

Ngành: Bất động sản Khu Công nghiệp | BSC RESEARCH

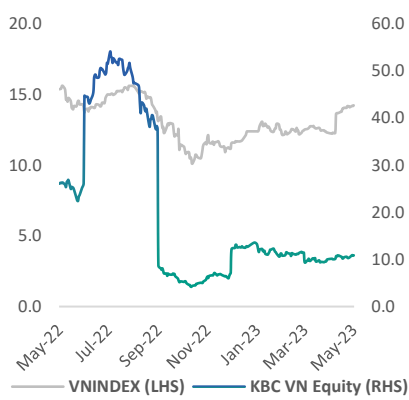
KHUYẾN NGHỊ		MUA	TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (HSX: KBC) MỞ KHÓA QUỸ ĐẤT TỪ DỰ ÁN TRÀNG DUỆ 3		
Giá hiện tại:	27,900	Ngày viết báo cáo:	13/06/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	768	ĐĂNG THÀNH TÂM	24.9%
Giá mục tiêu mới:	34,000	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	21,877	KINH BẮC INVESTMENT	8.0%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VNĐ)	7.8	VINATEX	5.1%
Tiềm năng tăng giá	22%	Sở hữu nước ngoài	18.53%		

Bộ phận Research:
Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpgq@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KBC** với giá trị hợp lý năm 2023 là **34,000 VNĐ/CP** (Upside 22% so với giá đóng cửa ngày 12/06/2023), dựa trên phương pháp RNAV với WACC = 13% cho các dự án của Khu công nghiệp. KBC hiện đang giao dịch với định giá P/E FWD 2023 = 11x, P/B FWD 2023 = 1.1x. BSC cho rằng KQKD 2023-2024 – lợi nhuận sau thuế - sẽ duy trì ở mức cao >2,000 tỷ VNĐ/năm nhờ quỹ đất dự án Trảng Duệ 3 được mở khóa. KQKD từ năm 2025 trở đi sẽ được đóng góp chính bởi dự án KĐT Trảng Cát.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt **7,864 tỷ VNĐ (+728 %yoy)**, LNST – CĐTTS đạt **2,308 tỷ VNĐ (+51% yoy)**, tương đương EPS FWD 2023 = 3,007 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 9.3, P/B FWD 2023 = 1.1x, nhờ bàn giao 80 ha Quang Châu, 93 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh, 22 ha Tân Phú Trung.

Trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt **11,779 tỷ VNĐ (+49 %yoy)**, LNST – CĐTTS đạt **2,325 tỷ VNĐ (+1% yoy)**, tương đương EPS FWD 2023 = 3,029 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 9.3, P/B FWD 2023 = 1.0 chủ yếu nhờ bàn giao 125 ha Trảng Duệ 3.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- (1) KQKD 2023-2024 của KBC sẽ duy trì >2,000 tỷ VNĐ/năm – tăng trưởng mạnh mẽ so với năm 2022 nhờ (hưởng lợi từ (1) làn sóng chuyển dịch Trung tâm sản xuất công nghệ cao, và (2) quỹ đất 687 ha dự án Trảng Duệ 3 đã được mở khóa.
- (2) Dự án Khu đô thị Trảng Cát mở khóa sẽ là động lực tăng trưởng cho KBC từ năm 2025 với tổng giá trị mở bán = 59,000 tỷ VNĐ, lợi nhuận 34,000 tỷ VNĐ.
- (3) Quỹ đất trong dài hạn được bổ sung thêm 1,263 ha từ KCN Tân Tập, Lộc Giang, và CCN Long An.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Kết thúc Q1.2023, KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt **2,223 tỷ VNĐ (+221% yoy)**, LNST-CĐTTS đạt **941 tỷ VNĐ (+96% yoy)** nhờ ghi nhận cho thuê 49.6 ha dự án KCN Quang Châu. Cụ thể

- Doanh thu cho thuê đất KCN đạt 2,078 tỷ VNĐ (+ 221% yo) nhờ bàn giao 64 ha dự án KCN Quang Châu mở rộng, chủ yếu cho Tập đoàn Foxconn so với cùng kỳ chỉ bàn giao 9 ha dự án KCN Tân Phú Trung.
- Doanh thu Bất động sản đạt 21 tỷ VNĐ (-93% yoy).

Chỉ số	2021	2022	2023F	Peer	KQKD	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	18.2	9.8	9.3	12	Doanh thu thuần	4,246	950	7,864	11,754
PB (x)	1.2	0.8	1.1	1.2	Lợi nhuận gộp	2,467	266	4,796	5,433
PS (x)	4.7	15.7	2.7	1.4	NPATMI	1,095	1,526	2,308	2,325
ROE (%)	7%	9%	11%	11%	EPS	1,922	1,988	3,007	3,029
ROA (%)	4%	4%	6%	6%	Tăng trưởng EPS	21%	3%	51%	1%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1.2023 & TRIỂN VỌNG QUÝ 2.2023

Hình 1: Tóm tắt KQKD của KBC trong Quý 1.2023

BC KQKD	Q1.2022	Q1.2023	% YoY
Doanh thu thuần	692	2,223	221%
Cho thuê đất KCN	317	2,078	555%
Chuyển nhượng BĐS	288	21	-93%
Tiện ích	74	97	30%
Cho thuê kho	13	28	120%
Giá vốn	(413)	(672)	63%
Lãi gộp	279	1,551	456%
Cho thuê đất KCN	160	1,466	816%
Chuyển nhượng BĐS	80	7	-91%
Tiện ích	31	58	85%
Cho thuê kho	7	20	176%
Doanh thu tài chính	70	155	123%
Chi phí tài chính	(145)	(132)	-9%
Trong đó: Lãi vay	(128)	(97)	-24%
Lãi từ CTLK	-	-	
Chi phí bán hàng	(29)	(151)	427%
Chi phí Quản lý doanh nghiệp	(115)	(105)	-9%
Lãi từ HĐKD	71	1,315	1741%
Thu nhập khác, ròng	499	(1)	-100%
EBT	570	1,314	130%
Thuế TNDN	(47)	(257)	447%
NPAT	523	1,056	102%
Lợi ích CĐTS	43	116	171%
NPATMI	481	941	96%
Biên lợi nhuận gộp	40%	70%	29%
Cho thuê đất KCN	50%	71%	20%
Chuyển nhượng BĐS	28%	34%	6%
Tiện ích	42%	60%	18%
Cho thuê kho	57%	71%	14%
Biên lợi nhuận ròng	69.5%	42.3%	-27%

Nhận xét của BSC

Kết thúc Q1.2023, KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 2,223 tỷ VNĐ (+221% yoy), LNST-CĐTS đạt 941 tỷ VNĐ (+96% yoy) nhờ ghi nhận cho thuê 49.6 ha dự án KCN Quang Châu. Cụ thể

- Doanh thu cho thuê đất KCN đạt 2,078 tỷ VNĐ (+ 221% yo) nhờ bàn giao 64 ha dự án KCN Quang Châu mở rộng, chủ yếu cho Tập đoàn Foxconn so với cùng kỳ chỉ bàn giao 9 ha dự án KCN Tân Phú Trung.
- Doanh thu Bất động sản đạt 21 tỷ VNĐ (-93% yoy)..

Biên lợi nhuận gộp đạt 70% so với cùng kỳ là 40%, nhờ bàn giao KCN Quang Châu mở rộng có giá cho thuê cao 140 USD/m².

Chi phí lãi vay đạt 97 tỷ VNĐ (-24% yoy).

Đánh giá chung: KQKD tăng trưởng mạnh trong Quý 1.2023 chủ yếu đến từ bàn giao dự án Quang Châu có giá bán tốt.

Nguồn: KBC, BSC Research tổng hợp

CẬP NHẬT TIẾN ĐỘ CHUNG CÁC DỰ ÁN CỦA KBC

Hình 2: Danh sách các Khu công nghiệp của KBC

TT	Dự án	% sở hữu	Diện tích còn lại tới 2022 (ha)	Tỷ lệ lấp đầy 2022 (%)	Tình Trạng
A DỰ ÁN KHU CÔNG NGHIỆP					
- Đang cho thuê					
1	KCN Quang Châu	88%	13	79%	- Tính đến cuối năm 2022, tổng diện tích MOU là 77 ha, trong đó, 64 ha đã bàn giao trong Q1.2023, chủ yếu là cho Foxconn.
2	KCN Quang Châu mở rộng	88%	67		
3	KCN Nam Sơn Lạ Hinh	100%	170	17%	- Tính đến cuối năm 2022, tổng diện tích đã ký kết cho thuê, nhưng chưa bàn giao là 30 ha. Trong Q1.2023, KBC ký thêm MOU 62.7 ha cho Goertek.
4	KCN Tân Phú Trung	72%	81	74%	- Tính đến cuối năm 2022, tổng diện tích đã ký kết cho thuê nhưng chưa bàn giao là 17 ha.
5	KCN Trảng Duệ 1, 2	100%	-	100%	Đã lấp đầy 100%
6	KCN Quế Võ 1, 2	100%	-	100%	Đã lấp đầy 100%
TỔNG DIỆN TÍCH THƯƠNG PHẨM (HA)			331		
- Đang hoàn thiện pháp lý, chờ cho thuê					
7	KCN Trảng Duệ 3	87%	687	0%	- Tính đến cuối năm 2022, tổng diện tích MOU là 115 ha, với giá thuê là 130-140 USD/m ² . - Trong Q1.2023, KCN Trảng Duệ 3 đã được bổ sung vào Quy hoạch điều chỉnh chung TP HP đến năm 2040
8	KCN Tân Tập	57%	654	0%	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư, đang triển khai thủ tục pháp lý (đã đầu tư 128 tỷ VNĐ)
9	KCN Lộc Giang	72%	466	0%	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư, đang triển khai thủ tục pháp lý (đã đầu tư 50 tỷ).
10	CCN Long An		143	0%	- Đã được phê duyệt QHCT 1/500, đang đền bù, GPMB.
	- CCN Tân Tập	87%	71		
	- CCN Phước Vĩnh Đông 1	100%	50		
	- CCN Phước Vĩnh Đông 2	88%	47		
	- CCN Phước Vĩnh Đông 4	72%	50		- Tháng 6.2022, KBC đã nộp xin bổ sung KCN vào Quy hoạch tỉnh đến năm 2030.
11	CCN Hưng Yên		375	0%	
	- CCN Kim Động	100%	75		
	- CCN Chính Nghĩa	100%	75		
	- CCN Ân Thi	100%	75		-
	- CCN Đặng Lễ	100%	75		
	- CCN Kim Thi	100%	75		
	KCN Bình Giang	100%	860	0%	
	KCN Thanh Hà	100%	400	0%	-
	KCN Kim Thành	100%	437	0%	-
TỔNG DIỆN TÍCH ĐẤT QUY HOẠCH (HA)			4,099		
B DỰ ÁN KHU ĐÔ THỊ					
1	KĐT Trảng Duệ	87%	687	0%	-
2	KĐT Phúc Ninh	100%			Đã mở bán 12 ha, ghi nhận 2.5 ha, đang gặp vướng mắc pháp lý.
3	KĐT Trảng Cát	100%			KBC đã đền bù xong 582 ha, san lấp xong 80 ha, nộp xong tiền sử dụng đất cho toàn bộ dự án, và đang xây hầm chui dẫn từ cao tốc Hà Nội – Hải Phòng đến dự án
C DỰ ÁN NHÀ Ở XÃ HỘI (NOXH)					
1	NOXH Thị trấn Nénh	87%			Đang triển khai thi công, kỳ vọng bàn giao trong năm 2023.
2	NOXH Trảng Duệ	87%			Đã khởi công xây dựng trong Quý 2.2023
3	Tái định cư KCN Lộc Giang	72%			-
4	KDC Tân Phú Trung	72%			-
5	NOXH Phước Vĩnh Đông + Tân Tập	-			

CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

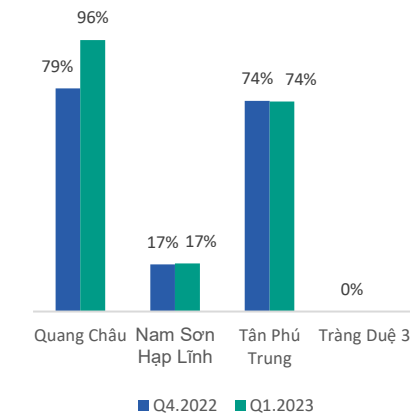
1. Doanh thu Khu công nghiệp tăng trưởng mạnh mẽ (+974% yoy) nhờ bàn giao 80 ha tại KCN Quang Châu mở rộng, 93 ha tại KCN Nam Sơn Lập Hính và 22 ha Tân Phú Trung.

KBC đang triển khai cho thuê dự án Quang Châu, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Tân Phú Trung. Tính tới cuối Quý 1.2023, dự án Quang Châu và Tân Phú Trung đã lấp đầy được 96% và 74%. Quỹ đất còn lại tại 2 Khu công nghiệp này không còn nhiều. Do đó, triển vọng 9T.2023 chủ yếu sẽ đến từ bàn giao dự án Nam Sơn Lập Hính, khi tỷ lệ lấp đầy mới chỉ đạt 17%.

Hình 3: Cập nhật các hợp đồng MOU + ký kết bàn giao

Khu công nghiệp	Quang Châu	NSLH	TPT	Tổng	Ghi chú
Diện tích MOU + ký kết nhưng chưa bàn giao tại 2022 (ha)	77	30	-	107	Trong Quý 1.2023, KBC đã ký hợp đồng MOU với Goertek 62.7 ha
+ Ký mới trong Q1.2023	-	63	17	80	
(-) Ghi nhận trong Q1.2023	(-64)	-	-	(-64)	
Diện tích MOU + ký kết nhưng chưa bàn giao tại Q1.2023 (ha)	13	93	17	123	

Hình 4: Tỷ lệ lấp đầy tại Q1.2023



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Trong 9 tháng còn lại của năm 2023, BSC kỳ vọng KBC sẽ ghi nhận thêm 15 ha dự án KCN Quang Châu, 93 ha dự án Nam Sơn Lập Hính, 22 ha dự án Tân Phú Trung, dựa trên cơ sở sau:

- Tổng diện tích MOU và hợp đồng ký kết chưa bàn giao tới Q1.2023 là 123 ha (bao gồm 17 ha tại KCN Quang Châu, 93 ha tại KCN Nam Sơn Lập Hính, và 17 ha tại KCN Tân Phú Trung). **BSC kỳ vọng 90% các hợp đồng này sẽ được ghi nhận trong 9T.2023.** Trong đó, 62.7 ha cho Goertek tại Nam Sơn Lập Hính sẽ được bàn giao trong Quý 2-3.2023, với việc Goertek đã nhận được giấy chứng nhận đầu tư vào Tháng 3.2023 và đã chuyển một phần tiền cọc.
- Ngoài ra, BSC kỳ vọng KBC sẽ ký mới và bàn giao thêm 5 ha tại Quang Châu, 10 ha tại Nam Sơn Lập Hính, và 5 ha Tân Phú Trung.

Hình 5: Dự báo BSC về kế hoạch ghi nhận trong năm 2023

Khu công nghiệp	Quang Châu	Nam Sơn Lập Hính	Tân Phú Trung	Tổng
Tổng giá trị MOU + ký kết nhưng chưa bàn giao tại Q1.2023	13	93	17	123
Dự báo ghi nhận				
Đã ghi nhận trong Q1.2023	- 64			-64
(+) Kỳ vọng ghi nhận từ các hợp đồng MOU + ký kết trong 9T.2023	10	83	17	110
(+) Kỳ vọng ghi nhận từ các hợp đồng ký mới trong 9T.2023	5	10	5	20
Diện tích kỳ vọng ghi nhận trong năm 2023	80	93	22	

Nguồn: BSC Research dự báo

Tính chung cả năm 2023, BSC dự báo KBC sẽ ghi nhận 80 ha dự án KCN Quang Châu, 93 ha dự án Nam Sơn Lập Hính, 20 ha dự án Tân Phú Trung. Theo đó, BSC dự báo trong năm 2023, KBC ghi nhận doanh thu mảng khu công nghiệp = 7,000 tỷ VNĐ (+974% yoy).

2. Phê duyệt Quy hoạch tổng thể của TP. Hải Phòng, sẽ là bước tiến quan trọng để mở khóa quỹ đất KCN Trảng Duyệt 3 và đẩy nhanh tiến độ triển khai KĐT Trảng Cát:

- **BSC kỳ vọng KCN Trảng Dũ 3 sẽ nhận được Chủ trương đầu tư vào Q3.2023 và kỳ vọng bắt đầu bàn giao từ năm 2024.** Tại Tháng 3.2023, dự án Trảng Dũ 3 đã được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch chung của TP. Hải Phòng. Trên cơ sở đó, BSC kỳ vọng dự án Trảng Dũ 3 sẽ nhận được Chủ trương đầu tư vào Quý 3.2023.

Tính tới cuối năm 2022, dự án Trảng Dũ 3 đã giải phóng mặt bằng được khoảng 100 ha – 150 ha. Với việc vừa giải quyết pháp lý song hành với đền bù, BSC cho rằng thời gian triển khai dự án sẽ được rút ngắn đi đáng kể. Trên cơ sở này, cùng với việc KBC đã ký MOU 115 ha với giá cho thuê 130-140 USD/m²/kỳ thuê trong 1H.2022, BSC kỳ vọng KBC có thể bàn giao ngay 100-150 ha KCN Trảng Dũ 3 trong năm 2024.

- **Ngoài ra, KĐT Trảng Cát được hưởng lợi gián tiếp khi hầm chui nối xe từ cao tốc Hà Nội - Hải Phòng được phê duyệt.** Từ năm 2015, KBC có kế hoạch xây dựng hầm chui xe từ cao tốc HN-HP đến dự án, tuy nhiên chưa thực hiện được do chưa có quy hoạch. Điều này ảnh hưởng tới quá trình bơm cát để san lấp dự án. Với việc bổ sung đường nối vào Quy hoạch tổng thể, BSC kỳ vọng tiến độ san lấp mặt bằng sẽ được đẩy mạnh trong thời gian tới.

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. KQKD 2023-2024 của KBC sẽ duy trì >2,000 tỷ VNĐ/năm – tăng trưởng mạnh mẽ so với năm 2022 nhờ hưởng lợi từ (1) làn sóng chuyển dịch Trung tâm sản xuất công nghệ cao, và (2) quỹ đất 687 ha dự án Trảng Duệ 3 đã được mở khóa.

BSC cho rằng làn sóng “chuyển dịch các Trung tâm sản xuất công nghệ ra khỏi Trung Quốc” sẽ diễn ra mạnh mẽ trong năm 2023 – 2025. Trong giai đoạn trước năm 2021, chuỗi cung ứng các sản phẩm công nghệ tập trung vào một số quốc gia/khu vực nhất định. Chẳng hạn như Trung Quốc chiếm 80% thị phần về khoáng sản để sản xuất Lithium, Đài Loan chiếm 92% thị phần về sản xuất chip bán dẫn, Hàn Quốc chiếm 44% thị phần về thiết kế chip nhớ. (Chi tiết tại Hình dưới). Sang giai đoạn 2022 – 2023, BSC nhận thấy những tín hiệu về sự chuyển dịch các Trung tâm sản xuất công nghệ ra khỏi Trung Quốc/Đài Loan sang các quốc gia lân cận như Việt Nam, Ấn Độ. Cụ thể như:

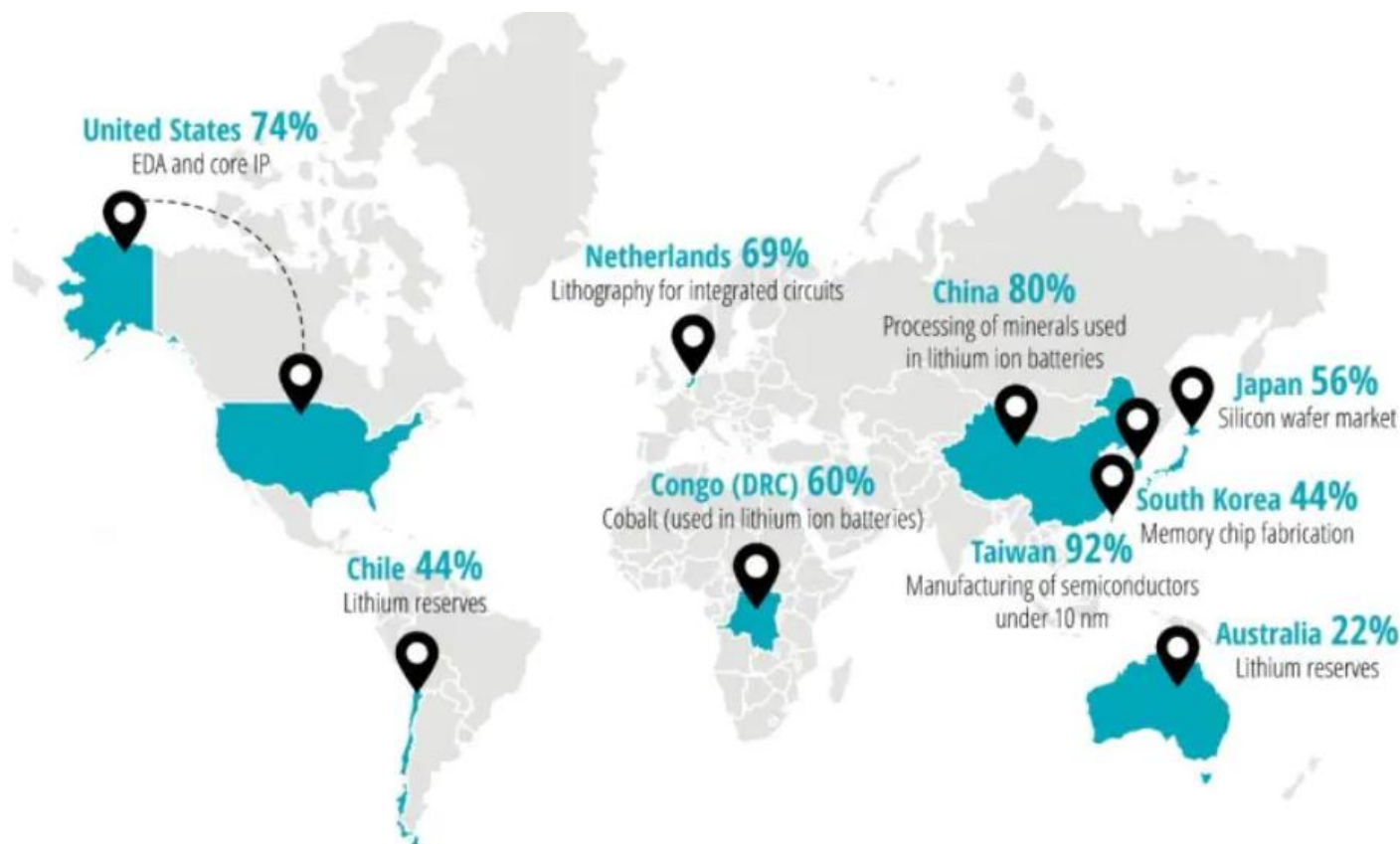
Việt Nam – Năm 2023

- Tập đoàn Foxconn (Đài Loan) mở Nhà máy Công nghệ chính xác (300 triệu USD) tại Bắc Giang.
- Tập đoàn Quanta Computer (Đài Loan) mở Nhà máy sản xuất và gia công máy tính (120 triệu USD) tại Nam Định.
- Tập đoàn Goertek (Trung Quốc) mở Nhà máy sản xuất linh kiện âm thanh tại Bắc Ninh
- LG Display (Hàn Quốc) có kế hoạch mở Nhà máy sản xuất màn hình công nghệ cao tại Hải Phòng.

Ấn Độ - Năm 2023

- Tập đoàn Pegatron (Đài Loan) mở nhà máy thứ 2 lắp ráp iPhone tại Ấn Độ.
- Tập đoàn Foxconn mở nhà máy sản xuất tai nghe không dây (200 triệu USD) tại Ấn Độ.
- Tập đoàn Amkor đóng 1 cơ sở sản xuất chip tại Thương Hải.

Hình 6: Trung Quốc và Đài Loan chiếm tỷ trọng lớn trong sản xuất các sản phẩm công nghệ trên thế giới



Nguồn: BSC Research thu thập

Với việc Trung Quốc chiếm và Đài Loan chiếm >80% % thị phần về nguyên liệu sản xuất pin và sản xuất chip bán dẫn, đa số các nhà máy hiện tại đang được đặt tại quốc gia này. BSC cho rằng năm 2022 -2023 mới chỉ là giai đoạn đầu của quá trình chuyển dịch. BSC cho rằng làn sóng này sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn nữa trong 1-3 năm tới do:

- Đứt gãy chuỗi cung ứng năm 2022 đã thúc đẩy các nhà sản xuất chip/công nghệ cao giảm phụ thuộc vào Trung Quốc và phân tán các cơ sở sản xuất ra các quốc gia lân cận như Việt Nam, Ấn Độ.
- Căng thẳng địa chính trị Trung Quốc – Đài Loan năm 2023 đã khiến cho môi trường sản xuất kinh doanh chip/công nghệ cao gặp nhiều khó khăn. Trong Quý 3.2022, Mỹ, và Nhật Bản, Đài Loan đưa ra luật kiểm soát xuất khẩu máy móc sản xuất chip sang Trung Quốc.
- Chi phí sản xuất tại Trung Quốc đã tăng.

Các doanh nghiệp BĐS KCN phía Bắc – sở hữu quỹ đất lớn như KBC - sẽ được hưởng lợi lớn nhất nhờ:

- Vị trí địa lý tiếp giáp với Trung Quốc, rất gần với các nguồn nguyên liệu ở Trung Quốc và Đài Loan.
- Cơ sở hạ tầng giao thông kết nối phía Bắc đang được đồng bộ nhanh hơn phía Nam.
- Các Khu công nghiệp được quy hoạch với diện tích lớn, phù hợp để xây dựng các Trung tâm công nghệ cao (quy mô 50 -80 ha).

BSC cho rằng dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh, và dự án Tràng Duệ 3 sẽ hấp thụ rất tốt. BSC kỳ vọng trong giai đoạn 2024 -2026, KBC có thể bàn giao từ 100-150 ha/năm từ Tràng Duệ 3 và 30 ha/năm từ dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh nhờ xu hướng chuyển dịch. Riêng với dự án Tràng Duệ 3, KBC đã có sẵn 115 ha MOU với LG trước đó.

Hình 7: Hệ thống cao tốc tại phía Bắc



Hình 8: Các KCN phía Bắc của KBC

KCN	Vị trí	NSA còn lại tại T12/2022
Quang Châu	Bắc Giang	80
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	170
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	456
TỔNG (HA)		706

Nguồn: BSC Research

Bên cạnh đó, Quỹ đất 687 ha dự án Tràng Duệ 3 đang được mở khóa, kỳ vọng sẽ bắt đầu bàn giao từ 2024. Như đã cập nhật kể trên, trong Quý 1.2023, dự án Tràng Duệ 3 đã được phê duyệt Quy hoạch tổng thể của TP. Hải Phòng đến năm 2040. Đây là yếu tố quan trọng để KBC có thể hoàn thiện pháp lý và mở khóa quỹ đất Tràng Duệ 3 trong thời gian tới. BSC kỳ vọng các thủ tục pháp lý còn lại sẽ hoàn thành trong năm 2023, khởi công vào Quý 2.2024 và KBC có thể bắt đầu bàn giao vào 2H.2024.

Hình 9: Tiến độ dự án Tràng Duệ 3

Thời gian	Nhiệm vụ
Tháng 7.2023	Phê duyệt Quy hoạch 1/2000 Hoàn thành xin ý kiến Bộ Giao thông Vận tải về đầu nối dự án với Quốc lộ 10
Tháng 9.2023	Phê duyệt Chủ trương dự án

Tháng 2.2024	Hoàn thành Giải phóng mặt bằng và Nghĩa vụ tài chính
Tháng 5.2024	Khởi công, xây dựng hạ tầng kỹ thuật.

Nguồn: UBND TP. Hải Phòng

Với xu hướng chuyển dịch FDI và quỹ đất Tràng Duệ 3 đã được mở khóa, BSC cho rằng KQKD 2023-2024 của KBC có thể duy trì 2,000 tỷ VNĐ/năm, tăng trưởng mạnh mẽ so với năm 2022.

Trong năm 2023, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 7,864 tỷ VNĐ (+728 %yoy), LNST – CĐTS đạt 2,308 tỷ VNĐ (+51% yoy) nhờ bàn giao 80 ha Quàng Châu, 93 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh và 22 ha Tân Phú Trung. (Chi tiết tại Phần dự báo). So với mức LNTT năm 2022 của KBC là -500 tỷ VNĐ (nếu loại bỏ đi các khoản đánh giá lại Công ty liên kết), thì KQKD năm 2023 rất khả quan.

Kể từ năm 2024, BSC cho rằng dự án Tràng Duệ 3 sẽ nguồn thu chính của KBC. Trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 11,779 tỷ VNĐ (+49 %yoy), LNST – CĐTS đạt 2,325 tỷ VNĐ (+1% yoy), chủ yếu nhờ bàn giao 125 ha Tràng Duệ 3. Quỹ đất lớn 456 ha tại Tràng Duệ 3 sẽ đem về cho KBC 2,000 tỷ VNĐ lợi nhuận /năm dựa trên kỳ vọng bàn giao 100-150 ha/năm. Biên lợi nhuận gộp Tràng Duệ 3 ước tính = 40 – 50%.

Hình 10: Dự báo Kết quả kinh doanh KBC giai đoạn 2023-2024

KQKD	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	2,491	3,210	2,151	4,246	950	7,864	11,754
Giá vốn hàng bán	(1,022)	(1,363)	(1,462)	(1,779)	(685)	(3,067)	(6,321)
Lợi nhuận gộp	1,469	1,847	689	2,467	266	4,796	5,433
Thu nhập tài chính	92	80	314	170	340	340	340
Chi phí tài chính	(194)	(223)	(230)	(541)	(595)	(922)	(1,198)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(201)	(196)	(195)	(481)	(523)	(529)	(610)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	14	0	3	412	2,187	-	-
Chi phí BH	(142)	(142)	(52)	(190)	(46)	(749)	(1,064)
Chi phí QLDN	(165)	(172)	(271)	(429)	(464)	(488)	(512)
Lãi từ HĐKD	1,073	1,391	452	1,888	1,686	2,977	2,998
Thu nhập khác, ròng	(26)	(27)	1	(127)	10	3	4
LNTT	1,047	1,364	453	1,762	1,697	2,980	3,002
Thuế TNDN	(238)	(323)	(133)	(410)	(120)	(596)	(600)
LNST	809	1,041	320	1,352	1,577	2,384	2,402
Lợi ích CĐKKS	63	122	96	257	50	76	76
LNST Công ty mẹ	746	918	224	1,095	1,526	2,308	2,325
Diện tích bàn giao						195	170
Quang Châu						80	0
Nam Sơn Hạp Lĩnh						93	30
Tân Phú Trung						22	15
Tràng Duệ 3						0	125

Nguồn: BSC Research dự báo

2. Dự án Khu đô thị Trảng Cát sẽ là động lực tăng trưởng cho KBC từ năm 2025 trở đi với tổng giá trị mở bán = 59,000 tỷ VNĐ

Dự án Trảng Cát cơ bản đã là quỹ đất sạch. Tính đến cuối năm 2022, KBC đã đền bù xong 582 ha (hoàn thành 100%), nộp xong tiền sử dụng đất cho 100% dự án. Việc san lấp mặt bằng tương đối chậm mới chỉ đạt 80 ha, mới chỉ hoàn thành 14% do quá trình vận chuyển xe cát gặp khó khăn. Như đã cập nhật phía trên, BSC kỳ vọng tiến độ san lấp sẽ được đẩy mạnh trong thời gian tới khi hoàn thành hầm chui nối với cao tốc Hà Nội – Hải Phòng.

KBC đang xin phê duyệt Điều chỉnh Quy hoạch 1/2000, điều chỉnh Quy hoạch 1/500. KBC đã thực hiện xin điều chỉnh từ năm 2022. BSC cho rằng KBC có thể đẩy nhanh thủ tục pháp lý trong thời gian tới, với việc (1) TP Hải Phòng đã phê duyệt Quy hoạch tổng thể, bên cạnh đó, (2) Chúng tôi nhận thấy nỗ lực từ lãnh đạo UBND TP Hải Phòng phối hợp với các Quận liên tục đôn đốc triển khai dự án. Do vậy, **BSC kỳ vọng KBC sẽ được phê duyệt QH 1/2000 và QHCT 1/500 vào 2H.2023, khởi công dự án Trảng Duệ 3 vào 1H.2024. Với việc bất động sản chứng lại trong năm 2023, BSC cho rằng việc mở bán buôn dự án Trảng cát sẽ phải rơi vào năm 2025.**

Theo ước tính của BSC, dự án Trảng Cát sẽ đem về doanh thu đạt 59,000 tỷ VNĐ, lợi nhuận ròng đạt 34,000 tỷ VNĐ trong giai đoạn 2025 – 2028 với giá bán kỳ vọng = 21-23 triệu VNĐ/m², chi phí đầu tư = 5-6 triệu VNĐ/m². Biên lợi nhuận cao do (1) chi phí đền bù, giải phóng mặt bằng thấp, trong khi (2) giá bán cao tại khu vực TP. Hải Phòng. Đây sẽ là động lực tăng trưởng cho KBC từ năm 2025 trở đi.

Hình 11: Tiến độ dự án KĐT Trảng Cát

Thời gian	Nhiệm vụ
Tháng 7.2023	Phê duyệt Điều chỉnh Quy hoạch 1.2000 Phê duyệt Điều chỉnh Quy hoạch 1.500
Tháng 11.2023	Phê duyệt Điều chỉnh Chủ trương đầu tư
Tháng 12.2023	Phê duyệt Điều chỉnh Quyết định giao đất và các thủ tục đất đai khác Hoàn thành nghĩa vụ tài chính bổ sung (nếu có).
Tháng 3.2024	Phê duyệt Báo cáo đánh giá tác động môi trường
Tháng 6.2024	Khởi công dự án

Nguồn: UBND TP. Hải Phòng

3. Quỹ đất trong dài hạn sẽ được bổ sung nhờ 1,263 ha từ KCN Tân Tập, KCN Lộc Giang và CCN Long An.

Trong dài hạn, KCN Tân Tập (654 ha), Lộc Giang (466 ha) và CCN Long An (143 ha) sẽ đóng góp thêm vào diện tích cho thuê hàng năm của KBC. Các dự án này nằm ở các vị trí thuận lợi, tiếp giáp với TP Hồ Chí Minh, do đó, kỳ vọng sẽ có khả năng lấp đầy tốt. Do chưa có thông tin chính xác về tiến độ pháp lý và triển khai, BSC chưa đưa các dự án kể trên vào định giá.



III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

Trong năm 2023, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt **7,864 tỷ VNĐ (+728 %yoy)**, LNST – CĐTTS đạt **2,308 tỷ VNĐ (+51% yoy)**, tương đương EPS FWD 2023 = 3,007 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 9.3, P/B FWD 2023 = 1.1x.

Trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt **11,779 tỷ VNĐ (+49 %yoy)**, LNST – CĐTTS đạt **2,325 tỷ VNĐ (+1% yoy)**, tương đương EPS FWD 2023 = 3,029 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 9.3, P/B FWD 2023 = 1.0. Chi tiết giả định:

Hình 12: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023 của KBC

KQKD	2020	2021	2022	2023F	2024F	% YoY 2023	% YoY 2024	Giả định của BSC
Doanh thu thuần	2,151	4,246	950	7,864	11,754	728%	49%	Giả định năm 2023 - Doanh thu Khu công nghiệp = 7,057 tỷ VNĐ (+974% yoy) nhờ bàn giao 80 ha Quang Châu, 93 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh, 22 ha Tân Phú Trung. - Doanh thu Khu đô thị = 420 tỷ VNĐ (+19% yoy) chủ yếu nhờ bàn giao dự án NOXH Bắc Giang. - Biên lợi nhuận gộp = 57% so với cùng kỳ là 28% nhờ bàn giao các dự án KCN có giá cho thuê tốt. - Chi phí bán hàng/doanh thu giả định là 9-10%
Giá vốn hàng bán	(1,462)	(1,779)	(685)	(3,067)	(6,321)	348%	106%	
Lợi nhuận gộp	689	2,467	266	4,796	5,433	1705%	13%	
Thu nhập tài chính	314	170	340	340	340	0%	0%	
Chi phí tài chính	(230)	(541)	(595)	(922)	(1,198)	55%	30%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(195)	(481)	(523)	(529)	(610)	1%	15%	
Lãi/(lỗ) từ CTLK	3	412	2,187	-	-			
Chi phí BH	(52)	(190)	(46)	(749)	(1,064)	1530%	42%	
Chi phí QLDN	(271)	(429)	(464)	(488)	(512)	5%	5%	
Lãi từ HĐKD	452	1,888	1,686	2,977	2,998	77%	1%	
Thu nhập khác, ròng	1	(127)	10	3	4	-75%	49%	Giả định năm 2024 - Doanh thu Khu công nghiệp = 10,843 tỷ VNĐ (+53% yoy) chủ yếu nhờ bàn giao 125 ha dự án Trảng Duyệt 3 - Doanh thu Khu đô thị = 600 tỷ VNĐ (+43% yoy) chủ yếu nhờ bàn giao dự án NOXH Bắc Giang. - Biên lợi nhuận gộp = 44% so với cùng kỳ là 28% do bàn giao dự án Trảng Duyệt 3 có biên lợi nhuận gộp thấp hơn (ước tính 40%). - Chi phí bán hàng/doanh thu giả định là 9-10%
LNTT	453	1,762	1,697	2,980	3,002	76%	1%	
Thuế TNDN	(133)	(410)	(120)	(596)	(600)	396%	1%	
LNST	320	1,352	1,577	2,384	2,402	51%	1%	
Lợi ích CĐKKS	96	257	50	76	76	51%	1%	
LNST Công ty mẹ	224	1,095	1,526	2,308	2,325	51%	1%	
EPS	477	1,922	1,988	3,007	3,029	51%	1%	

Chi tiết giả định

Doanh thu

KCN	1,537	3,099	657	7,057	10,818	974%	53%
KĐT	196	515	353	420	600	19%	43%
Khác	418	695	(53)	386	336	-829%	-13%

Lợi nhuận gộp

KCN	392	1,957	304	4,540	5,175	1391%	14%
KĐT	89	142	204	63	90	-69%	43%
Khác	209	366	(240)	193	168	-180%	-13%

Biên lợi nhuận gộp

KCN	32%	58%	28%	61%	46%		
KĐT	25%	63%	46%	64%	48%		
Khác	45%	28%	58%	15%	15%		
	50%	53%	454%	50%	50%		

Diện tích bàn giao

				195	170		
Quang Châu				80	0		
Nam Sơn Hạp Lĩnh				93	30		

Tân Phú Trung	22	15
Tràng Duệ 3	0	125

Nguồn: BSC Research dự báo

Rủi ro:

- **Diện tích bàn giao đất thấp hơn so với kỳ vọng** do khách hàng không hoàn thành nghĩa vụ tài chính (90% giá trị hợp đồng) trong thời gian 12 tháng do tình hình kinh tế chung gặp nhiều khó khăn.
- **Quá trình phê duyệt các dự án đầu tư mới như KCN Tân Tập, KCN Lộc Giang kéo dài** do vướng mắc pháp lý.
- **Nhu cầu thuê đất giảm** do FDI suy giảm và áp lực cạnh tranh cao của các quốc gia khác trong khu vực.

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KBC** với giá trị hợp lý năm 2023 là **34,000 VNĐ/CP** (Upside 22% so với giá đóng cửa ngày 12/06/2023), dựa trên phương pháp RNAV với WACC = 13% cho các dự án của Khu công nghiệp. KBC hiện đang giao dịch với định giá P/E FWD 2023 = 9.8, P/B FWD 2023 = 1.1x, ở vùng đáy định giá trong giai đoạn 2020 -2022. BSC cho rằng KQKD 2023-2024 sẽ duy trì ở mức cao >2,000 tỷ VNĐ/năm nhờ quỹ đất dự án Trảng Duệ 3 được mở khóa. KQKD từ năm 2025 trở đi sẽ được đóng góp chính bởi dự án KĐT Trảng Cát.

Hình 13: Định giá

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị về KBC
Khu Công nghiệp	RNAV	12,359
Quang Châu		1,686
Nam Sơn Hạp Lĩnh		2,528
Tân Phú Trung		1,908
Trảng Duệ 3		4,368
Phí dịch vụ các KCN đã đi vào hoạt động		1,869
Khu dân cư	RNAV	12,636
Trảng Cát		8,964
KĐT Trảng Duệ		541
KĐT Phúc Ninh - Bắc Ninh		3,132
Các dự án khác (như Tài sản kinh doanh dở dang, KCN Tân Tập, KCN Lộc Giang, ...)	BV	1,251
(+) Tiền và Đầu tư ngắn hạn		4,125
(+) Đầu tư dài hạn		4,697
(-) Nợ vay		(7,638)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		(1,777)
Giá trị doanh nghiệp		26,018
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)		767
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)		34,000

KBC hiện đang giao dịch P/B FWD 2023 -2024 = 1-1.1x - ở vùng đáy trong giai đoạn 2020 – 2022. Với việc dự án Trảng Duệ 3 và KĐT Trảng Cát đã được mở khóa về pháp lý, BSC cho rằng KQKD của 2023 -2025 của KBC có thể duy trì >2,000 tỷ VNĐ/năm. BSC cho rằng mức định giá hiện tại rẻ để mua trong dài hạn.

Định giá PB 2023 - 2025



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	4,246	950	7,864	11,754
Giá vốn hàng bán	(1,779)	(685)	(3,067)	(6,321)
Lợi nhuận gộp	2,467	266	4,796	5,433
Thu nhập tài chính	170	340	340	340
Chi phí tài chính	(541)	(595)	(922)	(1,198)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(481)	(523)	(529)	(610)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	412	2,187	-	-
Chi phí BH	(190)	(46)	(749)	(1,064)
Chi phí QLDN	(429)	(464)	(488)	(512)
Lãi từ HĐKD	1,888	1,686	2,977	2,998
Thu nhập khác, ròng	(127)	10	3	4
LNTT	1,762	1,697	2,980	3,002
Thuế TNDN	(410)	(120)	(596)	(600)
LNST	1,352	1,577	2,384	2,402
Lợi ích CĐKKs	257	50	76	76
LNST Công ty mẹ	1,095	1,526	2,308	2,325
EPS	1,922	1,988	3,007	3,029

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền và tương đương tiền	2,562	1,683	312	6,018
Đầu tư ngắn hạn	2,016	2,442	2,442	2,539
Phải thu ngắn hạn	9,346	10,896	10,541	9,403
Hàng tồn kho	11,515	12,330	13,176	13,440
TS ngắn hạn khác	245	323	2,673	3,995
TS ngắn hạn	25,684	27,674	29,143	35,395
Phải thu dài hạn	1,490	821	3,145	4,702
TSCĐ nguyên giá	562	723	730	737
Khấu hao	(313)	(358)	(510)	(664)
TSĐT nguyên giá	255	256	168	80
Khấu hao	(65)	(88)	(88)	(88)
TS dở dang dài hạn	1,074	1,170	1,193	1,217
ĐT dài hạn	2,298	4,697	4,697	4,697
TS dài hạn khác	16	12	99	147
TS dài hạn	5,318	7,232	9,434	10,828
Tổng TS	31,002	34,907	38,577	46,223
Nợ phải trả	4,996	6,733	9,367	14,302
Vay ngắn hạn	1,515	3,951	722	646
Tổng Nợ ngắn hạn	6,511	10,684	10,089	14,948
Vay dài hạn	5,539	3,687	7,330	7,715
Nợ dài hạn khác	2,382	2,690	928	928
Tổng Nợ dài hạn	7,922	6,377	8,259	8,644
Tổng Nợ phải trả	14,433	17,061	18,348	23,592
Vốn góp	5,757	7,676	7,676	7,676
Thặng dư vốn	3,397	2,744	2,744	2,744
Vốn chủ khác	(362)	2	2	2
Lãi chưa phân phối	5,411	5,646	7,954	10,280
Lợi ích CĐTS	2,366	1,777	1,853	1,930
Tổng VCSH	16,569	17,846	20,229	22,631
Tổng nguồn vốn	31,002	34,907	38,577	46,223

LCTT (Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
(Lỗ)/LNTT	1,762	1,697	2,980	3,002
Khấu hao và phân bổ	76	76	152	154
Thay đổi vốn lưu động	(3,031)	(1,077)	(5,504)	1,671
Điều chỉnh khác	(39)	(1,913)	529	610
LCTT từ HĐKD	(1,232)	(1,218)	(1,843)	5,438
Tiền chi mua TSCĐ	(240)	(274)	58	57
Đầu tư khác	(2,911)	(249)	-	(98)
LCTT từ HĐĐT	(3,151)	(523)	58	(41)
Tiền chi trả cổ tức	(19)	(0)	-	-
Tiền từ vay ròng	1,332	527	414	309
Tiền thu khác	4,583	335	-	-
LCTT từ HĐTC	5,896	861	414	309
Dòng tiền đầu kỳ	1,050	2,562	1,683	312
Tiền trong kì	1,513	(879)	(1,372)	5,706
Dòng tiền cuối kỳ	2,562	1,683	312	6,018

Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	3.9	2.6	2.9	2.4
Hố TT nhanh	2.1	1.4	1.3	1.2
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	47%	49%	48%	51%
Hố Nợ/VCSH	87%	96%	91%	104%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	2,363	6,575	1,568	776
Số ngày phải thu ngắn hạn	803	4,185	489	292
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	58%	28%	61%	46%
Lợi nhuận LNST	32%	166%	30%	20%
ROE	7%	9%	11%	10%
ROA	4%	4%	6%	5%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	70%	-78%	728%	49%
Tăng trưởng EBIT	80%	-1%	58%	3%
Tăng trưởng LNTT	68%	-4%	76%	1%
Tăng trưởng EPS	21%	3%	51%	1%
SLCP lưu hành (triệu)	570	768	768	768
BVPS	29,081	23,248	26,354	29,483

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

