

**Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc - KBC**

**Khả quan**

**Vượt kỳ vọng nhờ kinh doanh cốt lõi bứt phá**

Giá mục tiêu (12M)

Bất động sản | CẬP NHẬT

VND40.000

Consensus\*: Mua:10 Giữ:1 Bán:0

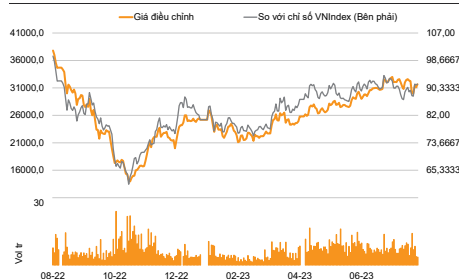
Giá mục tiêu / Consensus: 21,5%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Điều chỉnh tăng LN ròng 2023/24 lần lượt 50,3%/34,9% sv dự phóng trước.
- Nâng giá mục tiêu 22%.

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND32.800
Giá thị trường	VND31.400
Cao nhất 52 tuần (VND)	37.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13.950
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	264.513
Thị giá vốn (tỷ VND)	23.873
Free float	65%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
P/E trượt (x)	7,2
P/B hiện tại (x)	1,3

**Diễn biến giá**



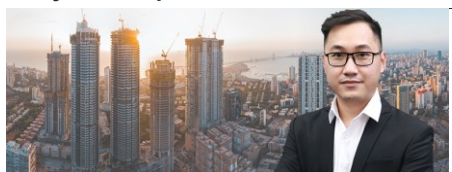
Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Đặng Thành Tâm	18,1%
Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	8,1%
Khác	73,8%

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Lê Anh Sơn**

son.leanh@vndirect.com.vn

- LN ròng 6T23 tăng hơn 15 lần svck nhờ diện tích đất KCN bàn giao cao hơn dự kiến (khoảng 128-130ha), hoàn thành 130% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi tin rằng sự phục hồi của mảng BĐS KCN sẽ dẫn dắt LN ròng với tốc độ tăng trưởng kép 30,9% trong giai đoạn 2023-25.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 40.000 đồng/cp

**Tóm tắt KQKD 6T23: Tiếp tục tiến về phía trước**

Doanh thu Q2/23 của KBC tăng 552% svck lên 2.568 tỷ đồng trong khi LN ròng Q2/23 đạt tới 980 tỷ đồng nhờ bàn giao 62,7 ha từ Nam Sơn Hạp Lĩnh cho Goertek, đáng chú ý khi so với khoản lỗ 366 tỷ đồng svck. Lũy kế đất KCN được bàn giao trong 6T23 ước đạt khoảng 128-130ha, giúp cho doanh thu 6T23 tăng 341% svck lên 4.791 tỷ đồng và biên LN gộp tăng 24,1 điểm % svck nhờ sự đóng góp lớn của mảng BĐS KCN, mang lại biên LN tốt hơn so với mảng BĐS dân cư. Do đó, LN ròng 6T23 bật tăng 15 lần svck lên mức 1.921 tỷ đồng, hoàn thành 130% dự phóng cả năm của chúng tôi.

**Triển vọng năm 2023-24: Kinh doanh cốt lõi thúc đẩy triển vọng tích cực**

Sự phục hồi mạnh mẽ từ HĐKD cốt lõi là động lực thúc đẩy tăng trưởng LN trong giai đoạn 2023-25 nhờ sự đóng góp từ 3 dự án KCN mới: Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quảng Châu mở rộng và đặc biệt là Trảng Duệ 3, có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý trong 2H23. Chúng tôi tin rằng các dự án KCN của KBC đang ở vị thế tốt để thu hút dòng vốn FDI đổ vào trong những năm tới do: 1) sở hữu quỹ đất lớn, chất lượng cao và sẵn sàng cho thuê, 2) tập trung xây dựng môi trường hoàn chỉnh cho sản xuất linh kiện điện tử và bán dẫn, thu hút mạnh mẽ các nhà đầu tư từ Đài Loan, Trung Quốc và Hàn Quốc. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng KBC có thể đẩy mạnh hoạt động cho thuê đất KCN và chúng tôi điều chỉnh tăng KQDK 2023-24 với doanh thu tăng 20,1%/20,4% và LN ròng tăng 50,3%/34,9% so với dự phóng trước đó.

**Dòng tiền vững chắc cùng sức khỏe tài chính lành mạnh**

Trong 6T23, KBC đã chi gần 3.900 tỷ đồng để mua lại toàn bộ dư nợ trái phiếu. Với việc không còn dư nợ trái phiếu vào cuối Q2/23, nợ ròng giảm 45,5% so với đầu năm xuống còn 4.166 tỷ đồng, dẫn đến nợ ròng/vốn chủ sở hữu giảm xuống 0,2 lần từ mức 0,4 lần (cuối năm 2022). Bên cạnh đó, dòng tiền từ hoạt động được cải thiện mạnh mẽ trong 6T23, đạt khoảng 2.509 tỷ đồng sau 3 năm thâm hụt.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 40.000 đồng/cp**

KBC đang giao dịch ở mức P/E trượt 12T là 7,2 lần và P/B hiện tại là 1,3 lần, thấp hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành, mở ra cơ hội để tích lũy một trong những nhà phát triển KCN có mức tăng trưởng LN tốt nhất. Từ đó, duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 40.000 đồng/cổ phiếu tới từ 1) LN năm 2023-24 tăng lên giúp tăng định giá DCF cho các dự án KCN, 2) Điều chỉnh giảm giá định cho WACC và tỷ lệ chiết khấu phản ánh những tín hiệu tích cực nhờ sự phục hồi của hoạt động sản xuất và những yếu tố cơ bản của thị trường. Rủi ro giảm giá 1) doanh số bán đất thấp hơn dự kiến, 2) triển khai dự án mới chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	4.246	950	6.754	7.575
Tăng trưởng DT thuần	97,4%	(77,6%)	610,7%	12,2%
Biên lợi nhuận gộp	58,1%	28,0%	56,3%	53,7%
Biên EBITDA	41,7%	173,9%	46,5%	43,5%
LN ròng (tỷ)	782	1.526	2.215	2.279
Tăng trưởng LN ròng	249,5%	95,1%	45,1%	2,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	249,5%	95,1%	45,1%	2,9%
EPS cơ bản	1.373	1.988	2.886	2.969
EPS điều chỉnh	1.373	1.988	2.886	2.969
BVPS	24.380	20.933	21.818	24.787
ROAE	6,6%	10,2%	13,5%	12,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Vượt kỳ vọng nhờ kinh doanh cốt lõi bứt phá

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 40.000 đồng/cp**

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích KBC do:

- Chúng tôi tin rằng sau KQKD đáng thất vọng trong năm 2022, KBC sẽ có bước nhảy vọt về lợi nhuận trong giai đoạn 2023-25 nhờ sự đóng góp từ 3 dự án KCN mới: Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quang Châu mở rộng và đặc biệt là Trảng Duệ 3, dự án có thể hoàn tất việc thủ tục pháp lý trong nửa cuối năm 2023.
- Trong khi Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quang Châu mở rộng đã liên tục ký các HĐ ghi nhớ cho thuê đất KCN có giá trị cao và sẽ sớm được lấp đầy. Chúng tôi nhận thấy Trảng Duệ 3 dần trở thành điểm nóng thu hút dòng vốn FDI tại Hải Phòng và có thể thúc đẩy thuê đất KCN từ những năm tới nhờ một số HĐ đáng chú ý có thể được ký kết như: 1) khoản đầu tư thêm 1 tỷ USD để mở rộng sản xuất và xây dựng nhà máy V3 từ LG Innotek, 2) Tập đoàn LG sẽ tiếp tục đầu tư thêm 3 tỷ USD để mở rộng LG Display và LG Electronics.
- Dòng tiền vững chắc cùng sức khỏe tài chính lành mạnh. Trong 6T23, KBC đã chi gần 3.900 tỷ đồng mua lại toàn bộ dư nợ trái phiếu, giúp cho tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu giảm xuống chỉ còn 0,2 lần, tương đối lành mạnh khi so sánh với các công ty cùng ngành có vốn hóa tương tự.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 40.000 đồng/cp (từ 32.800 đồng/cp) bởi:**

- Điều chỉnh nâng doanh thu cho thuê đất KCN giai đoạn 2023-25 nhờ nhu cầu cao hơn dự kiến tại các KCN mới. Dẫn đến điều chỉnh tăng định giá DCF cho các dự án KCN so với lần cập nhật trước đó.
- Áp dụng giả định WACC thấp hơn là 13,0% (từ 14-16% trong báo cáo trước) do: 1) giảm lãi suất phi rủi ro xuống 3% (từ 4%) và phân bù rủi ro thị trường xuống 10% (từ 11%), 2) tỷ trọng nợ ròng thấp hơn theo giá trị sổ sách vào cuối Q2/23.
- Hạ tỷ lệ chiết khấu RNAV xuống 10% (từ 15%) để phản ánh những tín hiệu tích cực nhờ sự phục hồi của hoạt động sản xuất và những yếu tố cơ bản của thị trường sẽ hỗ trợ dòng vốn đổ vào thị trường này.

**Tiềm năng tăng giá** 1) đảo ngược chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường BĐS, 2) KBC có thể tháo gỡ các thủ tục pháp lý để mở rộng thêm quỹ đất tại Hưng Yên, Long An, Hải Dương và Bắc Giang, và 3) việc chuyển nhượng tại Trảng Cát hoàn tất sớm hơn dự kiến.

**Rủi ro giảm giá:** 1) doanh số bán hàng thấp hơn dự kiến, 2) triển khai dự án mới chậm hơn dự kiến.

Hình 1: Định giá từng phần

Dự án	Giá trị hợp lý	Phương pháp	Lưu ý
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	3.046	DCF	
KCN Tân Phú Trung	1.294	DCF	
KCN Quang Châu & mở rộng	1.685	DCF	
KCN Trảng Duyệt 3	4.517	DCF	
Một số KCN mới sắp tới	3.956	DCF	
KĐT Trảng Cát	11.976	1,5 lần P/B	
KĐT Phúc Ninh	1.670	1,5 lần P/B	Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp P/B với 1,5x lần giá trị sổ sách cho KĐT Phúc Ninh do chúng tôi lo ngại khả năng được tháo gỡ pháp lý trong ngắn hạn tại Bắc Ninh.
KĐT Trảng Duyệt	571	DCF	
Khác	658	BV	
<b>Tổng</b>	<b>29.373</b>		
<b>(+)</b>			
Tiền và tương đương tiền	1.505	BV	
Đầu tư vào liên doanh liên kết	3.072	0,7 lần P/B	Áp dụng 0,7 P/B để phản ánh một số hoạt động đầu tư tại liên doanh liên kết kém hiệu quả.
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.442	BV	
Xây dựng cơ bản dở dang	1.041	BV	
Tài sản khác	2.817	BV	
<b>(-)</b>			
Vay nợ	4.166	BV	
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.978	BV	
<b>RNAV</b>	<b>34.106</b>		
Tỷ lệ chiết khấu	10%		Chúng tôi hạ tỷ lệ chiết khấu RNAV để phản ánh những tín hiệu tích cực cho thị trường BĐS KCN nhờ sự phục hồi của hoạt động sản xuất và những yếu tố cơ bản của thị trường sẽ hỗ trợ khơi thông dòng vốn vào thị trường này.
SLCP đang lưu hành	767.614.700		
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>40.000</b>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: So sánh các DN cùng ngành (dữ liệu ngày 22/08/2023)

Công ty	Mã CK	Giá hiện	Giá	Khuyến	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng	ROE (%)		ROA (%)	
		tại	mục			ngợi	Trượt	Hiện tại	2023	EPS 3 năm	2023	2024	2023	2024
		Nội tệ	Nội tệ			tr USD	12T							
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	68.500	99.000	Khả quan	2.963	176,7	24,1	4,2	4,7	33,1	15,1	13,1	5,5	5,3
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	19.050	N/A	N/A	3.184	26,5	13,2	1,5	1,3	10,4	7,9	8,8	4,9	5,1
<b>Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc</b>	<b>KBC VN</b>	<b>31.400</b>	<b>40.000</b>	<b>Khả quan</b>	<b>1.007</b>	<b>7,2</b>	<b>5,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>30,3</b>	<b>13,5</b>	<b>12,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	43.800	N/A	N/A	821	16,8	8,2	2,5	2,0	3,6	23,5	18,6	7,7	14,7
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	45.400	42.600	Trung lập	626	18,5	4,9	3,0	2,6	19,5	50,1	29,1	14,1	11,9
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	122.200	N/A	N/A	464	13,3	N/A	3,4	1,6	N/A	31,4	N/A	5,3	N/A
Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	25.300	N/A	N/A	398	17,2	N/A	1,6	2,6	22,5	16,1	N/A	4,2	N/A
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	47.900	57.500	Khả quan	271	7,3	6,3	1,9	1,6	8,4	21,3	24,1	10,4	11,0
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	34.900	41.400	Khả quan	175	25,1	7,9	2,6	2,2	64,8	26,1	31,3	5,8	7,2
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	174.000	N/A	N/A	175	16,3	3,3	5,8	3,8	N/A	38,1	70,3	6,2	N/A
CTCP Long Hậu	LHG VN	26.400	N/A	N/A	55	7,0	3,3	0,9	0,8	23,7	13,6	21,0	7,0	10,9
CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam	VRG VN	26.500	N/A	N/A	29	14,0	N/A	2,1	N/A	N/A	1,2	N/A	0,7	N/A
Trung bình						28,8	8,5	2,6	2,2	24,0	21,5	25,4	6,5	9,0
Trung vị						16,5	6,3	2,3	2,0	22,5	18,7	21,0	6,0	9,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## KQKD 6T23: Tiếp tục tiến về phía trước

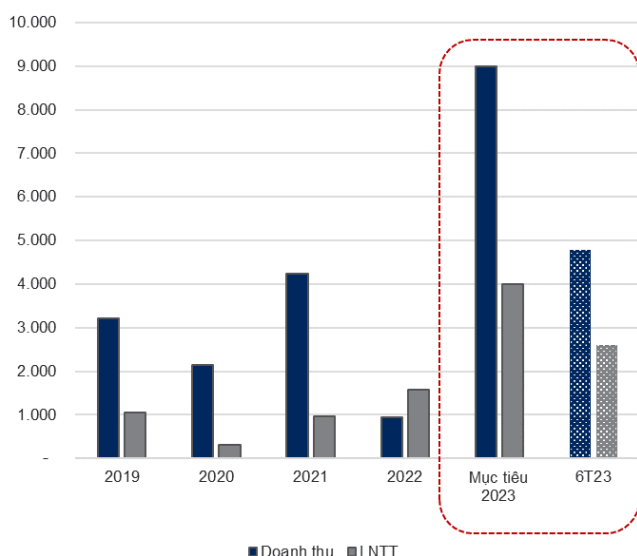
Hình 3: So sánh KQKD Q2/23 và 6T23

(tỷ đồng)	Q2/23	Q2/22	% svck	6T23	6T22	% svck	% sv dự phóng cả năm Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>2.568</b>	<b>394</b>	<b>552,3%</b>	<b>4.791</b>	<b>1.085</b>	<b>341,4%</b>	<b>85,2%</b>
<i>BĐS KCN</i>	2.463	269	817,4%	4.541	586	675,3%	99,4%
<i>BĐS dân cư</i>	9	34	-75,0%	29	322	-90,8%	4,8%
<i>Cho thuê nhà kho, nhà xưởng, văn phòng</i>	20	13	59,5%	48	25	89,9%	68,9%
<i>Cung cấp nước sạch, điện, phí dịch vụ, xử lý nước thải</i>	75	77	-2,5%	172	152	13,5%	46,6%
<i>LN gộp</i>	1.647	184	795,5%	3.199	463	590,7%	106,9%
<i>Biên LN gộp</i>	64,2%	46,7%	17,4 điểm %	66,8%	42,7%	24,1 điểm %	13,6 điểm %
<i>Chi phí BH và QLDN</i>	341	104	227,7%	596	248	140,8%	101,4%
<i>Chi phí BH và QLDN/Doanh thu</i>	13,3%	26,4%	-4,4 điểm %	12,4%	22,8%	-6,3 điểm %	2,0 điểm %
<i>LN thuần từ hoạt động kinh doanh</i>	1.295	209	518,9%	2.609	281	830,0%	123,5%
<i>LNTT</i>	1.291	(276)	n/a	2.605	294	785,1%	123,7%
<b>LN ròng</b>	<b>980</b>	<b>(366)</b>	<b>n/a</b>	<b>1.921</b>	<b>115</b>	<b>1570,2%</b>	<b>130,3%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

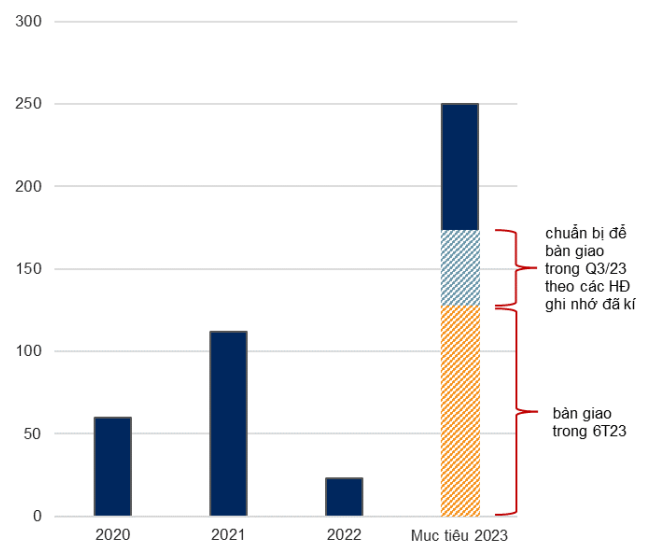
Tại ĐHCĐ thường niên 2023, KBC tiếp tục giữ nguyên kế hoạch kinh doanh cho năm 2023 (được phê duyệt tại ĐHCĐ bất thường vào cuối tháng 12/2022) với doanh thu 2023 dự kiến đạt 9.000 tỷ đồng (+847% svck) và LNTT 2023 ước đạt 4.500 tỷ đồng (+185% svck).

Hình 4: KBC đặt kế hoạch kinh doanh cao cho năm 2023, cao nhất từ trước tới nay (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: HĐ ghi nhớ cho thuê đất KCN đã đạt 70% tổng doanh số đất mục tiêu cả năm 2023 (Đơn vị: ha)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2023-24: Kinh doanh cốt lõi thúc đẩy triển vọng tích cực

### Doanh thu KCN phục hồi mạnh mẽ nhờ tỷ lệ hấp thụ cao của 3 KCN mới

Chúng tôi cho rằng sự phục hồi mạnh mẽ của hoạt động kinh doanh cốt lõi sẽ dẫn dắt doanh thu giai đoạn 2023-24 với ba KCN mới đáng chú ý: KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Quang Châu mở rộng và KCN Trảng Dục 3.

- Với KCN Quang Châu mở rộng, KBC đã ký HĐ ghi nhớ cho thuê toàn bộ diện tích đất hiện hữu trong 6T23 và dự kiến bàn giao phần diện tích đất còn lại trong nửa cuối năm 2023, đưa tỷ lệ lấp đầy đạt 100% vào cuối năm 2023.
- Mặc dù đã ghi nhận kết quả cho thuê đáng chú ý trong 6T23, chúng tôi cho rằng hoạt động cho thuê tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh có thể được thúc đẩy trong nửa cuối năm 2023 nhờ một số thương vụ tiềm năng với tổng quy mô khoảng 104ha, dự kiến sẽ có thể ký HĐ ghi nhớ trong nửa cuối năm 2023.
- Ngoài ra, một số dự án nhỏ hơn như: Cụm công nghiệp Long An 3, KCN Tân Lập và KCN Lộc Giang đang trong giai đoạn đền bù đất và có thể bắt đầu đóng góp vào doanh thu từ năm 2024.

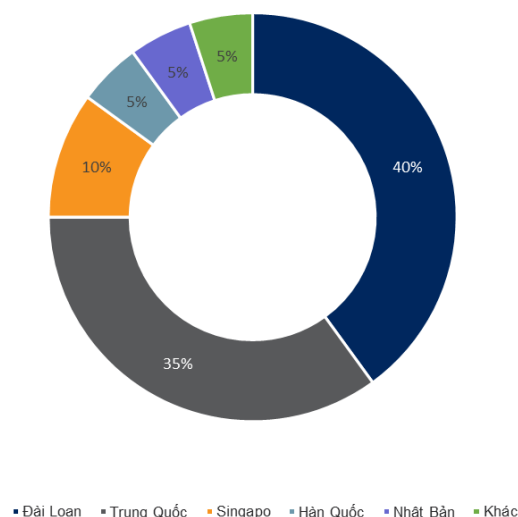
Chúng tôi cho rằng hoạt động cho thuê các KCN của KBC cao hơn dự kiến nhờ 1) Thị trường KCN đang chứng kiến xu hướng trái ngược: nhu cầu cao trong khi thiếu hụt nguồn cung chất lượng cao, 2) KBC đặt mục tiêu thu hút các nhà đầu tư từ Đài Loan, Trung Quốc và Hàn Quốc với trọng tâm là sản xuất linh kiện điện tử, chip bán dẫn, là thế mạnh và hướng phát triển của các KCN thuộc KBC.

Hình 6: Một số thương vụ lớn được kỳ vọng ký HĐ ghi nhớ nửa cuối 2023

Dự án	NĐT từ	Sectors to invest	Quy mô (ha)	Tổng diện tích cho thuê dự kiến (ha)
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Trung Quốc	Linh kiện điện tử cho Trung Quốc tại nghe, bút thông minh	20	104
	Trung Quốc	Văn phòng phẩm	20	
	Trung Quốc	Linh kiện điện tử cho loa	15	
	Trung Quốc	Linh kiện điện tử cho đồng hồ thông minh	10	
	Trung Quốc	Thiết bị thông minh	8	
	Trung Quốc	Linh kiện điện tử, module cho camera	7	
	Hàn Quốc	Điện tử	7	
	Hàn Quốc	Chip bán dẫn	7	
	Hàn Quốc	Điện tử	5	
	Đài Loan	Linh kiện điện tử	5	
Trảng Dục 3	Đài Loan	Chip bán dẫn	20	50
	Trung Quốc	Điện tử dân dụng	20	
	Hàn Quốc	Linh kiện xe ô tô	10	
Cụm CN: Kim Đồng - Đặng Lễ - Chính Nghĩa	Đan Mạch	Logistics	10	20
	Trung Quốc	Logistics	10	
Liên Chiêu	Hàn Quốc	Kho lạnh	20	20
				<b>194</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Thị trường mục tiêu thu hút NĐT trong năm 2023 (theo quốc gia)

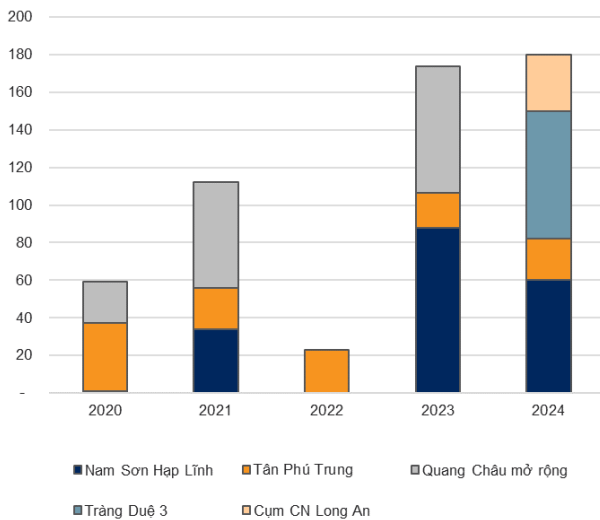


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



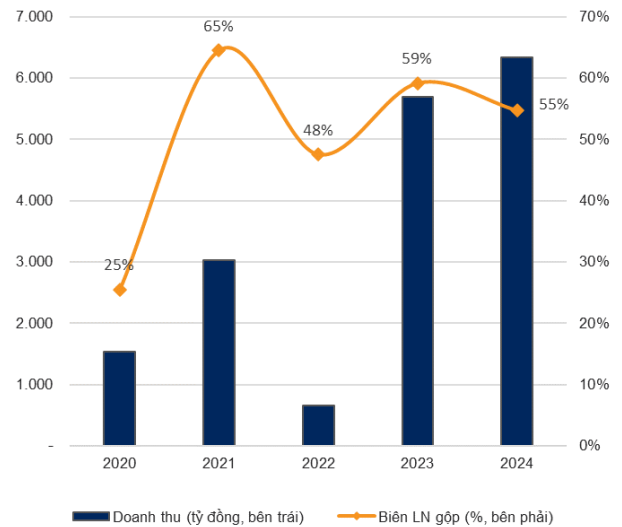
Từ đó, với mức nền thấp trong năm 2022, chúng tôi dự báo diện tích đất KCN cho thuê năm 2023 sẽ bật tăng mạnh 651% svck đạt khoảng 175ha với sự đóng góp nhiều nhất từ Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quảng Châu mở rộng, lần lượt là khoảng 50,5%/38,7%. Chúng tôi kỳ vọng rằng KCN Trảng Duệ 3 có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý trong nửa cuối năm 2023 và sẽ bàn giao 68ha trong năm 2024, giúp diện tích đất KCN tăng 4% svck trong năm 2024.

**Hình 8: Chúng tôi kỳ vọng đất KCN sẽ cải thiện đáng kể từ năm 2023 nhờ sự đóng góp của các KCN mới... (ha)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: ... giúp doanh thu KCN năm 2023 có thể tăng trở lại với mức tăng 767% svck và biên gộp tăng 11 điểm % svck**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### KCN Trảng Duệ 3 – điểm nóng tận dụng chuyển thăm cấp của Hàn Quốc

Trong tháng 6/2023, Tổng thống Hàn Quốc đã đến thăm Việt Nam để trao đổi về quan hệ đối tác chiến lược toàn diện giữa hai quốc gia. Đến cùng với Tổng thống Hàn Quốc là phái đoàn gồm 205 lãnh đạo đến từ các doanh nghiệp hàng đầu như Samsung Electronics, SK Group, Hyundai Motor Group và LG Group. Với truyền thống ưu tiên đầu tư vào miền Bắc của các doanh nghiệp Hàn Quốc, chúng tôi cho rằng chủ đầu tư KCN miền Bắc, sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn sẽ được hưởng lợi từ chuyến thăm này.

Do đó, không ngạc nhiên khi TP Hải Phòng chính thức chấp nhận LG Innotek tăng vốn đầu tư thêm 1 tỷ USD để mở rộng sản xuất và xây dựng nhà máy V3 tại KCN Trảng Duệ (thuộc sở hữu của KBC). Chúng tôi quan sát thấy KCN Trảng Duệ 1 & 2 đã đạt 100% tỷ lệ lấp đầy, dẫn đến khoản đầu tư bổ sung của LG Innotek sẽ được đầu tư toàn bộ vào Trảng Duệ 3 và có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý trong nửa cuối năm 2023.

**Hình 10: Nhà máy LG Innotek**

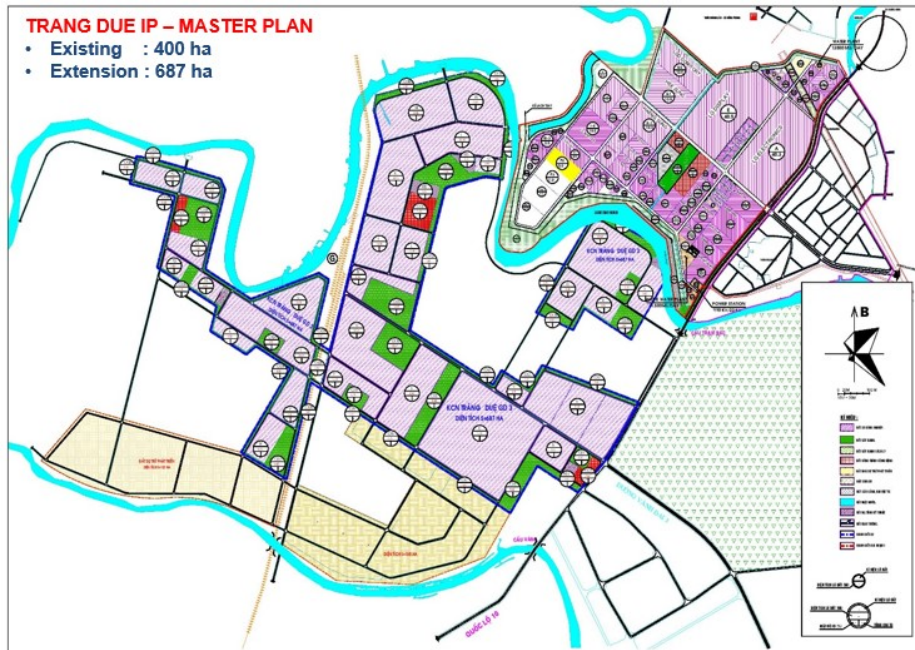


- Vị trí: Lô I4, KCN Trảng Duệ 2, Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, Hải Phòng.
- Diện tích: 40ha
- Vốn đầu tư: 1.1 tỷ USD
- Lĩnh vực: Linh kiện điện tử như module cho ô tô, điện thoại di động...
- Công suất: 390 triệu sản phẩm/năm

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi tin rằng với 1 tỷ USD vốn đầu tư tăng thêm, LG Innotek sẽ xây dựng nhà máy V3 với diện tích ngang với tổng diện tích nhà máy V1 và V2. Từ đó, chúng tôi kì vọng LG Innotek và KBC có thể đi đến ký kết HĐ cho thuê đất tại KCN Trảng Dũ 3 trong thời gian tới, với tổng diện tích cho thuê lên đến 40ha.

Hình 11: KCN Trảng Dũ 3



- Địa điểm: Khu Kinh tế Đình Vũ - Cát Hải, Hải Phòng.
- Tổng diện tích đất: 687ha
- Diện tích cho thuê: 460ha
- Chủ sở hữu: KBC (87%)
- Giá thuê: 150-160 USD/m2/kỳ thuê
- Thời gian ra mắt dự kiến: 2H23

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

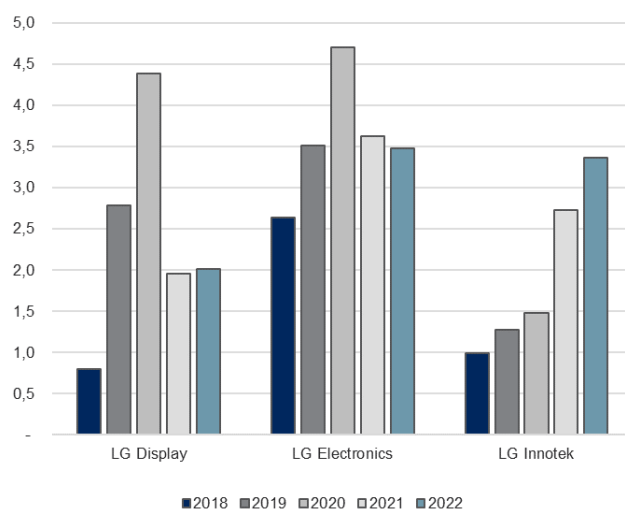
Ngoài ra, chúng tôi tin rằng LG Innotek chỉ là sự khởi đầu cho làn sóng vốn FDI mạnh mẽ sẽ đổ vào khu công nghiệp Trảng Dũ 3 trong những năm tới, tới từ:

- Tập đoàn LG sẽ đầu tư thêm 3 tỷ USD để mở rộng nhà máy tại Việt Nam. Cuối năm 2022, giám đốc Tập đoàn LG đã cam kết sẽ đầu tư 4 tỷ USD vào các công ty con của LG tại Việt Nam nhờ tăng trưởng KQKD tích cực đến từ LG Display, LG Electronics và LG Innotek trong những năm gần đây. Với 1 tỷ USD cho LG Innotek, chúng tôi tin rằng Tập đoàn sẽ tiếp tục giải ngân vốn đầu tư bổ sung khoảng 3 tỷ đô cho việc mở rộng LG Display và LG Electronics.
- Không chỉ LG, chúng tôi tin rằng, KCN Trảng Dũ 3 sẽ ngày càng thu hút thêm nhiều nhà đầu tư Hàn Quốc hơn nữa nhờ KCN Trảng Dũ 3 đã tạo môi trường hoàn thiện cho các nhà đầu tư Hàn Quốc khi nhìn lại các điểm sáng trong thu hút vốn thành công tại Trảng Dũ (1&2) với một số nhà đầu tư chính như: Haeng Sung, Heesung, Dong Yang... Cũng trong chuyến thăm cấp nhà nước của Hàn Quốc, KBC đã ký 4 HĐ ghi nhớ với Tập đoàn STS, Tập đoàn tài chính JB, Đại học Quốc gia Gyeongsang, Bệnh viện Đại học Quốc gia Gyeongsang về hợp tác đầu tư và thực hiện các dự án ở KCN Trảng Dũ 3, khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải với tổng vốn đầu tư cam kết khoảng 1 tỷ USD.

Hình 12: Một số nhà đầu tư đáng chú ý ở KCN Trảng Duệ (1&2)

Nhà đầu tư	Quốc gia	Quy mô (ha)	Tổng vốn đầu tư (triệu USD)
LG Electronics	Hàn Quốc	40	1.500
LG Display	Hàn Quốc	40	1.500
LG Innotek	Hàn Quốc	17	1.100
Haeng Sung	Hàn Quốc	10	100
Heesung	Hàn Quốc	14	154
Bluecom	Hàn Quốc	6	50
Dong Yang	Hàn Quốc	9	95

Hình 13: Doanh thu của các công ty con của LG ở KCN Trảng Duệ (1&2) (tỷ USD)

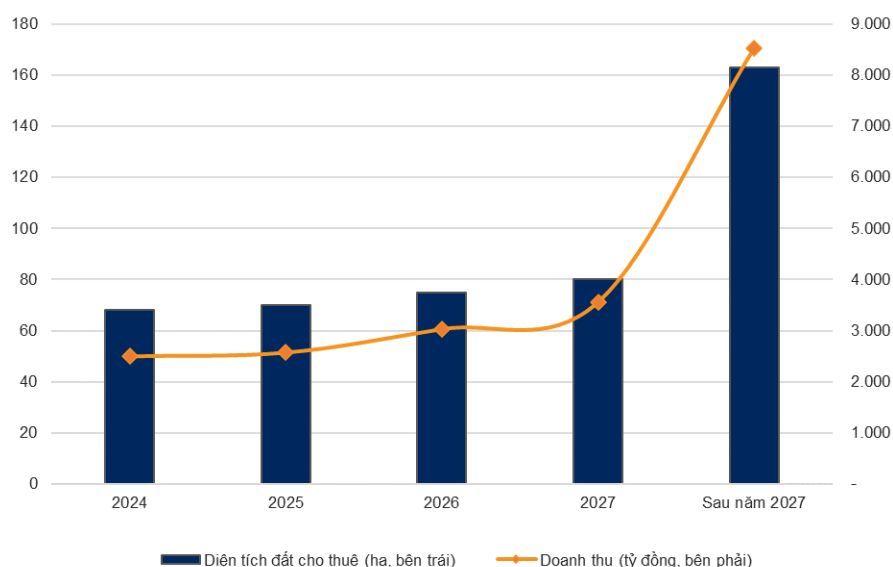


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng KCN Trảng Duệ 3 sẽ là điểm nóng thu hút vốn FDI của TP. Hải Phòng với các NĐT Hàn Quốc là trọng tâm phát triển và thu hút. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê đất tại KCN Trảng Duệ 3 sẽ đạt mức tăng trưởng mạnh với tăng trưởng hàng năm kép 5,6% trong giai đoạn 2024-2027. Chúng tôi tin rằng với diện tích cho thuê và giá thuê cao hơn dự kiến, KCN Trảng Duệ 3 sẽ đóng góp hơn 11.500 tỷ VND doanh thu trong giai đoạn 2024-27.

Hình 14: Chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho thuê KCN Trảng Duệ 3 sẽ đạt hiệu quả cao, tăng trưởng hàng năm kép đạt 5,6% trong giai đoạn 2024-27



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**... tuy nhiên mảng BĐS dân cư khó có thể tăng trưởng mạnh do thị trường vẫn còn nhiều những khó khăn**

Mặt khác, chúng tôi nhận thấy BĐS dân cư của KBC đang phải đối mặt với nhiều khó khăn tới từ triển vọng ngắn hạn của toàn thị trường BĐS như: 1) thủ tục pháp lý chậm trong bối cảnh xảy ra hàng loạt sai phạm đất đai tại một số địa phương; 2) mặc dù lãi suất đã giảm, nhưng vẫn chưa đủ để thúc đẩy thị trường, khiến cho việc tiếp cận vốn vẫn còn nhiều khó khăn; 3) Tâm lý thị trường vẫn

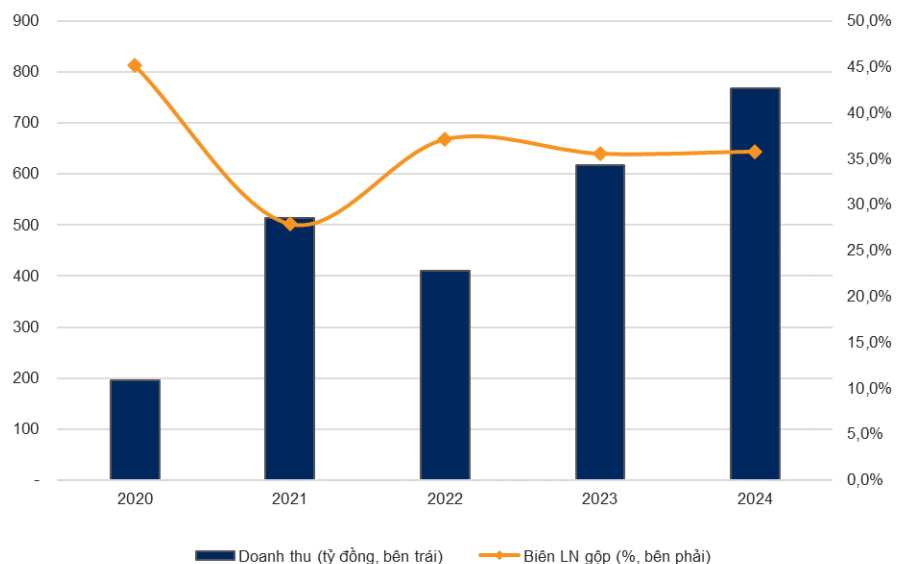


còn lo ngại trong bối cảnh những vướng mắc về quy định chưa được giải quyết, dẫn tới nguồn cung mới thấp. Do đó, chúng tôi tin rằng thị trường BĐS dân cư vẫn trong giai đoạn khó khăn trong năm 2023 và có thể dần phục hồi từ giữa năm 2024.

Cũng trong ĐHĐCĐ thường niên, KBC đặt mục tiêu khiêm tốn cho mảng BĐS dân cư với việc: 1) dự kiến bàn giao 83 căn biệt thự thuộc khu đô thị Trảng Duệ, 2) dự kiến bàn giao một phần dự án nhà ở xã hội Bắc Giang – Evergreen vào cuối năm 2023, và 3) hoàn thiện thủ tục pháp lý để tiếp tục mở bán giai đoạn tiếp của dự án KĐT Phúc Ninh

Từ những khó khăn bên ngoài của thị trường bất động sản nhà ở cũng như kế hoạch nội bộ thận trọng của KBC, chúng tôi dự báo doanh thu BĐS dân cư 2023-24 sẽ tăng khoảng 35%/ năm và chỉ đóng góp lần lượt 9,1%/10,1% vào tổng doanh thu.

**Hình 15: Chúng tôi dự báo doanh thu BĐS dân cư 2023-24 sẽ tăng khoảng 35%/ năm**



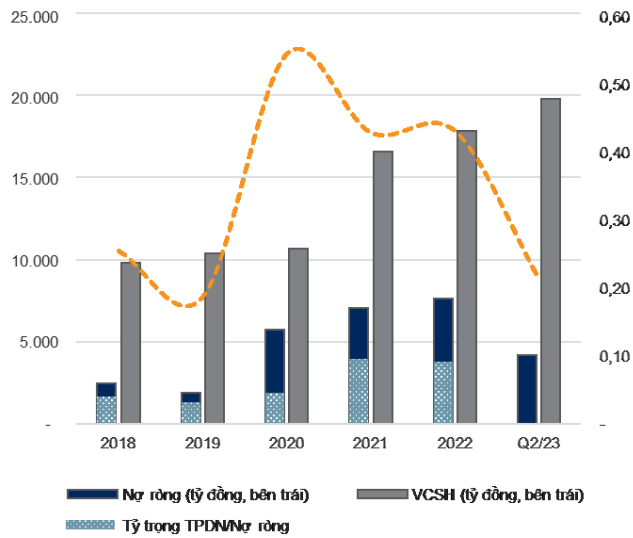
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### **Dòng tiền vững chắc cùng sức khỏe tài chính lành mạnh**

Như đã đề cập trong báo cáo trước của chúng tôi, KBC có một lượng lớn trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong giai đoạn 2023-25 và chúng tôi đã đưa ra cảnh báo về rủi ro thanh khoản trong trường hợp xấu nhất. Tuy nhiên, KBC đã xoay chuyển tình thế nhờ kết quả khả quan trong 6T23, KBC đã chi gần 3.900 tỷ VND để mua lại toàn bộ dư nợ trái phiếu.

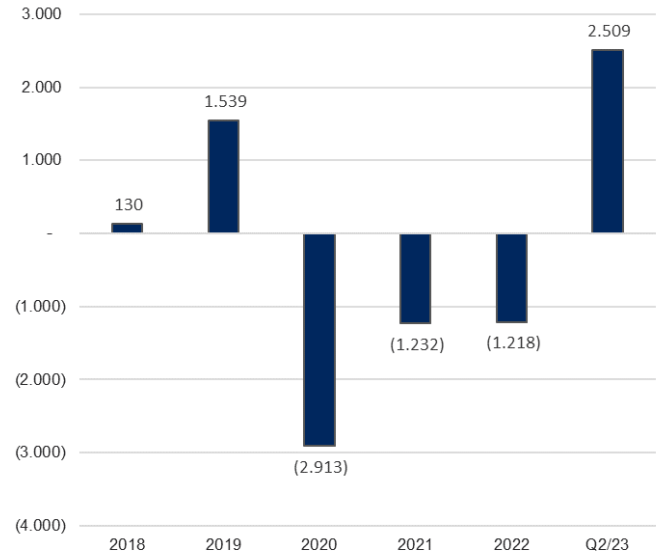
Với việc không còn dư nợ trái phiếu doanh nghiệp vào cuối Q2/23, nợ ròng giảm 45,4% sv đầu năm xuống chỉ còn 4.166 tỷ đồng, giúp cho tỷ lệ nợ ròng/ VCSH giảm 0,2 lần từ mức 0,4 lần (cuối năm 2022). Khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành có vốn thị trường tương tự, chúng tôi nhận thấy KBC có tỷ lệ nợ ròng/ VCSH tương đối lành mạnh. Bên cạnh đó, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cũng cải thiện đáng kể trong 6T23, ghi nhận đạt 2.509 tỷ VNĐ sau 3 năm liên thâm hụt. Điều này đến từ kết quả khả quan trong nửa đầu năm 2023 từ hoạt động cho thuê đất KCN và chúng tôi tin rằng dòng tiền của KBC từ hoạt động kinh doanh sẽ ngày càng trở nên tốt hơn nhờ các lượng lớn HĐ ghi nhớ cho thuê đất sẽ được thực hiện.

**Hình 16: Tỷ lệ nợ ròng/VCSH tiếp tục được thu hẹp nhờ không còn dư nợ trái phiếu vào cuối Q2/23**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 17: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh được cải thiện mạnh mẽ trong 6T23 sau 3 năm liên thâm hụt (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

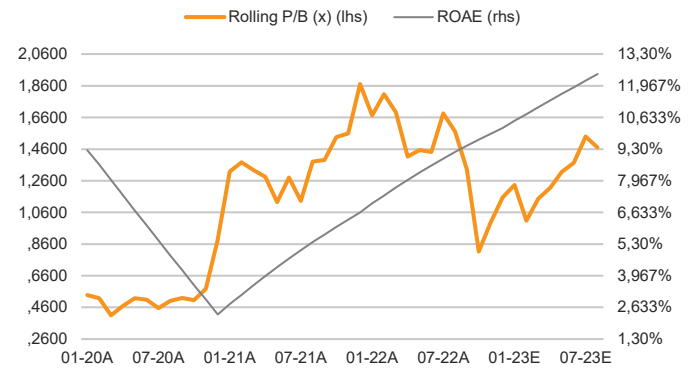
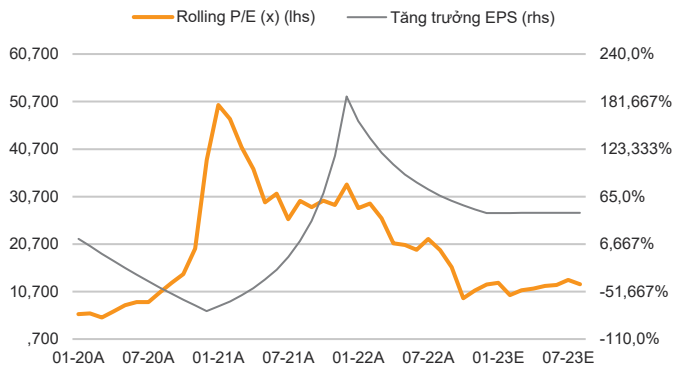
## Điều chỉnh dự phóng 2023-25

**Hình 18: Điều chỉnh dự phóng 2023-24**

(tỷ đồng)	Mới		Cũ		% thay đổi		Dự phóng mới	Lưu ý
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2025	
<b>Doanh thu</b>	<b>6.754</b>	<b>7.575</b>	<b>5.622</b>	<b>6.293</b>	<b>20,1%</b>	<b>20,4%</b>	<b>9.898</b>	Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu 2023-24 lên 20,1%/20,4% sv dự phóng trước đó, chủ yếu tới từ việc tăng doanh thu mảng BĐS KCN nhờ xu hướng tăng diện tích cho thuê và giá cho thuê tại Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quang Châu mở rộng. Với năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ tăng 30,7% svck lên 9.898 tỷ đồng nhờ sự đóng góp ngày càng lớn của dự án Trảng Duyệt 3.
BĐS KCN	5.699	6.346	4.568	5.065	24,8%	25,3%	7.740	
BĐS dân cư	617	768	617	768	0,0%	0,0%	1.632	
Khác	438	461	437	460	0,2%	0,2%	525	
LN gộp	3.805	3.969	2.991	3.287	27,2%	20,7%	5.582	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>56,3%</b>	<b>52,4%</b>	<b>53,2%</b>	<b>52,2%</b>	<b>3,1 điểm %</b>	<b>0,2 điểm %</b>	<b>56,4%</b>	Chúng tôi tăng biên LN gộp 2023-24 thêm lần lượt 3,1/0,2 điểm % sv dự phóng trước đó tới từ xu hướng tương phản giữa giá thuê đất và chi phí sử dụng đất.
Chi phí BH&QLDN	638	688	588	637	8,5%	8,0%	872	
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	9,4%	9,1%	10,5%	10,1%	-1,0 điểm %	-1,0 điểm %	8,8%	
LN thuần từ hoạt động kinh doanh	3.167	3.381	2.113	2.380	49,9%	42,1%	4.878	
LNTT	3.017	3.143	2.106	2.373	43,3%	32,4%	4.871	
<b>LN ròng</b>	<b>2.215</b>	<b>2.279</b>	<b>1.474</b>	<b>1.690</b>	<b>50,3%</b>	<b>34,9%</b>	<b>3.799</b>	Từ đó, chúng tôi điều chỉnh tăng LN ròng 2023-24 lần lượt 50,3%/34,9% sv dự phóng trước đó. Và với dự phóng mới năm 2025, chúng tôi kì vọng LN ròng sẽ đạt mức tăng trưởng hàng năm kép 30,9% trong giai đoạn 2023-25.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	950	6.754	7.575
Giá vốn hàng bán	(685)	(2.949)	(3.506)
Chi phí quản lý DN	(464)	(381)	(403)
Chi phí bán hàng	(46)	(257)	(285)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>(245)</b>	<b>3.167</b>	<b>3.381</b>
EBITDA thuần	(321)	3.101	3.312
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>76</b>	<b>66</b>	<b>69</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>(245)</b>	<b>3.167</b>	<b>3.381</b>
Thu nhập lãi	340	87	17
Chi phí tài chính	(595)	(241)	(257)
Thu nhập ròng khác	10	(7)	(7)
TN từ các Cty LK & LD	2.187	10	10
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.697</b>	<b>3.017</b>	<b>3.143</b>
Thuế	(120)	(664)	(692)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(50)	(138)	(173)
<b>LN ròng</b>	<b>1.526</b>	<b>2.215</b>	<b>2.279</b>
Thu nhập trên vốn	1.526	2.215	2.279
Cổ tức phổ thông	0	(1.535)	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.526</b>	<b>680</b>	<b>2.279</b>

### Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	1.683	1.092	290
Đầu tư ngắn hạn	2.442	2.443	2.444
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.896	10.381	15.431
Hàng tồn kho	12.330	12.381	12.854
Các tài sản ngắn hạn khác	323	339	356
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>27.674</b>	<b>26.637</b>	<b>31.375</b>
Tài sản cố định	1.535	1.518	1.500
Tổng đầu tư	4.697	4.697	4.697
Tài sản dài hạn khác	1.000	987	975
<b>Tổng tài sản</b>	<b>34.907</b>	<b>33.839</b>	<b>38.548</b>
Vay & nợ ngắn hạn	3.951	1.000	1.000
Phải trả người bán	453	1.952	2.321
Nợ ngắn hạn khác	6.280	7.362	8.718
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>10.684</b>	<b>10.314</b>	<b>12.038</b>
Vay & nợ dài hạn	3.687	2.206	2.706
Các khoản phải trả khác	2.690	2.656	2.688
Vốn điều lệ và	7.676	7.676	7.676
LN giữ lại	5.646	6.326	8.605
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>16.068</b>	<b>16.748</b>	<b>19.027</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.777	1.916	2.088
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>34.907</b>	<b>33.839</b>	<b>38.548</b>

### Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.697</b>	<b>3.017</b>	<b>3.143</b>
Khấu hao	76	66	69
Thuế đã nộp	(172)	(697)	(660)
Các khoản điều chỉnh khác	(2.403)	(99)	(27)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(416)</b>	<b>3.029</b>	<b>(3.817)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>(1.218)</b>	<b>5.316</b>	<b>(1.291)</b>
Đầu tư TSCĐ	(274)	(36)	(38)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	0
Các khoản khác	(249)	97	27
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(523)</b>	<b>61</b>	<b>(11)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	335	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.992	0	500
Dòng tiền từ HĐTC khác	(1.466)	(4.433)	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(0)	(1.535)	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>861</b>	<b>(5.968)</b>	<b>500</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.562	1.683	1.092
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(879)</b>	<b>(591)</b>	<b>(802)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.683	1.092	290

### Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	160,6%	32,8%	30,1%
Vòng quay TS	0,03	0,20	0,21
ROAA	4,7%	6,4%	6,3%
Đòn bẩy tài chính	2,19	2,09	2,02
ROAE	10,2%	13,5%	12,7%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	367,9	87,2	79,9
Số ngày nắm giữ HTK	6.574,8	1.532,5	1.341,9
Số ngày phải trả tiền bán	241,6	241,6	242,3
Vòng quay TSCĐ	0,66	4,42	5,02
ROIC	6,0%	10,1%	9,2%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,6	2,6	2,6
Khả năng thanh toán nhanh	1,4	1,4	1,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,3	0,2
Vòng quay tiền	6.701,0	1.378,1	1.179,6
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(77,6%)	610,7%	12,2%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(113,2%)		6,7%
Tăng trưởng LN ròng	95,1%	45,1%	2,9%
Tăng trưởng EPS	44,8%	45,1%	2,9%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Barry Weissblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weissblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weissblatt@vndirect.com.vn)

### Chu Đức Toàn – Trưởng phòng

Email: [toan.chuduc@vndirect.com.vn](mailto:toan.chuduc@vndirect.com.vn)

### Lê Anh Sơn – Chuyên viên phân tích

Email: [son.leanh@vndirect.com.vn](mailto:son.leanh@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>