

Ngành: Khu công nghiệp

Khuyến nghị

MUA

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc - (HOSE: KBC) Kỳ vọng tăng trưởng mạnh từ năm 2021

Giá hiện tại:	13,450
Giá mục tiêu trước đây	17,110
Giá mục tiêu mới:	16,524
Tỷ suất cổ tức	0%
Tiềm năng tăng giá	23%

Ngày viết báo cáo:	18/08/2020
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	469
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,201
Thanh khoản bình quân 6 tháng:	2,437,198
Sở hữu nước ngoài	49%

Cơ cấu cổ đông	
Đặng Thành Tâm	17.9%
CTCP TV và Đầu tư Kinh Bắc	9.86%
Nguyễn Thị Thu Hương	0.06%

Chuyên viên phân tích ngành:

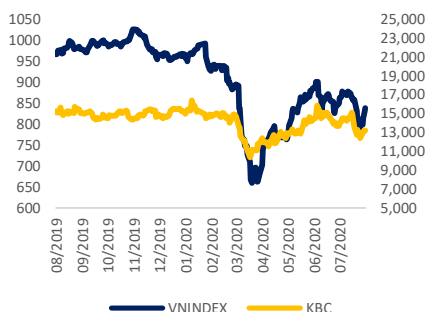
Nguyễn Thị Hồng
(Khu công nghiệp, Cao su, sẫm lớp, Ô tô)
hongnt@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

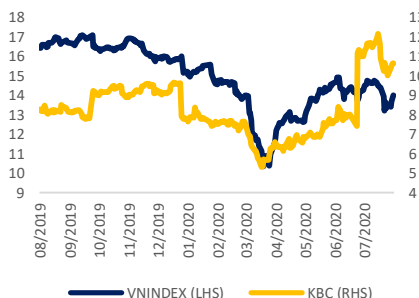
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 16,000 VND
Giá cắt lỗ: 13,000 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Định giá

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu KBC với giá mục tiêu 16,524 đồng/cp, +23% so với giá đóng cửa ngày 18/08/2020 (giảm 3.8% so với giá mục tiêu cũ, do điều chỉnh cập nhật các dự án) dựa trên phương pháp RNAV với WACC = 11% và chiết khấu 10% rủi ro về sự chậm trễ trong các vấn đề pháp lý.

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ lần lượt là 2,570 tỷ đồng (-20% yoy) và 680 tỷ đồng (-21% yoy), tương đương EPS pha loãng 2020 = 1,825 đồng/cp, P/E fwd = 7.4x.

Quan điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh sẽ tăng trưởng mạnh giai đoạn 2021-2022 với CAGR = 21% nhờ vào các dự án lớn giải quyết xong vấn đề pháp lý để bàn giao (1) 62ha Nam Sơn Hạp Lĩnh và (2) mở bán 4-5ha Khu đô thị Phúc Ninh.
- Sở hữu quỹ đất sạch sẵn sàng cho thuê khoảng 422ha giúp KBC duy trì tăng trưởng trong 3-4 năm tới, ngoài ra các khu công nghiệp tại các vị trí thuận lợi thu hút các nhà đầu tư: Bắc Ninh, Hải Phòng, Hải Dương và Long An.

Rủi ro

- Các dự án chưa thể đi vào hoạt động do vấn đề pháp lý và đại dịch Covid-19.
- Các khoản phải thu lớn (30% tổng tài sản) ảnh hưởng đến dòng tiền doanh nghiệp.

Cập nhật doanh nghiệp

- KQKD 6T2020 giảm mạnh do doanh thu khu công nghiệp sụt giảm.** Lợi nhuận sau thuế giảm -78% yoy, hoàn thành lần lượt 23% và 13% kế hoạch DT và LNST theo phương án thận trọng.
- Về kế hoạch 2020, KBC khá thận trọng đưa ra 2 kịch bản (1) kịch bản cơ bản:** lợi nhuận sau thuế sụt giảm -21% yoy. (2) kịch bản khả quan, lợi nhuận sau thuế giảm -4% yoy và kế hoạch phát hành trái phiếu khoảng 1,000 – 1,500 tỷ đồng, dùng để tài trợ các dự án mới và cũ với lãi suất 10.5-11%/năm, thời hạn 18 tháng đến 2 năm, trong đó doanh nghiệp đã phát hành xong 400 tỷ đồng trong 6T2020.

	2019	2020F	Peer	VN-Index
PE (x)	8.9	7.0	10.4	10.9
PB (x)	0.7	1.1	1.8	1.9
PS (x)	2	4.9	2.16	29
ROE (%)	11.5%	9.1%	16.5%	13.3%
ROA (%)	6.5%	5.4%	6.5%	2.3%
EV/ EBITDA (x)	7.5	7.5	7.15	11.7

	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu	2,506	3,250	2,736	3,879
Lợi nhuận gộp	1,467	1,869	1,607	2,160
Lợi nhuận sau thuế	810	1,080	896	1,243
EPS	1,725	2,298	1,907	2,645
Tăng trưởng EPS	31%	33%	-17%	39%
Nợ ròng/ VCSH	25%	14%	12%	-7%

BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

KQKD 6T2020 giảm mạnh do doanh thu cho thuê khu công nghiệp giảm. Doanh thu đạt 727 tỷ đồng (-53.6% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 109 tỷ đồng (-78% yoy), hoàn thành lần lượt 23% và 13% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế theo phương án thận trọng:

- Doanh thu thuê đất khu công nghiệp sụt giảm mạnh đạt 552 tỷ đồng (-59% yoy) do tác động của dịch Covid-19 khiến việc đi lại, khảo sát để ký kết hợp đồng mới bị hạn chế, doanh thu cho thuê nhà xưởng 50 tỷ (gấp 4 lần cùng kỳ), không có doanh thu cho bán nhà xưởng và bất động sản khu đô thị.
- Kế hoạch năm 2020, KBC đặt ra 2 kịch bản (1) Phương án thận trọng: tổng doanh thu 3,200 tỷ đồng (tương đương 2018), lợi nhuận sau thuế 816 tỷ đồng (-21% yoy) (2) Phương án khả quan: doanh thu dự kiến 3,600 tỷ đồng (+12% yoy), lợi nhuận sau thuế 1,000 tỷ đồng (-4% yoy). Công ty sẽ tập trung vào các KCN Quang Châu, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Tân Phú Trung, KĐT Phúc Ninh, KĐT Trảng Dục.
- KBC dự kiến phát hành trái phiếu năm 2020 khoảng 1,000 – 1,500 tỷ đồng, dùng để đầu tư các dự án cũ và mới với lãi suất 10.5-11%/năm, thời hạn 18 tháng - 2 năm, trong đó doanh nghiệp đã phát hành xong 400 tỷ đồng trong 1H2020.

Khu công nghiệp Tân Phú Trung đóng góp phần lớn lợi nhuận trong 1H2020. KBC đã cho thuê khoảng 15ha tại KCN Tân Phú Trung (trong khi 1H2019, diện tích cho thuê được là 63ha đến từ các khu Tân Phú Trung, Quang Châu, Trảng Dục). Chúng tôi hiểu rằng đại dịch Covid khiến tiến độ bàn giao đất khu công nghiệp chậm lại dẫn đến KQKD ảnh hưởng trong ngắn hạn, BSC kỳ vọng KCN Tân Phú Trung sẽ cho thuê khoảng 40ha trong năm 2020 với giá bán đạt 126 USD/m2/thời hạn thuê (+30% so với trung bình 2019), chi phí giá vốn cũng tăng theo, biên lợi nhuận gộp duy trì mức 49%.

Khu công nghiệp Quang Châu mở rộng 90ha, góp phần vào động lực tăng trưởng tiếp theo. Tỷ lệ lấp đầy của KCN Quang Châu khoảng 78% cuối năm 2019, KBC đang làm thủ tục chuyển đổi thêm 90ha đất khu dân cư sang đất cho thuê KCN. Theo chúng tôi nhận định doanh nghiệp đang gấp rút làm các thủ tục và sớm nhất có thể hoàn thành vào cuối 2020, bắt đầu cho thuê trong nửa đầu năm 2021. Trong khi với quỹ đất còn lại khoảng 61ha, KCN Quang Châu vẫn đủ đáp ứng nhu cầu khách thuê trong năm 2020.

Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) lùi tiến độ so với kỳ vọng, chúng tôi điều chỉnh dự báo NSHL sẽ hoàn thành pháp lý và cho thuê bắt đầu từ năm 2021. Dự án đến nay đã được tỉnh phê duyệt, tiếp tục trình lên chính phủ, giai đoạn này sẽ khoảng 30-45 ngày, nếu thuận lợi thì Nam Sơn Hạp Lĩnh sẽ hoàn thành xong pháp lý vào quý 3/2020. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại rủi ro dự án chưa thể hoàn thành. Chúng tôi điều chỉnh dự báo Nam Sơn Hạp Lĩnh sẽ cho thuê năm 2021 với 62ha (từ một khách hàng Trung Quốc sản xuất linh kiện điện thoại).

Nhu cầu thuê lớn ở các khu công nghiệp vẫn diễn ra mạnh mẽ được thể hiện qua các hợp đồng tiềm năng đã ký biên bản ghi nhớ (MOU) với doanh nghiệp: 73ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và 110ha tại KCN Quang Châu trong đó có 2 dự án nổi bật đó là nhà máy linh kiện điện thoại Trung Quốc với 62ha tại NSHL và dự án sản xuất xe đạp điện 50ha tại Quang Châu.

Bất động sản khu đô thị (1) KĐT Trảng Dục: Doanh nghiệp kế hoạch sẽ bán khoảng 4-5ha đất nền năm 2020, chúng tôi ước tính ghi nhận doanh thu khoảng 714 tỷ đồng (đóng góp 22% kế hoạch 2020), BSC nhận thấy đây là dự án có quỹ đất sạch, đã có sổ đỏ, thu hút khách là các chuyên gia, kỹ sư người nước ngoài (2) **KĐT Phúc Ninh** vẫn đang trong tiến trình xin cấp phép để bàn giao sổ đỏ cho khách hàng, chúng tôi chưa có thông tin rõ ràng về pháp lý của dự án, do đó BSC giả định thận trọng trong năm 2020 sẽ chưa có doanh thu từ KĐT Phúc Ninh.

Quỹ đất mới tại Long An là dư địa tăng trưởng trong tương lai cho doanh nghiệp. KBC đang triển khai 150ha KCN tại Long An, dự án sẽ do công ty con của Tập đoàn đã thắng thầu trong đầu năm 2020 thực hiện. Đây là dự án có vị trí thuận lợi gần cảng Long An và cảng Hiệp Phước Tp. HCM, đồng thời giá cho thuê ở khu vực này đang ở mức cao (100-110 USD/m²/thời hạn thuê). Chúng tôi cho rằng quỹ đất mới này là triển vọng tiếp theo cho KBC khi nhu cầu cho thuê đang tiếp tục tăng. Tuy nhiên, BSC lưu ý công tác bồi thường, giải phóng mặt bằng tại Long An còn nhiều vướng mắc, tồn đọng nên có thể khiến chi phí phát triển dự án sẽ tăng cao và mất nhiều thời gian, chúng tôi cho rằng KCN này có thể bắt đầu cho thuê, đóng góp vào KQKD cho doanh nghiệp từ năm 2022 trở đi.

Bảng quỹ đất của KBC

Khu công nghiệp	Tỷ lệ lấp đầy hết Quý 2/2020	Tình trạng	Giá cho thuê (USD/m ² /thời hạn cho thuê)	Diện tích thương phẩm còn lại (ha)
Quế Võ	100%	Đang hoạt động	75	0
Quế Võ mở rộng	100%	Đang hoạt động	75	0
Nam Sơn Hạp Lĩnh	0%	Đang hoàn thiện pháp lý	80	105
Tràng Duệ giai đoạn 1	100%	Đang hoạt động	85	0
Tràng Duệ giai đoạn 2	100%	Đang hoạt động	90	0
Tràng Duệ giai đoạn 3	0%	Đang xin vào đặc khu kinh tế	95	456
Quang Châu	78%	Đang hoạt động	80	62
Tân Phú Trung	49%	Đang hoạt động	126	159
Long An	0%	Đang làm thủ tục đền bù	110-120	150

Nguồn: KBC, BSC Research

Dự báo kết quả kinh doanh 2020. BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ lần lượt là 2,570 tỷ đồng (-20% yoy) và 680 tỷ đồng (-21% yoy), tương đương EPS pha loãng 2020 = 1,825 đồng/cp, P/E fwd = 7.4x.

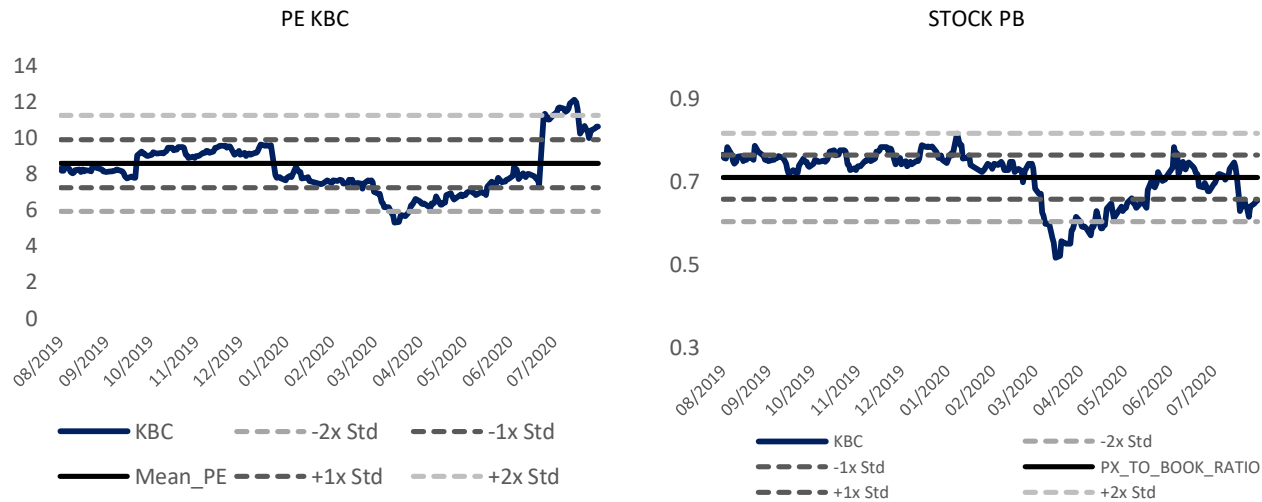
- **Khu công nghiệp.** Chúng tôi điều chỉnh dự báo giảm tổng diện tích đất cho thuê khoảng 75ha (-33% yoy) (so với dự báo cũ là 105ha) với **(1)** 40ha Tân Phú Trung, 35ha Quang Châu, khu Nam Sơn Hạp Lĩnh sẽ chưa thể cho thuê được trong năm 2020 như dự báo trước đây **(2)** giá cho thuê Tân Phú Trung 126USD/m²/thời hạn thuê (+30% yoy), giá cho thuê Quang Châu là 80 USD/m²/thời hạn thuê (+6.7% yoy).
- **Khu đô thị.** Chúng tôi dự báo KĐT Tràng Duệ sẽ bàn giao khoảng 5ha đất nền với giá bán 13 triệu/m², KĐT Phúc Ninh sẽ mở bán trong năm 2021 thay vì năm 2020.

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019	2020 cũ	2020 mới	2021F
Doanh thu	2,506	3,250	3,360	2,595	3,799
% YoY	99%	30%	3%	-20%	46%
Lợi nhuận gộp	1,467	1,869	1,938	1,507	2,100
% YoY	126%	27%	4%	-19%	39%
Biên lợi nhuận gộp	59%	58%	58%	58%	55%
Chi phí BH và QLDN	(307)	(313)	(323)	(250)	(365)
% Chi phí BH&QLDN/DTT	12%	10%	10%	10%	10%
Thu nhập/chi phí tài chính	(99)	(141)	(100)	(141)	(122)
Lợi nhuận trước thuế	1,049	1,389	1,515	1,072	1,548
Thuế TNDN	238	309	338	214	310
Lợi nhuận sau thuế	810	1,080	1,178	857	1,239
%	31%	33%	9%	-21%	44%
NPAT-Mi	747	855	1,001	693	1,097
EPS	1,725	2,298	2,508	1,825	2,636
Biên LN ròng	32%	33%	35%	33%	33%
ROE	12%	15%	15%	11%	15%

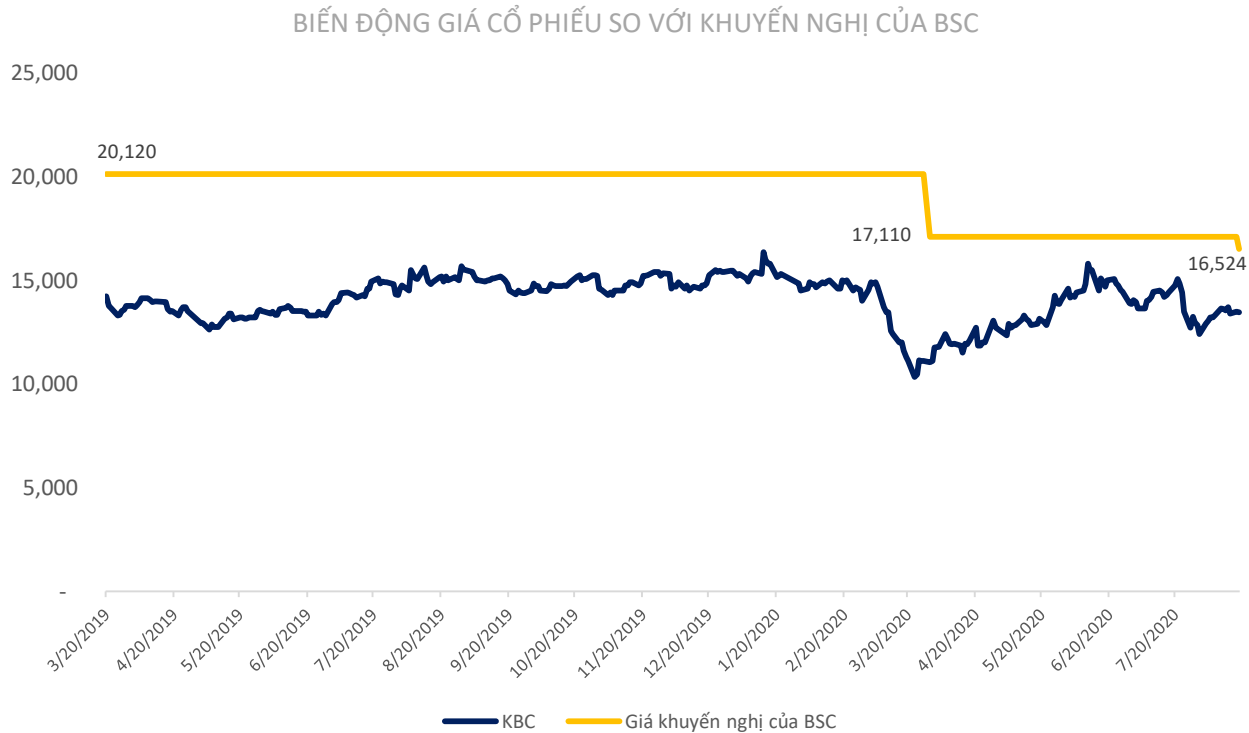
Định giá. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu KBC với giá mục tiêu 16,524 đồng/cp, upside 23% so với giá đóng cửa ngày 18/08/2020 (giảm 3.8% so với giá mục tiêu cũ, do điều chỉnh cập nhật các dự án) dựa trên phương pháp RNAV với WACC = 11% và chiết khấu 10% cho rủi ro về sự chậm trễ trong các vấn đề pháp lý. Chúng tôi giữ quan điểm ưa thích quỹ đất của KBC nhờ vị trí thuận lợi cho việc phát triển khu công nghiệp và khu dân cư. Mặc dù trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh bị ảnh hưởng do dịch bệnh COVID – 19 và các vấn đề pháp lý chưa được phê duyệt, nhưng chúng tôi vẫn tin rằng KBC có nhiều cơ hội thu hút các dòng vốn đầu tư vào các khu công nghiệp và tiềm năng mở rộng quỹ đất lớn đáp ứng nhu cầu mạnh mẽ trong tương lai.

Các mục	NPV
Giá trị KCN	5,078
Giá trị mảng dịch vụ	1,100
Giá trị KĐT Phúc Ninh + Tràng Duệ	1,872
HTK Trảng cát đánh giá lại	1,754
Tiền và đầu tư ngắn hạn	653
Nợ vay	(1,926)
NAV	8,530
Số cp đang lưu hành	469,760,189
Giá đóng cửa (18/8/2020)	13,450
NAVPS (VND)	18,159
Chiết khấu	10%
Giá mục tiêu	16,524
Upside	23%

Nguồn: BSC Research



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	2,506	3,250	2,595	3,799
Giá vốn hàng bán	1,039	1,380	1,088	1,699
Lợi nhuận gộp	1,467	1,869	1,507	2,100
Chi phí bán hàng	(142)	(141)	(113)	(165)
Chi phí QLDN	(165)	(172)	(137)	(201)
Lãi/lỗ HĐKD	1,160	1,557	1,257	1,735
Doanh thu tài chính	95	80	79	96
Chi phí tài chính	(194)	(221)	(220)	(218)
Chi phí lãi vay	(201)	(199)	(193)	(191)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(26)	(27)	(22)	(33)
Lợi nhuận trước thuế	1,049	1,389	1,072	1,548
Thuế thu nhập DN	(238)	(309)	(214)	(310)
LN sau thuế	810	1,080	857	1,239
CĐTS	63	225	164	141
LNST - CĐTS	747	855	693	1,097
EBITDA	1,107	650	1,467	1,869
EPS	1,725	2,298	1,825	2,636

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	224	653	745	380
Đầu tư ngắn hạn	1	1	1,859	1,859
Phải thu ngắn hạn	5,799	5,516	5,450	5,411
Tồn kho	8,593	7,605	7,655	7,655
TS ngắn hạn khác	391	396	288	349
TS ngắn hạn	15,008	14,172	15,995	15,653
TS hữu hình	353	484	506	514
Khấu hao	27	36	20	43
TS dở dang dài hạn	194	839	852	852
ĐT dài hạn	947	865	861	861
TS dài hạn khác	13	34	24	24
TS dài hạn	2,159	2,551	2,538	2,456
Tổng TS	16,973	16,527	18,533	18,173
Nợ phải trả	7,134	6,090	7,715	6,593
Vay ngắn hạn	1,154	826	1,228	380
Nợ ngắn hạn khác	2,688	2,134	4,716	4,864
Tổng Nợ ngắn hạn	3,842	2,960	5,944	5,244
Vay dài hạn	1,333	1,100	923	500
Nợ dài hạn khác	1,959	2,031	848	848
Tổng Nợ dài hạn	3,292	3,130	1,771	1,348
Tổng Nợ	7,134	6,090	7,715	6,593
Vốn góp	4,757	4,757	4,757	4,757
Thặng dư vốn cổ phần	989	989	989	989
LN chưa phân phối	3,652	4,036	4,418	5,180
Vốn chủ khác	(362)	(362)	(362)	(362)
Cổ đông thiểu số	803	1,017	1,017	1,017
Tổng Vốn chủ sở hữu	9,036	9,420	9,802	10,564
Tổng nguồn vốn	16,973	16,527	18,533	18,173
Số lượng Cp lưu hành (triệu)	469,76	469,76	469,76	469,76

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
(Lỗ)/LNST	810	1.080	857	1.239
Khấu hao và phân bổ	41	38	42	91
Thay đổi vốn lưu động	(735)	785	(323)	187
Điều chỉnh khác	(22)	0	(1)	-
LCTT từ HĐ KD	94	1.903	575	1.517
Tiền chi mua TSCĐ	(62)	(275)	(174)	(231)
Đầu tư khác	(93)	200	79	96
LCTT từ HĐ Đầu tư	(155)	(75)	(95)	(135)
Tiền chi trả cổ tức	(10)	-	-	-
Tiền từ vay ròng	(235)	(561)	225	(1.271)
Tiền thu khác	(10)	(482)	(613)	(476)
LCTT từ HĐ Tài chính	(255)	(1.043)	(388)	(1.747)
Dòng tiền đầu kỳ	505	224	653	745
Tiền trong kỳ	(315)	429	92	(365)
Dòng tiền cuối kỳ	190	653	745	380

Chỉ số(%)	2018	2019	2020F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	3,91	4,79	2,69	2,98
Hsố TT nhanh	0,16	0,35	0,49	0,49

Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	42%	37%	42%	36%
Hsố Nợ/VCSH	79%	65%	79%	62%

Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	1,252	910	1,073	735
Số ngày phải thu	845	635	771	522
Số ngày phải trả	582	562	789	525
CCC	1,514	983	1,056	733

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	59%	58%	58%	55%
Lợi nhuận LNST	32%	33%	33%	33%
ROE	9%	11%	9%	12%
ROA	5%	7%	5%	7%

Định Giá				
PE	10,6	8,9	7,4	5,1
PB	0,6	0,7	0,82	0,96

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	29.68%	-20.2%	46.4%	
Tăng trưởng EBIT	34.19%	-19.2%	38.0%	
Tăng trưởng LNTT	32.45%	-22.8%	44.4%	
Tăng trưởng EPS	15.80%	15.8%	15.8%	

Nguồn: BSC Research.

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 đồng 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>

