

10/08/2020

# Kinh Bắc City (KBC)

## Sẵn sàng cho sự phục hồi sau COVID-19

- Sự phục hồi trong 2H20 giúp làm chậm đà giảm của LNST 2020 (-23.9% n/n) do dịch bệnh và biên lãi gộp giảm.
- LNST 2021 có thể đạt 1.2 nghìn tỷ (+94.9% n/n) nhờ doanh thu từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh.
- Duy trì MUA với giá MT dựa trên RNAV là 16,300 đồng.

### Lợi nhuận ròng 2Q20 bị ảnh hưởng mạnh bởi COVID-19

Lợi nhuận công ty mẹ 2Q20 của KBC là 1.6 tỷ đồng, đây là con số thấp nhất kể từ khi niêm yết. Tổng lợi nhuận công ty mẹ 1H20 đạt 55.5 tỷ đồng, giảm 85.8% n/n. Doanh thu bán đất công nghiệp trong 1H20 giảm 69.7% n/n do tác động của COVID-19 là nguyên nhân chính khiến doanh thu 1H20 giảm 53.6% n/n. Lợi nhuận công ty mẹ trong 1H20 giảm do 1) Biên LN gộp thu hẹp 6.2 điểm % n/n do chi phí đất tăng cao và 2) Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu tăng 8.3% n/n do khoản chi tiền thưởng cho nhân viên trong Tết.

### Biên LN gộp thu hẹp khiến lợi nhuận 2020 sụt giảm

Như trong báo cáo ngắn ĐHCĐ của chúng tôi đã đề cập, lợi nhuận công ty mẹ 2020 có thể sẽ nghiêng về phía 2H20 (tỷ lệ lợi nhuận 1H:2H ước tính là 5:92). Chúng tôi dự phóng doanh thu 6 tháng cuối năm sẽ tăng lên 2.4 nghìn tỷ đồng nhờ giao 70 ha đất công nghiệp và khoảng 4.5 ha nhà ở tại dự án khu đô thị Tràng Duệ. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp có thể thu hẹp còn 46.8% trong 2020, giảm 10.7 điểm % n/n vì giá vốn bán đất trong năm 2020 cao hơn khoảng 20% so với 2019. Biên lãi gộp sụt giảm có thể dẫn đến lợi nhuận công ty mẹ giảm 23.9% n/n xuống còn 645 tỷ đồng trong 2020.

### LN ròng 2021 bùng nổ nhờ tăng trưởng bán đất công nghiệp

Chúng tôi kỳ vọng công ty có thể được phê duyệt KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh vào cuối 4Q20. KCN mới ra mắt này ước tính chiếm 30% tổng diện tích đất bán trong 2020 và 70% trong năm 2021. Nhờ sự đóng góp doanh thu từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và doanh thu BĐS nhà ở, tổng doanh thu và lợi nhuận ròng có thể tăng vọt lên 5.1 nghìn tỷ đồng (+79.6% n/n) và 1.2 nghìn tỷ đồng (+94.9% n/n).

### Định giá hấp dẫn, nền tảng vững chắc

Chúng tôi cho rằng việc không đạt kế hoạch bán đất khu công nghiệp của KBC trong năm 2020 do việc chậm dỡ bỏ các hạn chế đường bay quốc tế sẽ chỉ tạm thời vì nhu cầu thuê đất sẽ được chuyển sang năm 2021. Chúng tôi tin rằng KBC được định vị tốt để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng đối với bất động sản công nghiệp, bắt nguồn từ sự dịch chuyển sản xuất của các doanh nghiệp FDI đến khu vực phía Bắc do KBC đã tạo lập vị thế là nhà phát triển KCN cho các gã khổng lồ công nghệ trong danh mục khách thuê của mình.

Khuyến nghị **MUA (Duy trì)**

Giá mục tiêu **16,300**

Lợi nhuận **+19.4%**

#### Thông kê

VNIndex (10/08, điểm)	843
Giá cp (10/08, đồng)	13,650
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,412
SLCP lưu hành (triệu)	470
Caو/ Thấp 52 tuần (đồng)	16,350/10,350
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	37
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	69.9/21.
Cổ đông lớn (%)	
Đặng Thành Tâm	18.2
CTCP Tư vấn & Đầu tư Phát triển	9.5
Kinh Bắc	
VanEck Vectors ETF Trust-VanEck	3.6
Vectors-Vietnam-ETF	

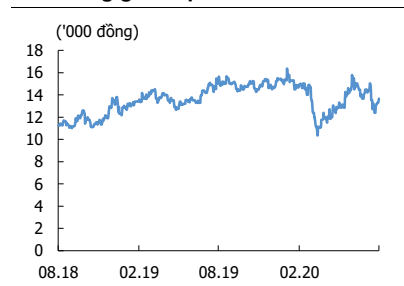
#### Định giá

	2019A	2020F	2021F
PE (x)	7.0	9.9	5.1
PB (x)	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	9.9	6.6	11.7
Cổ tức (%)	7.3	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	5.3	6.2	3.2
EPS (đồng)	1,955	1,374	2,677
BPS (đồng)	20,187	21,561	24,238

#### Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(5.5)	(8.1)	(9.3)
Tương đối với VNI (%p)	(2.7)	0.8	2.4

#### Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

#### Nhân Lại

Nhan.lt@kisvn.vn

**Bảng 1. Lợi nhuận 2Q20**

(Tỷ đồng, %)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	q/q	n/n	Kỳ vọng
Doanh thu	1,070	917	723	556	172	(69.1)	(83.9)	N.A
LN gộp	627	367	612	244	113	(130.5)	(513.3)	N.A
Biên LN gộp	59	40	85	44	16	22.2	7.5	N.A
LN hoạt động	562	262	544	166	65	(60.9)	(88.4)	N.A
Biên LN hoạt động	53	29	75	30	9	8.0	(14.6)	N.A
LNTT	524	221	496	135	35	(73.7)	(93.3)	N.A
LNST	302	110	355	54	2	(96.9)	(99.4)	N.A

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

**Bảng 2. Dự phóng lợi nhuận**

(Tỷ đồng, %)

	2019				2020F				2019	2020F	2Q20P		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF			q/q	n/n	Kỳ vọng (BB)
<b>Doanh thu thuần</b>	500	1070	917	723	556	172	519	1,085	3,210	2,887	(69.1)	(83.9)	N.A
BĐS công nghiệp	362	991	861	74	468	84	445	667	2,288	2,133	(82.0)	(91.5)	
BĐS nhà ở				540				306	540	306			
Bán/cho thuê nhà xưởng	95	24	9	22	26	25	50	75	148	201	(5.6)	4.6	
Khác	43	55	47	87	61	63	24	36	233	246	2.7	14.3	
<b>LN gộp</b>	241	627	367	612	244	113	298	696	1,847	1,352	(130.5)	(513.3)	N.A
Biên LN gộp	48.3	58.6	40.0	84.6	43.9	15.6	57.5	64.1	57.5	46.8	(28.3)	(43.0)	
Chi phí BH & QL	76	65	105	68	78	48	75	112	314	314	(37.7)	(25.4)	
<b>LN hoạt động</b>	165	562	262	544	166	65	223	584	1,391	1,038	(60.9)	(88.4)	
Thu nhập từ cty liên kết													
Thu nhập tài chính	15	15	25	25	17	11	11	48	80	86	(35.8)	(29.1)	
Chi phí tài chính	55	52	57	59	48	49	49	64	223	211	2.3	(4.6)	
Thu nhập khác	-1	-6	-9	-11	0	9	(10)	(9)	(27)	(10)	0.0	0.0	
LN trước thuế	123	524	221	496	135	35	175	558	1,364	903	(73.7)	(93.3)	
LN ròng	103	410	132	435	94	15	152	470	1,041	731	(84.1)	(96.3)	
<b>LNST của cty mẹ</b>	89	302	110	355	54	2	134	456	918	645	(96.9)	(99.4)	N.A
EBITDA	177	572	275	561	187	86	245	605	1,038	1,889	(53.8)	(84.9)	
Biên EBITDA	35	53	30	78	34	12	47	56	32	65	(21.7)	(41.6)	
Biên LN hoạt động	33	53	29	75	30	9	43	54	43	36	(21.0)	(43.6)	

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

**Bảng 3. Định giá**

(Tỷ đồng, %)

Tên dự án	Giá trị hợp lý	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị hợp lý ròng	Phương pháp	Ghi chú
KCN Quang Châu	2,451	80	1,959	DCF	
KCN Tân Phú Trung	2,914	72	2,110	DCF	
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	1,125	100	1,125	DCF	
Khu đô thị Phúc Ninh	734	100	734	DCF	
Khu đô thị Trảng Cát	3,507	100	2,455	BV	Chúng tôi chiết khấu 30% vào giá trị sổ sách để phản ánh dự án đã không hoạt động trong vài năm và sẽ không sớm thu được lợi nhuận
Khu đô thị Trảng Duệ	998	100	998	DCF	
<b>Tăng:</b>					
Tiền và tương đương tiền	652		652		
Phải thu ngắn hạn	1,353		1,353		
Tài sản dài hạn	2,521		2,521		
<b>Giảm:</b>					
Nợ ròng	1,926		1,926		
Nợ khác	2,567		2,567		
Lợi ích CĐ thiểu số	898		898		
<b>RNAV</b>	<b>3,147</b>		<b>8,516</b>		
SL cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	470		470		
Chiết khấu RNAV			10%		Phản ánh rủi ro triển khai dự án hoặc rủi ro dự án không bán hết
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>			<b>16,300</b>		

### ■ Tổng quan về công ty

KBC là một trong những công đi đầu trong thị trường bất động sản công nghiệp tại miền Bắc và giúp khu vực này trở thành một trong những trung tâm sản xuất công nghệ cao. Các KCN Quế Võ 1 và Quế Võ 2 của KBC tại tỉnh Bắc Ninh là cơ sở sản xuất chính cho các công ty vệ tinh của Samsung Electronics Việt Nam từ 2008. Trong khi đó, KCN Trảng Duệ 1 và Trảng Duệ 2 ở thành phố Hải Phòng là cơ sở sản xuất chính cho LG và các nhà cung cấp từ năm 2013. Những gã khổng lồ công nghệ này đã giúp KBC đạt tỷ lệ lấp đầy tối đa và đưa công ty trở thành nhà phát triển bất động sản công nghiệp lớn thứ hai, với khoảng 11% thị phần tại miền Bắc vào cuối năm 2017.

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	13,730	14,862	13,912	14,770	20,518
Tiền và tương đương tiền	506	227	655	1,757	2,362
Phải thu	4,744	5,842	5,493	5,493	11,020
Hàng tồn kho	8,323	8,593	7,548	7,303	6,764
Tài sản dài hạn	1,316	1,433	2,369	1,499	1,473
Tài sản cố định	118	157	254	222	214
Đầu tư tài chính	1,198	1,276	2,116	1,277	1,259
Khác	734	615	151	973	973
<b>Tổng tài sản</b>	<b>15,780</b>	<b>16,910</b>	<b>16,433</b>	<b>17,242</b>	<b>22,964</b>
Người mua trả trước	1,206	1,191	42	815	1,976
Doanh thu chưa thực hiện	1,340	1,242	412	1,186	2,445
Phải trả người bán	1,656	2,300	2,264	2,130	4,435
Khác	1,132	1,154	804	108	108
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	1,591	1,285	1,122	1,122	1,122
Nợ và TP dài hạn	1,591	1,285	1,122	1,122	1,122
<b>Tổng nợ và phải trả</b>	<b>6,742</b>	<b>7,072</b>	<b>6,052</b>	<b>6,130</b>	<b>10,426</b>
VCSH	4,757	4,757	4,757	4,757	4,757
Vốn điều lệ	989	989	989	989	989
Thặng dư					
Quỹ khác	2	2	2	2	2
LN giữ lại	2,905	3,651	4,099	4,745	6,002
Lợi ích cổ đông thiểu số	750	803	898	984	1,152
<b>Tổng VCSH</b>	<b>9,038</b>	<b>9,837</b>	<b>10,381</b>	<b>11,112</b>	<b>12,538</b>

**Bảng lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dòng tiền hoạt động	61	129	1,622	1,784	613
LN ròng	585	746	918	645	1,257
Khấu hao và khấu trừ	0	0	0	0	0
Tăng vốn lưu động ròng	86	(516)	300	1,061	(805)
Dòng tiền đầu tư	(623)	(155)	105	15	(8)
Tài sản cố định	(94)	(62)	(244)	(29)	(52)
Tăng đầu tư tài chính	(590)	(109)	(174)	30	30
Dòng tiền tài chính	772	(255)	(1,037)	(696)	0
Tăng vốn chủ	0	0	0	0	0
Tăng nợ	778	(246)	(582)	(696)	0
Chi trả cổ tức	(6)	(10)	(455)	0	0
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
<b>Tăng tiền mặt</b>	<b>209</b>	<b>(281)</b>	<b>690</b>	<b>1,103</b>	<b>605</b>

**Kết quả kinh doanh**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu	1,260	2,490	3,210	2,887	5,185
Giá vốn hàng bán	611	1,022	1,363	1,536	2,658
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>650</b>	<b>1,468</b>	<b>1,847</b>	<b>1,352</b>	<b>2,527</b>
LN hoạt động	473	1,161	1,533	1,038	1,889
Doanh thu tài chính	72	200	41	41	36
Thu nhập lãi	77	92	80	72	72
Chi phí tài chính	(109)	(194)	(223)	(211)	(210)
Chi phí lãi vay	(107)	(201)	(209)	(211)	(210)
LN khác	353	(26)	(27)	(10)	(5)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	19	14	0	14	14
LN trước thuế	812	1,047	1,364	903	1,759
Thuế TNDN	(193)	(238)	(323)	(172)	(334)
LN sau thuế	619	808	1,041	731	1,425
LN ròng cho công ty mẹ	585	746	918	645	1,257
<b>EBITDA</b>	<b>473</b>	<b>1,161</b>	<b>1,533</b>	<b>1,038</b>	<b>1,889</b>

**Chỉ số tài chính**

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	1,244	1,587	1,955	1,374	2,677
BPS	17,644	19,232	20,187	21,561	24,238
DPS	0	0	1,000	0	0
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(36.1)	97.6	28.9	(10.0)	79.6
LN hoạt động	(50.4)	145.6	32.0	(32.3)	82.0
LN ròng	(13.0)	30.6	28.8	(29.7)	94.9
EPS	4.9	27.5	23.2	(29.7)	94.9
EBITDA	(50.4)	145.6	32.0	(32.3)	82.0
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	6.1	3.7	2.5	2.5	1.4
Biên LN ròng	46.4	29.9	28.6	22.4	24.3
Biên EBITDA	37.5	46.6	47.8	36.0	36.4
ROA	4.3	5.6	7.1	5.2	7.8
ROE	7.3	8.6	9.9	6.6	11.7
Suất sinh lợi cổ tức	0.0	0.0	7.3	0.0	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0.0	0.0	51.2	0.0	0.0
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	2,217	2,212	1,271	(527)	1,132
Nợ ròng/VCSH (%)	25	22	12	(5)	(9)
Định giá (x)					
PE	10.7	8.4	7.0	9.9	5.1
PB	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	18.6	7.6	5.3	6.2	3.2

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 10/08/2020.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 10/08/2020.

Người thực hiện: Nhân Lại

## Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.