCF	88%	2024	78.0	110	551	485
- Nam Sơn Hạp Lĩnh	DCF	100%	2021	187.5	100	1,446	1,446
- Trảng Duệ 3	DCF	87%	2023	456.0	120	3,223	2,789
- Tân Phú Trung	DCF	72%	2011	113.4	140	1,152	834
- Cụm CN Long An	DCF	83%	2022	110.6	140	804	667
- KCN Nam Tân Tập	DCF	41%	2023	151.7	140	1,103	453

Source: KBSV estimates

**Định giá mảng khu đô thị**

Định giá mảng khu đô thị của chúng tôi bao gồm các dự án KBC đang thực hiện và đã được trao quyền sử dụng đất: khu đô thị Phúc Ninh 114 ha, khu đô thị Trảng Duệ 42 ha, và khu đô thị Trảng Cát 584 ha.

**Khu đô thị Phúc Ninh**

Khu đô thị Phúc Ninh có diện tích 114 ha, thương phẩm 44.5 ha. KĐT tọa lạc tại khu vực Đấu Mã, Phú Ninh, Bắc Ninh. Hiện dự án đã bàn giao 2.56 ha với giá bán trung bình 15 triệu. Ngoài ra, KĐT đã nhận đặt cọc trước cho khu vực 7.43 ha với giá bán trung bình 18 tr/m<sup>2</sup>, ước tính sẽ thực hiện bàn giao trong năm nay hoặc đầu năm sau. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng khoản đặt cọc này KBC đã nhận đặt từ 2018 nên không phản ánh giá thị trường hiện tại ở khu vực. Theo khảo sát của chúng tôi, khu vực Phúc Ninh đang có giá bán đất nền bình quân 38 triệu/m<sup>2</sup> nhờ vị trí trung tâm Bắc Ninh cách trung tâm Văn Hóa Kinh Bắc 800 m, trục đường chính Trần Hưng Đạo 1 km. Do vậy, chúng tôi kì vọng dự án sau khi bán hết 9.9 ha đã đặt chỗ trước, sẽ bắt đầu thực hiện thi công và mở bán giai đoạn mới với giá bán trung bình 30 triệu/m<sup>2</sup>. Dự án có biên gộp cao do đã đền bù được 70% và hưởng chi phí xây dựng thấp trong khi giá bán đã tăng đáng kể từ khi mở bán. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận còn lại từ dự án này vào khoảng 11,689 tỷ và 4,502 tỷ, trong đó phần 7.9 ha đã đặt cọc trước sẽ bàn giao trong 2021 và đầu 2022, phân khu còn lại sẽ thực hiện mở bán từ 2022-2025. Dự án được kì vọng đóng góp 4,004 tỷ vào định giá của KBC.

**Khu đô thị Trảng Duệ**

Khu đô thị Trảng Duệ có diện tích 42 ha, diện tích thương phẩm 22.6 ha. H1/2021 KBC đã ghi nhận diện tích bán trên 2.2 ha khu này với giá bán bình quân 10.7 tr/m<sup>2</sup>. Hiện diện tích thương phẩm còn lại khu vực này là 14.45 ha. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế còn lại của dự án vào khoảng 1,734 tỷ và 497 tỷ sẽ được thực hiện nốt từ 2021-2023. KĐT Trảng Duệ được chúng tôi định giá ở mức 318 tỷ.

**Khu đô thị Trảng Cát**

Khu đô thị Trảng Cát có diện tích 585 ha tại Trảng Cát, Hải An, Hải Phòng ước tính sẽ là dự án trọng điểm của KBC trong các năm tới và chiếm tỷ trọng lớn nhất trong định giá KBC của chúng tôi tới 63%. Hiện dự án vẫn chưa có quy hoạch cụ thể nhưng đã hoàn thành phần đền bù và nộp tiền sử dụng đất. Ước tính tổng mức đầu tư hạ tầng của dự án vào khoảng 11,328 tỷ, trong đó: 3502 tỷ tiền nộp sử dụng đất cho thành phố Hải Phòng, 3704 tỷ tiền đền bù và xây dựng hầm chui cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, 4122 tỷ còn lại để xây dựng hạ tầng ước

tính sẽ thực hiện trong 2021-2023. Theo chúng tôi tổng mức đầu tư hạ tầng 11,328 tỷ cho toàn dự án là khá rẻ, với mức chi phí hạ tầng bình quân / 1 m<sup>2</sup> thương phẩm (ước tính 40%) chỉ khoảng 4.6 tr/m<sup>2</sup>. Hiện giá bán đất nền tại khu vực Trảng Cát đang khoảng 16tr/m<sup>2</sup>. Chúng tôi đang định giá tổng dự án ở mức 19,305 tỷ, với giá định tổng chu kỳ bàn giao từ 2023-2028 và giá bán căn hộ bình quân 26 tr/m<sup>2</sup> (giá đất nền hiện đã là 16 tr/m<sup>2</sup>).

### **Định giá mảng KĐT ở mức 23,627 tỷ VNĐ, chiếm 77.8% tổng định giá**

Chúng tôi ước tính tổng giá trị lợi ích cho KBC ở mảng KĐT vào khoảng 23,627 tỷ VNĐ, tương đương 77.7% 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.

**Bảng 6. Định giá mảng KĐT**

Định giá	Phương pháp	TLSH	Mở bán	Diện tích còn lại	Giá bán	Project NPV	Giá trị cho KBC
Khu đô thị							23,627
- Phúc Ninh	DCF	100%	2018	41.9	32	4,004	4,004
- Trảng Duệ	DCF	87%	2016	14.5	12	367	318
- Trảng Cát	DCF	100%	2023	250.0	26	18,749	19,305

Source: KBSV estimates

### **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 28,071 tỷ VNĐ, tương đương với mức giá là 49,300/ cp, upside 11.7% so với mức giá 44,150 VNĐ 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 được nữa khi giá bán các KCN và KĐT của KBC đã liên tục tăng các năm nay (KCN tăng bình quân trên 10%, KĐT Phúc Ninh đã tăng từ 18 tr/m<sup>2</sup> vào 2018 lên 30 tr/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, KCN Tân Tập 700 ha đang trong quá trình xây dựng quy hoạch,...).

## 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 năm sau.

### Rủi ro về tính khả thi của các dự án khu đô thị

Như chúng tôi đã đề cập, định giá của KBC đang có 77.7% tới từ các dự án KĐT. Điều này sẽ ảnh hưởng lớn tới định giá khi KBC tiền thân là 1 doanh nghiệp chuyên thi công KCN. Do vậy, khả năng chuyên môn của KBC cũng như kinh nghiệm thực hiện dự án KĐT là chưa có nhiều. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng yếu tố quan trọng nhất đối với định giá BĐS là tính pháp lý của dự án và khả năng tài chính – 2 điều mà KBC đều có thể đáp ứng đủ. Hơn nữa, dự án Tràng Cát trước bị triển khai chậm do chưa có đường lưu thông vào KĐT thì nay đã được khắc phục.

### Rủi ro pha loãng cổ phiếu

Chúng tôi ước tính giá trị pha loãng từ đợt phát hành thêm 100 triệu cổ phiếu sắp tới (21.5%) là 9.4%. 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 khai thác tối đa lợi nhuận từ các dự án thì KBC cần thêm nguồn vốn từ nhà đầu tư.





## 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.