

**KBC – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 27/03/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	23.050
KLGD TB 10 ngày	3.170.430
Vốn hoá (tỷ đồng)	17.424
Số lượng CPLH	767.604.759

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

**Phạm Hồng Quân**  
phquan@vcbs.com.vn  
+84-4 3936 6990 ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**KỶ VỌNG SỰ PHỤC HỒI TRONG NĂM 2023**

- **Chờ đợi bàn giao mặt bằng tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quang Châu mở rộng:** Doanh nghiệp có thể ghi nhận khoảng 4.800 tỷ đồng doanh thu cho thuê đất tại các KCN trên trong năm 2023 nhờ bàn giao mặt bằng cho các khách hàng lớn như Foxconn, Goertek.
- **KCN Tràng Duệ 3 và Tân Lập kỳ vọng cho thuê từ 2024:** Hoạt động giải phóng mặt bằng đang được thực hiện tương đối tích cực và nhiều khách hàng lớn đang có nhu cầu mặt bằng bút thiết, qua đó kỳ vọng có thể bàn giao diện tích đáng kể ngay trong năm đầu đưa vào kinh doanh
- **Các khoản trái phiếu đến hạn mang đến áp lực thanh khoản nhất định:** Việc thanh toán nghĩa vụ trái phiếu sẽ tiêu tốn một lượng đáng kể nguồn tài chính và ảnh hưởng đến tốc độ giải ngân triển khai các dự án công nghiệp của doanh nghiệp. Tuy vậy, các dự án gói đầu mà KBC đã chuẩn bị đầu tư từ lâu sẽ ít bị tác động.
- **Các dự án đô thị cần thêm 1-2 năm để đem lại dòng tiền** do khó khăn của thị trường bất động sản và các điểm nghẽn về hạ tầng, pháp lý cần thêm thời gian để tháo gỡ.

**Đánh giá:** Trong năm 2023, diện tích đất công nghiệp cho thuê và kết quả kinh doanh của KBC dự kiến sẽ ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ khi các dự án KCN quan trọng có kế hoạch bàn giao mặt bằng cho khách hàng.

VCBS dự phóng doanh thu năm 2023 của KBC đạt **4.895 tỷ đồng (+248,5% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **1.516 tỷ đồng (-2,0% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.975 VNĐ/ cổ phiếu**. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu KBC với mức định giá hợp lý là **30.045 VNĐ/ cổ phiếu**.

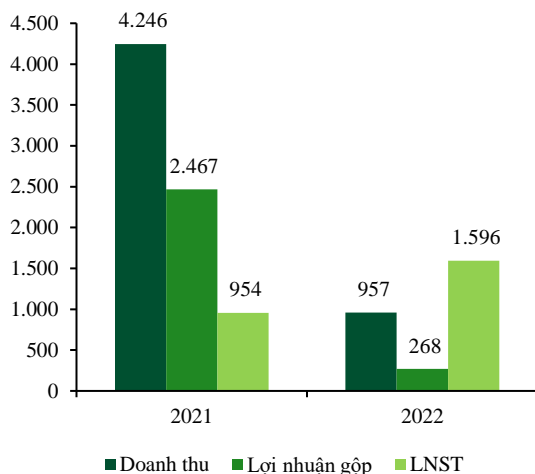
Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	4.246	1.405	4.895	6.964
+/- yoy (%)	97,40%	-66,92%	248,49%	42,27%
LN thuộc về cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	782	1.547	1.516	1.907
+/- yoy (%)	249,19%	97,79%	-2,01%	25,74%
TS LN góp (%)	58,10%	19,08%	58,81%	53,87%
TS LN ròng (%)	18,42%	110,16%	30,98%	27,38%
EPS - TTM (đồng)	1.586	2.019	1.975	2.484

## CẬP NHẬT KQKD

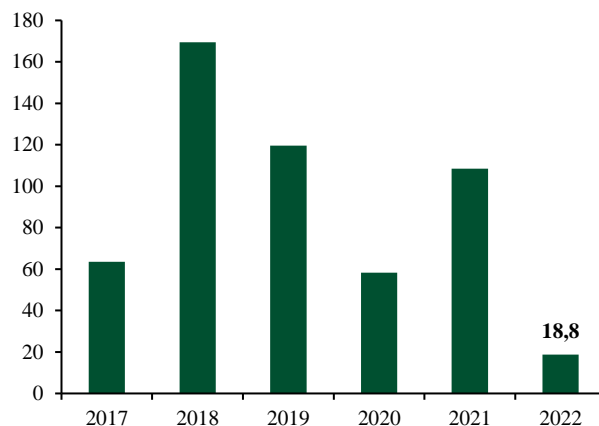
**Trong năm 2022, doanh thu thuần của KBC đạt 957 tỷ đồng, giảm 77,5% so với cùng kỳ và ghi nhận mức thấp nhất trong 10 năm qua.** Điều này đến từ các yếu tố: (1) Hoạt động bàn giao mặt bằng KCN ở mức rất thấp khi các dự án FDI tại các KCN trọng điểm (Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quang Châu mở rộng) chưa kịp hoàn thành thủ tục đầu tư; (2) Ghi nhận khoản giảm trừ doanh thu 447 tỷ đồng do doanh nghiệp đã nhận lại 2,5 ha đất tại KĐT Trảng Duệ (đã bán và ghi nhận doanh thu từ năm 2019) do chưa hoàn thành pháp lý.

**LNST trong năm 2022 đạt 1.596 tỷ đồng, tăng mạnh so với năm 2021.** Tuy vậy, phần lớn lợi nhuận trong kỳ đến từ hơn 2.000 tỷ đồng doanh thu tài chính nhờ đánh giá lại khoản đầu tư vào CTCP Đầu tư Sài Gòn – Đà Nẵng (được KBC tăng tỷ lệ sở hữu trong Q2.2022). Trong khi đó, hoạt động kinh doanh cốt lõi ghi nhận thua lỗ do diện tích đất bàn giao thấp và gia tăng chi phí lãi vay.

**Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của KBC (đv: tỷ đồng)**



**Hình 2: Diện tích cho thuê đất KCN (đv: ha)**



Nguồn: KBC, VCBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

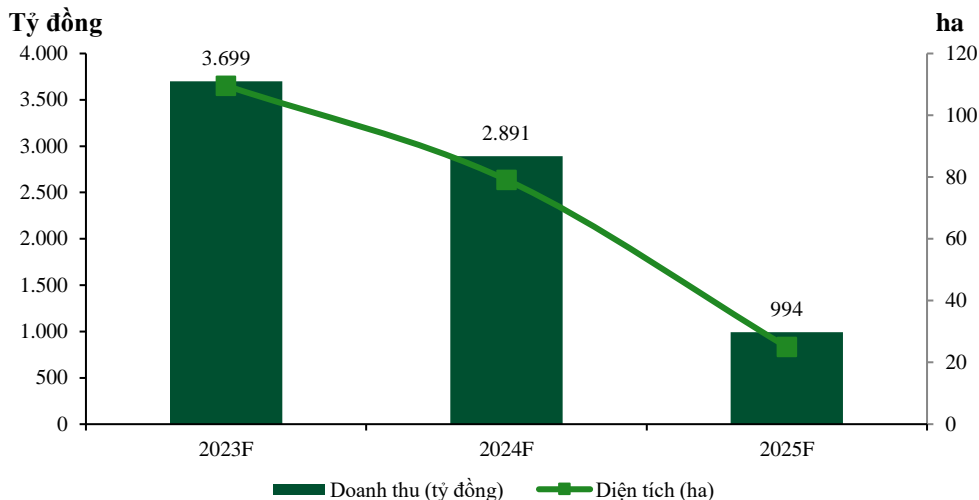
### Chờ đợi bàn giao mặt bằng tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quang Châu mở rộng

Tính tới cuối năm 2022, KBC đã có thỏa thuận cho thuê đối với 107ha đất tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh) và Quang Châu mở rộng (Bắc Giang) với tổng giá trị hơn 3.500 tỷ đồng. Cùng với việc tiến độ thu hút đầu tư của KBC đã tăng tốc đáng kể từ cuối năm 2022, VCBS đánh giá doanh nghiệp có thể ghi nhận khoảng 4.800 tỷ đồng doanh thu cho thuê đất tại các KCN trên trong năm 2023. Cụ thể:

- **KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh:** Tại cuối năm 2022, KBC sở hữu thỏa thuận cho thuê 30 ha đất công nghiệp với mức giá khoảng 140 USD/ m<sup>2</sup> – cao hơn nhiều so với giai đoạn 2019 – 2020 (khi doanh nghiệp bắt đầu thu hút đầu tư). Đồng thời trong tháng 02.2023, KBC đã chính thức ký Biên bản ghi nhớ (MOU) với tập đoàn Goertek (nhà cung ứng quan trọng của Apple) trong việc thuê lại 62,7 ha đất công nghiệp, kỳ vọng có thể bàn giao mặt bằng trong giai đoạn cuối năm 2023 – đầu 2024.

- **KCN Quang Châu mở rộng:** Trong tháng 11.2022, KBC đã nhận chấp thuận chủ trương đầu tư cho KCN sau nhiều năm đình trệ và tạo điều kiện cho việc bàn giao mặt bằng. Phần lớn diện tích thương phẩm hiện đã có thỏa thuận cho thuê với Foxconn và một số doanh nghiệp vệ tinh. Với việc nhà máy Foxconn đã chính thức nhận chứng nhận đăng ký đầu tư vào tháng 01/2023, KBC dự kiến có thể thực hiện bàn giao mặt bằng và ghi nhận doanh thu trong nửa đầu năm 2023.

**Hình 3: Diện tích bàn giao và doanh thu ghi nhận từ KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh và Quang Châu mở rộng**



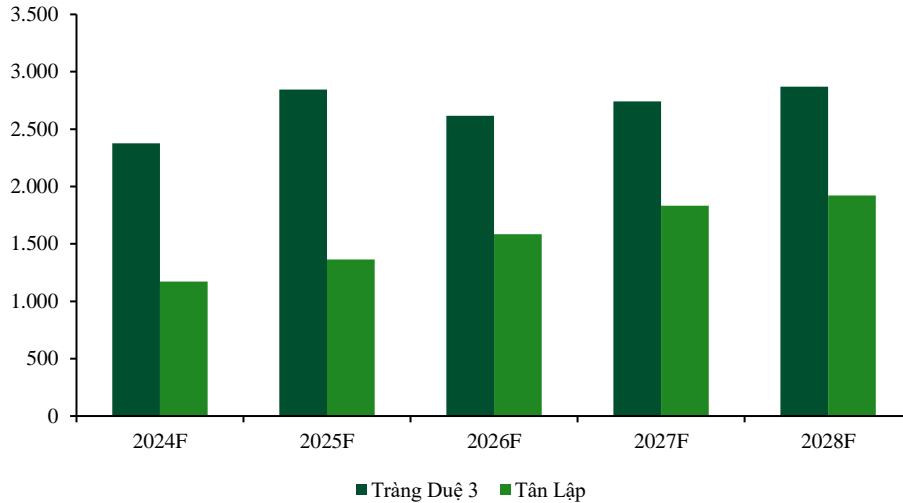
Nguồn: KBC, VCBS

**KCN Tràng Duệ 3 và Tân Lập: kỳ vọng cho thuê từ 2024**

Sau khi đưa vào kinh doanh KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh và Quang Châu mở rộng, từ giai đoạn 2023-2024 KBC dự kiến bước vào chu kỳ kinh doanh mới với nhiều dự án quy mô lớn tại Hải Phòng và Long An. Trong đó, dự án KCN Tràng Duệ 3 và KCN Tân Lập là các dự án trọng điểm và kỳ vọng là nguồn đóng góp quan trọng đến lợi nhuận và dòng tiền cho KBC trong 3-5 năm tới. Cụ thể:

- **KCN Tràng Duệ 3 (Hải Phòng):** Tính đến hiện tại, KBC đã hoàn thành giải phóng mặt bằng với diện tích khoảng 300ha (trên tổng diện tích 687ha), tạo điều kiện có thể thi công mặt bằng và bàn giao nhanh chóng sau khi nhận được chấp thuận đầu tư. Với việc LG Display đã nâng tổng vốn đầu tư lên gấp đôi trong năm 2021 và đặt ra nhu cầu lớn về mặt bằng, chúng tôi cho rằng KCN Tràng Duệ 3 có thể bàn giao 100 – 150 ha cho LG và các doanh nghiệp vệ tinh ngay trong năm đầu đưa vào kinh doanh.
- **KCN Tân Lập (Cần Giuộc, Long An):** Sau khi nhận chấp thuận chủ trương đầu tư, KBC đã bắt đầu triển khai giải phóng mặt bằng và kỳ vọng có thể bắt đầu thu hút đầu tư từ năm 2024. Tốc độ lấp đầy tại KCN Tân Lập dự kiến sẽ khá tích cực xét đến: (1) Vị thế ngày càng lớn của Long An trong thu hút FDI; (2) Cần Giuộc được định hướng trở thành trung tâm công nghiệp – kinh tế của tỉnh Long An bên cạnh Đức Hòa và Bến Lức với nhiều dự án hạ tầng giao thông được đẩy mạnh triển khai.

**Hình 4: Doanh thu cho thuê đất tại KCN Trảng Duệ 3 và Tân Lập (đv: tỷ đồng)**



Nguồn: KBC, VCBS

**Các khoản trái phiếu đến hạn mang đến áp lực thanh khoản nhất định**

Trong nửa đầu năm 2023, khoảng 2.900 tỷ đồng dư nợ trái phiếu của KBC sẽ đến kỳ đáo hạn. Với thực trạng niềm tin trên thị trường TPDN đã suy giảm đáng kể, mặt bằng lãi suất tăng cao và các quy định pháp lý được siết chặt, chúng tôi cho rằng khả năng KBC có thể phát hành trái phiếu mới để đảo nợ là tương đối thấp. Tuy vậy, KBC về cơ bản vẫn đảm bảo nguồn tài chính để thanh toán khoản trái phiếu nói trên xét đến:

- Tính đến hết năm 2022, KBC (công ty mẹ) đang nắm giữ hơn 1.300 tỷ đồng số dư tiền mặt, tiền gửi ngân hàng và tập đoàn dự kiến có thể thu về khoảng 1.500 – 2.000 tỷ đồng dòng tiền từ bán giao đất tại KCN Quang Châu và Nam Sơn Hạp Lĩnh ngay trong nửa đầu năm.
- Từ đầu năm 2023, KBC có kế hoạch điều chuyển dòng tiền quyết liệt về công ty mẹ thông qua: (1) Tiếp tục thu hồi các khoản cho vay tới các đơn vị thành viên, đặc biệt Saigontel; (2) Thực hiện vay vốn từ các công ty con với giá trị 800 tỷ đồng; (3) Thu hồi khoảng 1.000 tỷ từ CTCP KCN Sài Gòn – Hải Phòng (công ty con) dưới dạng cổ tức tiền mặt.

**Bảng 1: Các nguồn thanh khoản có thể được KBC (công ty mẹ) huy động trong nửa đầu năm 2023 (đv: tỷ đồng)**

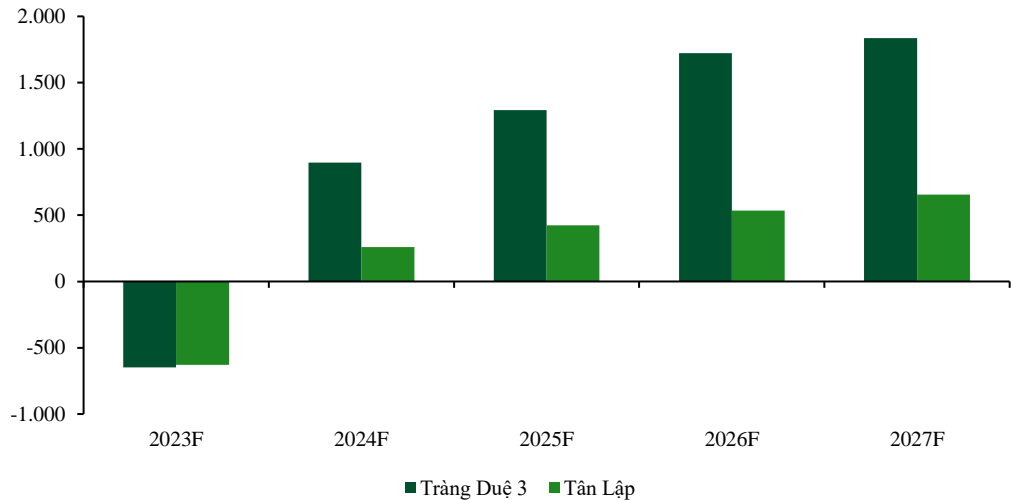
Nguồn thanh khoản	Giá trị (tỷ đồng)	Thời điểm dự kiến
<b>Tiền mặt &amp; tiền gửi hiện có</b>	<b>1.337</b>	
Vay tín chấp từ CTCP Tập đoàn ĐTPT Hưng Yên và TNHH MTV Phát triển đô thị Trảng Cát (công ty con)	800	Q1.2023
Cổ tức tiền mặt từ CTCP KCN Sài Gòn – Hải Phòng	1.188	30/01/2023
Tiền cho thuê đất tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh với 30ha đặt trước	981	H1.2023
Thu hồi khoản cho vay	600	H1.2023

*Nguồn: KBC, VCBS tổng hợp*

Việc thanh toán nghĩa vụ trái phiếu đến hạn dự kiến sẽ tiêu tốn một lượng đáng kể nguồn tài chính của KBC và ảnh hưởng không nhỏ đến tốc độ giải ngân triển khai các dự án công nghiệp của doanh nghiệp. Tuy vậy, các dự án gối đầu mà KBC đã chuẩn bị đầu tư từ lâu như Tràng Duệ 3 hoặc Tân Lập sẽ ít bị ảnh hưởng do:

- Hoạt động giải phóng mặt bằng đã được thực hiện trên diện tích tương đối lớn, đủ để đáp ứng nhu cầu triển khai hạ tầng và bàn giao mặt bằng cho các khách hàng đã có thỏa thuận cho thuê.
- Sau khi KCN Tràng Duệ 3 nhận chấp thuận đầu tư (dự kiến trong năm 2023), KBC sẽ đủ điều kiện để huy động vốn tín dụng ngân hàng cho thực hiện dự án thay vì dựa vào nguồn vốn trái phiếu.

**Hình 5: Dòng tiền thuần (trước lãi vay và thuế) từ KCN Tràng Duệ 3 và Tân Lập (đv: tỷ đồng)**



*Nguồn: KBC, VCBS*

### **Các dự án đô thị: cần thêm thời gian để đem lại dòng tiền**

Với quỹ đất đô thị lớn, tập trung tại các địa phương có mức độ phát triển kinh tế cao và nhiều dự án về cơ bản đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính, VCBS đánh giá cao tiềm năng tạo lợi nhuận và dòng tiền từ các dự án đô thị của KBC. Tuy vậy chúng tôi cho rằng trong 1-2 năm tới, tiến độ triển khai và bán hàng tại các dự án đô thị của KBC sẽ chững lại đáng kể do:

- Ảnh hưởng từ sự chững lại của thị trường BĐS và môi trường lãi suất neo cao, đặc biệt khi các dự án trọng điểm của KBC (KĐT Phúc Ninh, KĐT Tràng Cát) là các dự án thấp tầng và nhu cầu đầu tư chiếm tỷ trọng lớn trong các đợt mở bán.
- Dự án KĐT Phúc Ninh được triển khai kéo dài qua nhiều nhiệm kỳ và hệ thống văn bản pháp lý, do đó cần thêm thời gian để giải quyết các vấn đề tồn đọng và xác định tiền sử dụng đất cho phần diện tích còn lại.
- KĐT Tràng Cát có thể sẽ cần thêm 1-2 năm để hiện thực hóa giao dịch bán buôn xét đến: (1) Hạ tầng kết nối tới KĐT chưa hoàn thiện và cần chờ định hướng từ quy hoạch chung TP.Hải

Phòng; (2) Trong bối cảnh nhiều nhà phát triển BĐS có nhu cầu chuyển nhượng dự án để tạo dòng tiền, các nhà đầu tư đang sở hữu khá nhiều lựa chọn và có xu hướng chờ đợi cho các điều khoản có lợi hơn.

- Riêng đối với KĐT Tràng Duệ (Hải Phòng), chúng tôi cho rằng hoạt động bán hàng sẽ vẫn tương đối thuận lợi nhờ nguồn cầu lớn từ các chuyên gia, quản lý tại KCN và được thúc đẩy tích cực khi KCN Tràng Duệ 3 chuẩn bị đi vào hoạt động.

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong năm 2023, diện tích đất công nghiệp cho thuê và kết quả kinh doanh của KBC dự kiến sẽ ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ khi các dự án KCN quan trọng có kế hoạch bàn giao mặt bằng cho khách hàng. Mặc dù chịu áp lực thanh khoản nhất định từ các khoản trái phiếu đến hạn, VCBS đánh giá KBC vẫn sẽ duy trì khá tốt tiến độ đầu tư tại các dự án trọng điểm trong chu kỳ kinh doanh mới.

VCBS dự phóng doanh thu năm 2023 của KBC đạt **4.895 tỷ đồng (+248,5% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **1.516 tỷ đồng (-2,0% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.975 VNĐ/ cổ phiếu**. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu KBC với mức định giá hợp lý là **30.045 VNĐ/ cổ phiếu**.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Giám đốc

Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**

Trưởng phòng

Phân tích Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

**Phạm Hồng Quân**

Chuyên viên cao cấp

Phân tích Doanh nghiệp

phquan@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**