

# Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc-CTCP (KBC: HOSE)



**PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG – Giá mục tiêu 1 năm: 17.400 Đồng/cp**  
**Giá hiện tại: 13.700 Đồng/cp**

**Đinh Thị Mai Anh**

[anhdtm@ssi.com.vn](mailto:anhdtm@ssi.com.vn)

+84 24 3936 6321 ext. 670

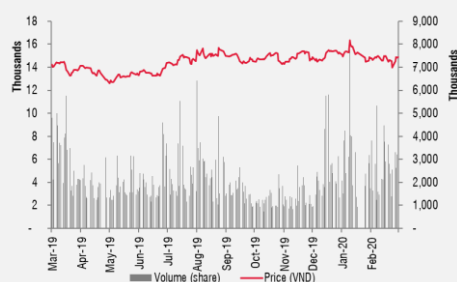
Ngày 09/03/2020

**NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN**

## Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	302
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	6.999
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	470
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	16,4/13,3
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	2.669.208
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	1,73
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	40,05
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	24,6
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

## Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

## Thông tin cơ bản về công ty

Tổng công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) được thành lập vào năm 2002 chuyên kinh doanh và xây dựng khu công nghiệp. Qua thời gian, KBC đã trở thành doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng và quản lý khu công nghiệp. Trong 12 năm qua, KBC đã khá thành công trong việc mua lại quỹ đất và thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài. Hiện nay, KBC đang sở hữu một số khu công nghiệp (KCN) bao gồm cả công ty liên kết với quỹ đất rộng lớn trên toàn quốc, đảm bảo đủ quỹ đất cho các công ty để tiếp tục phát triển trong 10-20 năm tới. 80% khách hàng của KBC là nhà đầu tư nước ngoài; Do đó, tình hình FDI có tác động trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của công ty. Ngoài mảng kinh doanh cốt lõi là xây dựng các khu công nghiệp, công ty cũng sở hữu một số dự án thương mại có vị trí đặc địa tại Hà Nội.

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

### Kết quả kinh doanh phụ thuộc nhiều hơn vào hoạt động bán đất khu đô thị

#### Tổng quan 2019: Tăng trưởng bền vững

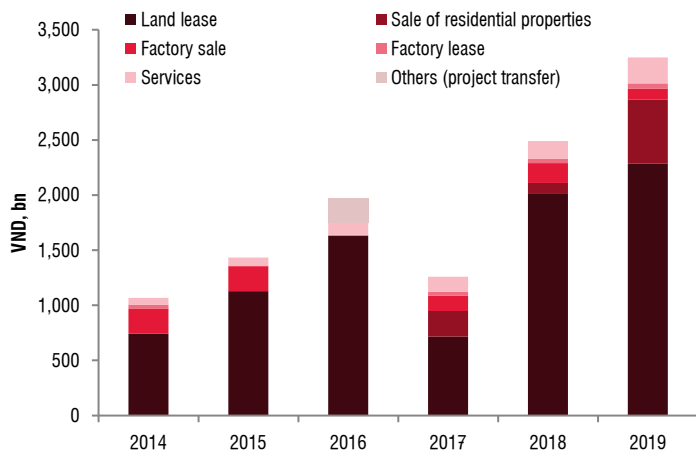
(Tỷ đồng)	2019	2018	YoY	% KH 2019	TSLN	
					2019	2018
Doanh thu thuần	3.250	2.506	29,7%	83%		
Lợi nhuận gộp	1.869	1.467	27,4%		57,5%	58,5%
Lợi nhuận từ HĐKD	1.614	1.276	26,5%		49,7%	50,9%
EBIT	1.588	1.249	27,1%		48,9%	49,9%
EBITDA	1.588	1.249	27,1%		48,9%	49,9%
Lợi nhuận trước thuế	1.389	1.049	32,5%		42,7%	41,8%
Lợi nhuận ròng	1.080	810	33,3%	104%	33,2%	32,3%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	855	747	14,4%		26,3%	29,8%

Nguồn: Công ty, SSI Research

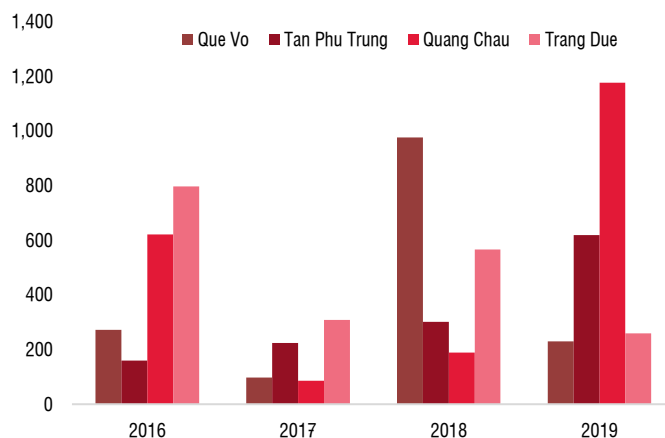
Năm 2019, KBC đạt 3,25 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần, +29,7% YoY. Kết quả này sát với dự báo của chúng tôi.

- Tăng trưởng doanh thu cho thuê đất đạt +13,3% YoY (chiếm 10,4% tổng doanh thu):** Tăng trưởng này được đóng góp bởi tăng doanh số tại các khu công nghiệp đang hoạt động bao gồm KCN Quê Võ (Bắc Ninh), KCN Quang Châu (Bắc Giang), KCN Trảng Dục (Hải Phòng) và KCN Tân Phú Trung (TP.HCM) với 108 ha (-2% YoY) bàn giao trong năm 2019. Giá thuê trung bình tăng đáng kể tại các KCN này. Cụ thể, KCN Quang Châu đã có một năm rất khởi sắc với gần 68 ha được bàn giao, giá thuê tăng +34,4% YoY, đóng góp 51,5% doanh thu cho thuê đất năm 2019. KCN Tân Phú Trung cũng đạt kết quả tốt với 28 ha bàn giao trong năm 2019 so với 17 ha năm 2018, giá thuê tăng +25,9% so với năm trước.
- Doanh thu bán đất khu đô thị tăng gấp 6,2 lần so với năm 2018,** đạt 579 tỷ đồng nhờ ghi nhận 4 ha đã bán cho chủ đầu tư thứ cấp tại KĐT Trảng Dục, Hải Phòng. Như vậy, hoạt động bán đất KĐT đóng góp 17,8% vào tổng doanh thu năm 2019, tăng từ mức chỉ 3,7% năm 2018.
- Dịch vụ quản lý KCN mặc dù chỉ chiếm 7,3% trong tổng doanh thu, cũng tiếp tục đạt tăng trưởng 43,9% so với năm trước theo đà tăng tỷ lệ lấp đầy tại các KCN đang hoạt động.

## Doanh thu KBC



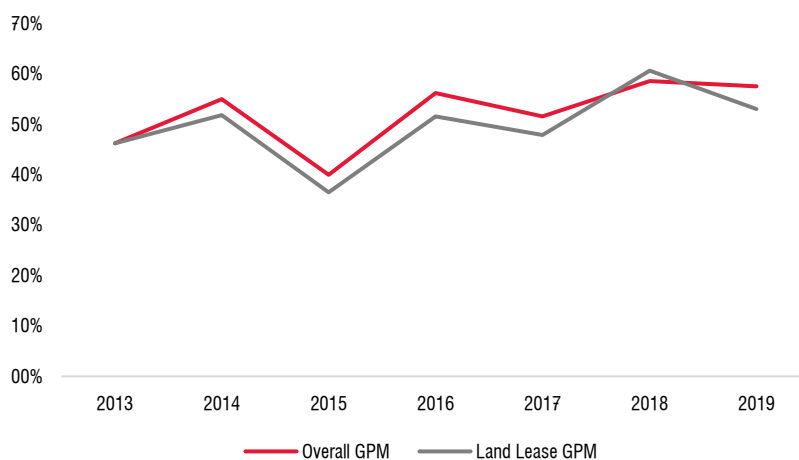
## Doanh thu cho thuê đất của KBC theo khu công nghiệp (tỷ đồng)



Nguồn: KBC, SSI Research

Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2019 giảm nhẹ 1,5% so với năm 2018, từ mức 59% xuống còn 57,5%, do tăng đóng góp doanh thu từ KCN Tân Phú Trung, đây là dự án có TSLNG tương đối thấp trong năm 2019, do có điều chỉnh giá vốn hàng bán cho phần diện tích đã bán trong quá khứ. Mặc dù vậy, KQKD khả quan từ các KCN và dự án khu đô thị khác vẫn giúp duy trì TSLN chung của công ty ở mức cao.

## TSLNG chung của KBC so với TSLNG mảng cho thuê đất



Nguồn: KBC, SSI Research

Tỷ lệ chi phí SG&A/ doanh thu được cải thiện đáng kể từ 12,3% năm 2018 xuống còn 9,5% vào năm 2019 nhờ gia tăng đáng kể doanh thu từ hoạt động bán đất khu đô thị có chi phí bán hàng thấp. Điều này đã thúc đẩy lợi nhuận sau thuế của KBC tăng trưởng cao hơn, đạt +33,3% YoY, tương ứng 1,08 nghìn tỷ đồng vào năm 2019, vượt 4% so với kế hoạch năm. Theo đó, lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông đạt 855 tỷ đồng (+14,6% YoY). Con số này thấp hơn mức tăng trưởng của lợi nhuận sau thuế do tăng phần đóng góp từ KCN Quang Châu và Tân Phú Trung mà KBC không sở hữu toàn bộ (77,9% cổ phần KCN Quang Châu và 72,4% cổ phần KCN Tân Phú Trung).

## Triển vọng

### Triển vọng lợi nhuận 2020

Nhìn chung, năm 2019 là một năm khá khả quan cho ngành khu công nghiệp, nhờ nhu cầu thuê mạnh mẽ, trải dài từ Bắc vào Nam. Do đó, các chủ đầu tư khu công nghiệp đã nhanh chóng đạt KQKD tích cực, đặc biệt là những công ty sở hữu quỹ đất cho thuê quy mô lớn và vị trí chiến lược.

Về dòng vốn FDI, trong hai tháng đầu năm 2020, vốn FDI đăng ký đã tăng đáng kể 71% YoY, đạt 5,64 tỷ USD. Tuy nhiên, vốn FDI giải ngân rất yếu, chỉ đạt 2,45 tỷ USD (-5% YoY). Chúng tôi cho rằng việc chậm giải ngân có thể do tác động từ sự bùng phát của dịch virus corona (ví dụ như tạm dừng mở rộng sản xuất và/hoặc trì hoãn việc khảo sát địa điểm do hạn chế đi lại). Chúng tôi cần theo dõi chặt chẽ để xác định mức độ phục hồi sau khi dịch bệnh được kiểm soát.

Theo quan điểm của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng vốn FDI vào Việt Nam sẽ duy trì ổn định với sự hỗ trợ của Hiệp định CPTPP và EVFTA, cũng như ngày càng nhiều nhà sản xuất lớn chuyển cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam trong bối cảnh chiến tranh thương mại Trung Quốc - Hoa Kỳ. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về ngành này trong dài hạn, với kỳ vọng rằng nhu cầu đối BĐS khu công nghiệp sẽ gia tăng. Do đó, KBC có thể sẽ tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng này.

Hiện tại, ban lãnh đạo của KBC cho biết Công ty đã ký một biên bản ghi nhớ (MOU) với một nhà sản xuất điện thoại di động cho thuê ~ 60 ha trong KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, đồng thời đã có cam kết cho Foxconn thuê 30 ha trong KCN Quang Châu, đây có thể là cơ sở vững chắc để công ty đạt tăng trưởng doanh thu cho thuê đất tích cực trong năm 2020. Tuy nhiên, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh hiện vẫn đang trong giai đoạn chờ phê duyệt điều chỉnh quy hoạch dự án, dự kiến sẽ hoàn tất trong năm 2019. Trong khi đó, chúng tôi cũng dự báo rằng việc bán đất khu đô thị nhiều khả năng sẽ đóng góp nhiều hơn vào kết quả kinh doanh năm 2020 khi KĐT Trảng Duệ với diện tích để bán (NSA) là 17 ha đã hoàn tất thủ tục pháp lý và hoạt động bàn giao tại KĐT Phúc Ninh có thể tiếp tục triển khai trong năm nay sau quá trình định giá lại các hạng mục cơ sở hạ tầng với chính quyền địa phương kéo dài. Do đó, triển vọng năm 2020 của KBC phụ thuộc nhiều vào tiến độ xử lý các vấn đề thủ tục của công ty.

Nhìn chung, chúng tôi ước tính doanh thu cho thuê đất tăng +2,5% YoY vào năm 2020, với tổng số 111 ha (+3,1% YoY) sẽ được bàn giao. Phần diện tích còn lại tại KCN Quang Châu và Tân Phú Trung sẽ đạt tỷ lệ thuê và giá thuê trung bình cao hơn, trong khi KCN Quế Võ và Trảng Duệ đã lấp đầy. Chúng tôi giả định rằng KBC sẽ bàn giao 45 ha tại KCN Quang Châu với giá thuê tăng 15% và 25 ha tại KCN Tân Phú Trung với giá thuê tăng 10%. Như vậy, hai dự án này có thể chiếm tới 65% doanh thu cho thuê đất năm 2020. Chúng tôi cũng kỳ vọng rằng KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh bắt đầu tạo thu nhập cho KBC (chiếm 34% doanh thu cho thuê đất), với 40 ha sẽ bàn giao. Ngoài ra, việc bàn giao KĐT Phúc Ninh và Trảng Duệ sẽ tiếp tục là nguồn doanh thu chính như đã đề cập ở trên, có thể chiếm 22% doanh thu thuần của KBC với 4,5 ha đất ước tính bàn giao vào năm 2020. Như vậy, chúng tôi ước tính KBC đạt 3,5 nghìn tỷ đồng doanh thu (+8,5% YoY) và 1,15 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+6,4% YoY).

### Triển vọng 2021 & những năm sau đó

Từ năm 2021 trở đi, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh có thể sẽ là nguồn đóng góp thu nhập chính cho KBC, đặc biệt là khi quỹ đất còn trống để cho thuê tại KCN Quang Châu và KCN Tân Phú Trung trở nên hạn chế. Chúng tôi lo ngại rằng thu nhập từ hoạt động cho thuê đất sẽ giảm vào năm 2021 do thiếu quỹ đất sạch để cho thuê. Do đó, triển vọng kinh doanh của KBC sẽ có thể bị ảnh hưởng cho đến khi công ty có thể triển khai các dự án mới như KCN Trảng Duệ 3 (687 ha) tại Hải Phòng và KCN Bình Giang (860 ha) tại Hải Dương hiện vẫn đang trong quá trình phê duyệt.

## Định giá

Theo đó, EPS 2020 ước tính là 2.078 đồng (+14,2% YoY) dựa trên giả định doanh thu tăng từ KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh và KĐT Phúc Ninh, đây đều là những dự án KBC sở hữu 100%. Với mức giá hiện tại là 13.700 đồng/ cổ phiếu, KBC đang giao dịch ở mức PE và PB 2020 là 6,6x và 0,61x, tương đối thấp hơn so với trung bình của các chủ đầu tư KCN niêm yết là 9,5x và 1,2x. Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi là 17.400 đồng/ cổ phiếu dựa trên PE và PB mục tiêu là 9x và 0,7x, tương ứng tăng 27% so với giá hiện tại và chúng tôi khuyến nghị Phù hợp Thị trường đối với cổ phiếu.

## 1. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## 2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Hoàng Việt Phương	Giám đốc Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	<a href="mailto:phuonghv@ssi.com.vn">phuonghv@ssi.com.vn</a>
Phanh Lưu Hưng	Phó GD Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	<a href="mailto:hungpl@ssi.com.vn">hungpl@ssi.com.vn</a>
Đinh Thị Mai Anh	Chuyên viên phân tích	<a href="mailto:anhdtm@ssi.com.vn">anhdtm@ssi.com.vn</a>