



**BÁO CÁO CẬP NHẬT Q3/2022**  
**KQKD CỐT LÕI KHÓ KHĂN TRONG NGẮN HẠN**  
**– TÂM NHÌN PHỤC HỒI TRONG DÀI HẠN**

**Dương Thiện Chí**

[Chi.duongthien@mbs.com.vn](mailto:Chi.duongthien@mbs.com.vn)

## NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)

Trong 9T/2022, với diễn biến phức tạp từ địa chính trị cũng như lạm phát toàn cầu, lãi suất tăng cao và các diễn biến bất lợi cho thị trường bất động sản trong nước đã khiến cho KQKD của KBC không mấy khả quan so với cùng kỳ và tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu rất thấp. Cụ thể, trong 9T/2022, KBC chỉ mới hoàn thành 13% kế hoạch doanh thu đề ra đạt gần 1,3 nghìn tỷ đồng (-58.1% YoY). Dù vậy, LNST trong 9T/2022 ghi nhận con số vượt trội đạt hơn 2,1 nghìn tỷ đồng (+194% YoY) đến chủ yếu từ khoản lãi từ việc đánh giá lại tài sản. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng vào sự khả quan trong trung hạn với việc công ty có thể ghi nhận được doanh thu từ các dự án lớn như KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Trảng Duệ 3 và KĐT Phúc Ninh, Trảng Cát trong năm 2023 và trung hạn. Do đó, giá khuyến nghị với cổ phiếu KBC mà chúng tôi đưa ra là 28,600 VND/cp

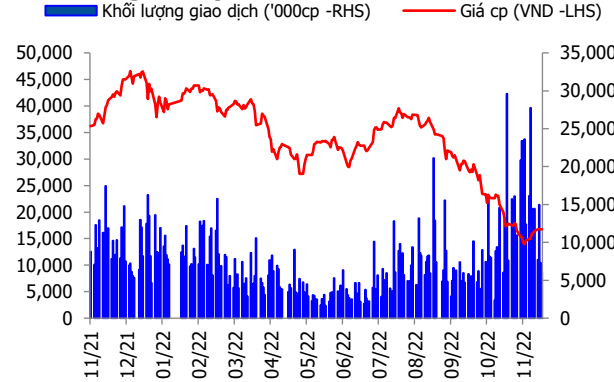
### Luận điểm đầu tư

- Hưởng lợi từ xu hướng thu hút FDI của Việt Nam và chuyển dịch chuỗi cung ứng ra khỏi TQ nhờ vị thế lớn trong ngành BĐS KCN.** Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ hưởng lợi từ nguồn FDI lớn vào Việt Nam và làn sóng chuyển dịch chuỗi cung ứng ra khỏi TQ dựa vào kinh nghiệm hợp tác với các đối tác lớn như Apple, Samsung, LG, Heesung Electronics...
- Một trong những nhà phát triển BĐS KCN lớn nhất Việt Nam.** KBC đang quản lý một diện tích BĐS KCN lớn, hơn **4,713 ha**, tập trung chủ yếu ở miền Bắc Việt Nam với nhiều Khu công nghiệp (KCN) có lợi thế cạnh tranh thu hút được đối tác nước ngoài như KCN Quế Võ (Bắc Ninh), KCN Trảng Duệ (Hải Phòng),... Ngoài ra cũng có những KCN lớn ở HCM như Tân Phú Trung, hiện đang là 1 trong những KCN lớn có tỷ lệ lấp đầy cao nhất khu vực miền Nam.
- Những đại dự án như KCN Trảng Duệ hay KĐT Trảng Cát sẽ đem lại nguồn thu lớn.** KCN Trảng Duệ III (687ha) và dự án KĐT Trảng Cát gần như hoàn tất việc đền bù và nộp tiền sử dụng đất và được chính quyền Thành Phố Hải Phòng bàn giao hiện trạng đất trên thực địa cho Công ty để làm các thủ tục triển khai, đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng của dự án để đưa vào vận hành khai thác kinh doanh. Những dự án này dự kiến sẽ đem lại nguồn thu cực lớn cho KBC trong 10 năm tới. **Kế hoạch mở rộng và phát triển quỹ đất trên toàn lãnh thổ Việt Nam.** KBC liên tục có nhiều dự án mở rộng quỹ đất trên nhiều vùng miền với gần 20 dự án có diện tích hơn 5.000ha trên khắp Việt Nam

### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu KBC với giá mục tiêu là **28,600 VND** (+71% upside) sử dụng Phương pháp RNAV.

Biểu đồ giá cổ phiếu



	3T	6T	12T
<b>KBC (%)</b>	-19%	-17%	118%
<b>VN-Index (%)</b>	2%	-2%	57%

Nguồn: Bloomberg

Ngày báo cáo	24-11-2022
Thị giá ngày báo cáo	16,750 VND/cp
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>28,600 VND/cp</b>
<b>Tăng / giảm (%)</b>	<b>71%</b>
Mã Bloomberg	KBC VN
Vốn hóa	12,857 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 13,950 – VND 46,575
KLGDDBQ	245 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	16.25%

Đơn vị: tỷ đồng	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>4,246</b>	<b>2,261</b>	<b>10,696</b>	<b>10,954</b>	<b>11,165</b>
EBIT	1,849	621	4,322	4,434	4,593
<b>LNST</b>	<b>954</b>	<b>2,363</b>	<b>3,087</b>	<b>3,204</b>	<b>3,404</b>
EPS (VND)	1,373	2,839	3,709	3,850	4,091
Tăng trưởng EPS (%)	188%	107%	31%	4%	6%
<b>P/E (x)</b>	<b>31.0x</b>	<b>15.0x</b>	<b>11.5x</b>	<b>11.0x</b>	<b>10.4x</b>
EV/EBITDA (x)	16.4	12.0	7.8	7.0	6.9
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	500	500	501	502	503
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
P/B (x)	1.5x	1.7x	1.5x	1.3x	1.2x
<b>ROE (%)</b>	<b>5%</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>
Nợ vay / Vốn CSH (%)	44%	36%	29%	22%	20%

Nguồn: MBS Research

**NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)**

## Cập nhật kết quả kinh doanh 9T2022

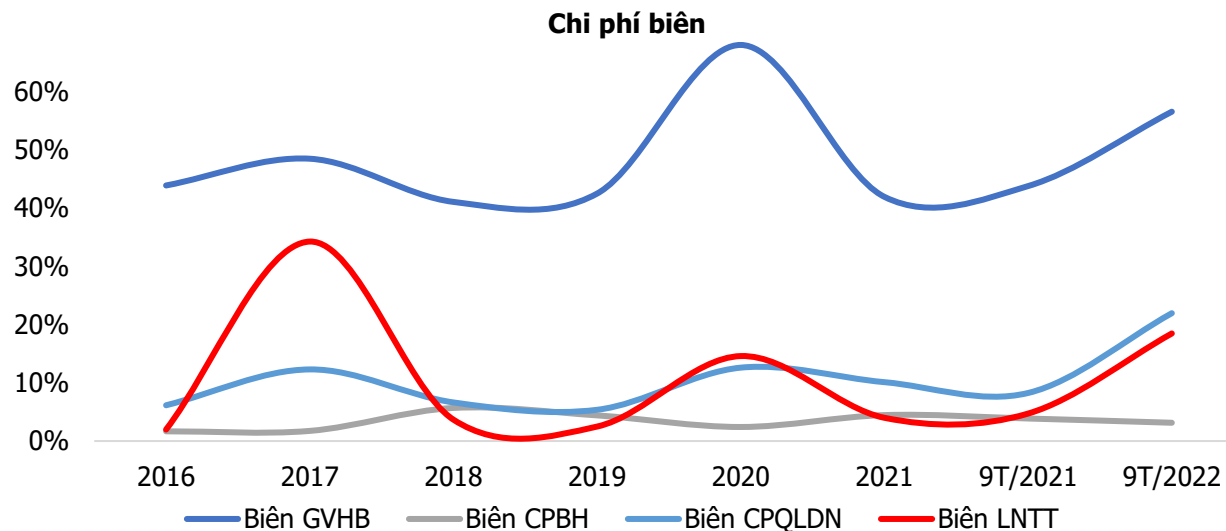
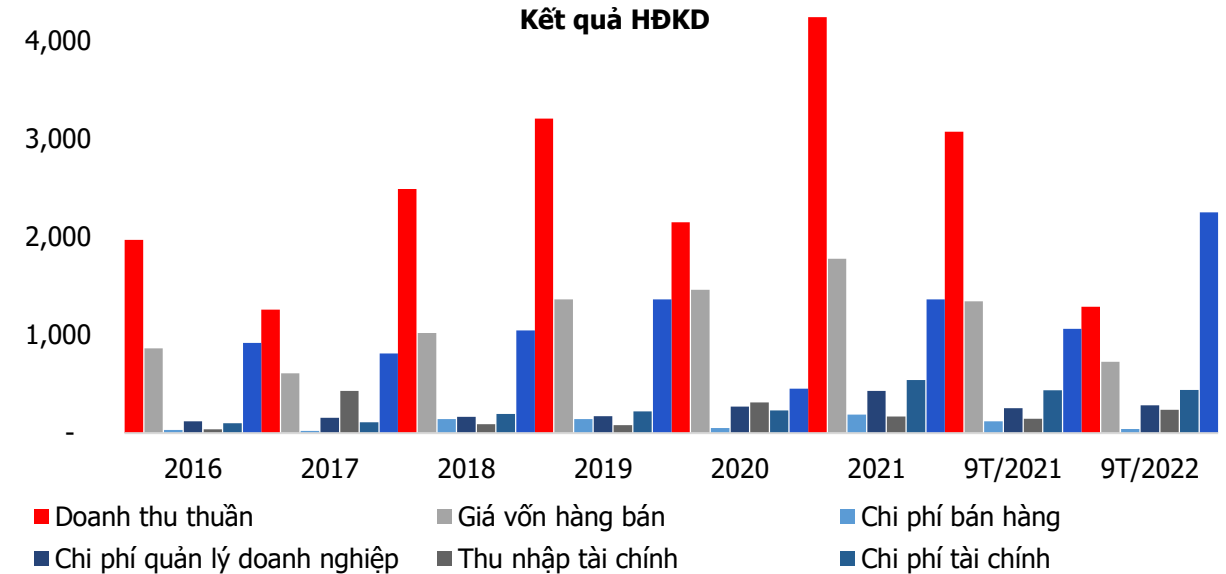
9T/2022 doanh thu thuần KBC đạt chỉ gần 1,3 nghìn tỷ đồng (-58.1% YoY), trong đó chiếm tỷ trọng lớn nhất là doanh thu từ hoạt động cho thuê đất (51%) với hơn 661 tỷ đồng (-68.7% YoY). Kể đến là doanh thu từ chuyển nhượng BĐS và dự án đạt hơn 341 tỷ đồng (-16.2% YoY). Trong khi đó, doanh thu từ các dịch vụ cho thuê kho và cung cấp nước sạch tăng nhẹ đạt hơn 247 tỷ đồng (+10.3% YoY). Giá vốn hàng bán ghi nhận giảm với tốc độ chậm hơn đạt hơn 728 tỷ đồng (-46% YoY) đẩy mức biên lợi nhuận gộp suy giảm đáng kể so với cùng kỳ đạt hơn 43.5% (9T/2021: 56.3%). Trong đó, biên lợi nhuận gộp suy giảm sâu nhất ghi nhận ở mảng chiếm tỷ trọng cao nhất là hoạt động cho thuê đất chỉ đạt 46.3% (9T/2021: 59.8%).

Thu nhập từ hoạt động tài chính trong 9T/2022 ghi nhận hơn 238 tỷ đồng (+64% YoY), trong đó hầu hết là lãi tiền gửi và cho vay với mặt bằng lãi suất cao và lượng tiền và tương đương tiền lớn đầu kỳ đã đem lại mức lãi trong 9T/2022 đạt hơn 234 tỷ đồng (+111% YoY). Mặt khác, dù ảnh hưởng bởi mặt bằng lãi suất tăng cao nhưng KBC ghi nhận chi phí tài chính tăng trưởng không đáng kể đạt hơn 441 tỷ đồng (+1% YoY), trong đó chi phí lãi vay ghi nhận giảm nhẹ so với cùng kỳ đạt hơn 392 tỷ (-1% YoY).

Chi phí bán hàng cải thiện đáng kể ghi nhận mức suy giảm sâu so với cùng kỳ đạt chỉ hơn 41 tỷ đồng (-66% YoY) đưa mức chi phí bán hàng biên giảm chỉ còn 3.2% (9T/2021: 3.9%). Trong đó, phần lớn là đến từ khoản suy giảm chi phí từ tư vấn pháp lý, môi giới và xúc tiến bán hàng giảm chỉ còn 34 tỷ đồng so với mức hơn 105 tỷ đồng trong cùng kỳ.

Chi phí quản lý doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ đạt hơn 282 tỷ đồng (+11% YoY), phần lớn là chi phí nhân viên quản lý đạt hơn 126 tỷ đồng tăng nhẹ so với mức 105 tỷ đồng cùng kỳ.

Đáng chú ý, KBC đã tiến hành ghi nhận mức lãi từ công ty liên kết gần 2 nghìn tỷ đồng. Với khoản thu nhập này đã hỗ trợ đưa mức lợi nhuận trước thuế của KBC trong 9T/2022 tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ đạt hơn 2,2 nghìn tỷ đồng (+112% YoY) với mức biên lợi nhuận trước thuế đạt hơn 165% tăng mạnh so với cùng kỳ. Tuy nhiên, nếu loại bỏ khoản ghi nhận này thì mức lợi nhuận trước thuế KBC ghi nhận mức suy giảm mạnh so với cùng kỳ ở mức khoản gần 300 tỷ đồng (-48.4% YoY) và mức biên lợi nhuận trước thuế đạt 22.6%.



## NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)

### Kết quả hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp trong 9 tháng đầu năm 2022

- Trong 9T/2022, KBC ghi nhận mức doanh thu giảm so với cùng kỳ đạt hơn 13% kế hoạch đề ra, tuy nhiên lợi nhuận sau thuế tăng trưởng đột biến 191% đạt hơn 2,1 nghìn tỷ đồng hoàn thành 191% kế hoạch. Nguồn lợi nhuận lớn đến từ việc đánh giá lại khoản đầu tư từ công ty liên kết ghi nhận mức lợi nhuận hơn 2,2 nghìn tỷ đồng.
- IDC tăng trưởng doanh thu 118% đạt hơn 7 nghìn tỷ đồng, trong đó phần lớn là doanh thu ghi nhận từ khu công nghiệp Nhơn Trạch 5. Lợi nhuận đạt hơn 2,3 nghìn tỷ đồng hoàn thành 338% kế hoạch đề ra cho cả năm 2022.
- BCM cũng ghi nhận tăng trưởng doanh thu lợi nhuận tăng trưởng so với cùng kỳ đạt 54% kế hoạch lợi nhuận đề ra.

	Doanh thu 9T/2022	Tăng trưởng Doanh thu	% kế hoạch DT cả năm	LNST 9T/2022	Tăng trưởng LNST	% kế hoạch LN cả năm	Biên góp (TTM)	Biên ròng (TTM)	ROE (TTM)	ROA (TTM)	Cổ phiếu lưu hành	EPS	P/E (TTM)	P/B (TTM)	Vốn hóa
Đơn vị	Tỷ VND	%	%	Tỷ VND	%	%	%	%	%	%	Triệu CP	VND	Lần	Lần	Tỷ VND
BCM	5,634	41%	58.14%	1,665	60%	54.6%	45.03%	22.84%	10.44%	3.78%	1,035	1,799	45.09	4.80	83,939
IDC	7,034	118%	210.15%	2,365	338%	112.73%	40.12%	29.46%	36.16%	12.95%	330	6,373	7.12	2.92	14,982
ITA	468	-32%	58.76%	153	-13%	80.90%	48.77%	37.45%	2.43%	2.01%	938	287	12.87	0.31	3,472
<b>KBC</b>	<b>1,289</b>	<b>-58%</b>	<b>13.15%</b>	<b>2,137</b>	<b>191%</b>	<b>45.19%</b>	<b>51.38%</b>	<b>93.57%</b>	<b>13.10%</b>	<b>7.08%</b>	<b>768</b>	<b>2,936</b>	<b>5.32</b>	<b>0.82</b>	<b>13,395</b>
LHG	526	-27%	67.3%	172	-37%	155.01%	40.81%	33.24%	13.28%	6.66%	50	3,917	4.88	0.64	955
SZC	663	17%	85.61%	160	-37%	86.82%	41.50%	28.10%	15.59%	3.92%	100	2,279	12.29	1.87	2,800
CLX	454	42%	78.19%	138	26%	80.73%	25.17%	33.04%	13.25%	9.08%	87	2,248	5.27	0.67	1,026

## NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)

### Cập nhật cơ cấu tài sản tại thời điểm cuối quý 3/2022

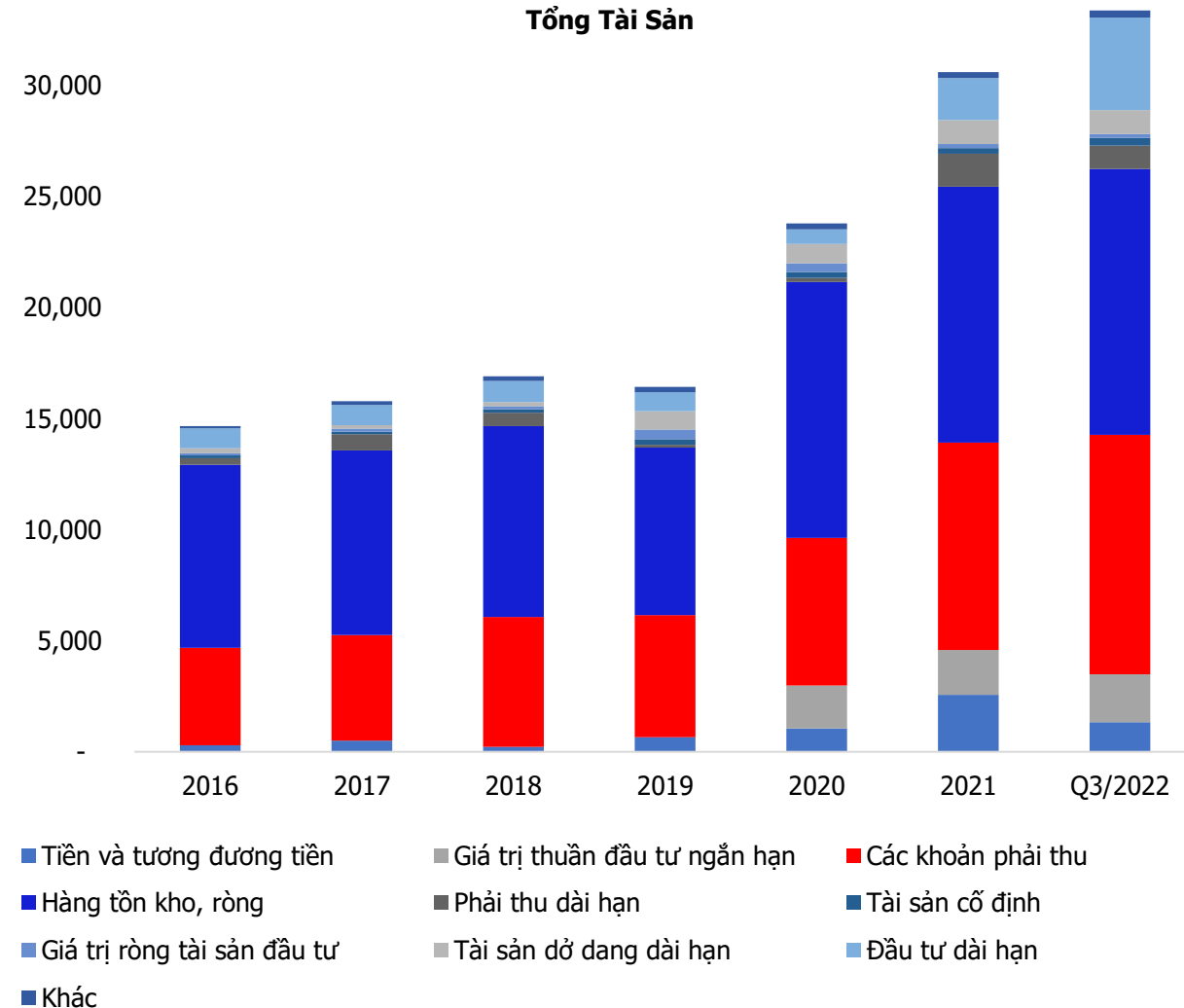
Về cơ cấu tài sản, tổng tài sản tại thời điểm cuối Q3/2022 đạt hơn 33.3 nghìn tỷ đồng, tăng hơn 9.1% so với thời điểm đầu năm. Trong đó phần lớn đến từ tăng trưởng tài sản dài hạn đạt hơn 6,8 nghìn tỷ đồng tăng gần 64% so với thời điểm đầu năm.

Trong tài sản dài hạn, ghi nhận tăng trưởng mạnh đến sự khoản đầu tư dài hạn tăng gần 120% so với đầu năm đạt hơn 4,1 nghìn tỷ đồng. Trong đó, đầu tư vào các công ty liên kết đạt gần 3,8 nghìn tỷ đồng tăng 155% so với thời điểm đầu năm. Cụ thể, KBC đã tiến hành góp vốn với tỷ lệ 48% tương đương 2,266 nghìn tỷ đồng vào công ty Cổ phần đầu tư Sài Gòn Đà Nẵng.

Ở tài sản ngắn hạn, KBC tích cực trong việc thu hồi các khoản phải thu ngắn hạn từ khách hàng dẫn đến khoản mục này suy giảm chỉ còn hơn 1,4 nghìn tỷ, giảm hơn 26% so với thời điểm đầu năm. Trong khi đó, các khoản trả trước ghi nhận tăng trưởng nhẹ gần 20% so với thời điểm đầu năm đạt hơn 3,4 nghìn tỷ đồng, trong đó chủ yếu là các khoản trả trước cho công ty cổ phần tư vấn và đầu tư Kinh Bắc (1,5 nghìn tỷ đồng) và công ty cổ phần dịch vụ kinh bắc (1,189 nghìn tỷ đồng). Bên cạnh đó, các khoản phải thu khác tăng mạnh hơn 21% so với đầu năm đạt hơn 2,7 nghìn tỷ đồng, trong đó phần lớn đến từ việc tạm ứng cho nhân viên tăng mạnh đạt hơn 1,9 nghìn tỷ đồng.

Hàng tồn kho ghi nhận tăng nhẹ 4.5% so với đầu năm đạt gần 12 nghìn tỷ đồng gồm các khoản chi phí sản xuất kinh doanh dở dang các dự án đang triển khai chủ yếu là 3 dự án lớn:

- Khu Công nghiệp và Đô Thị Trảng Cát ghi nhận hơn 7,7 nghìn tỷ đồng, chưa khai thác.
- KCN Tân Phú Trung: 1,1 nghìn tỷ đồng, đang khai thác.
- KĐT Phúc Ninh: 1,1 nghìn tỷ đồng, đang khai thác.



## NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)

### Cập nhật cơ cấu tài sản tại thời điểm cuối quý 3/2022

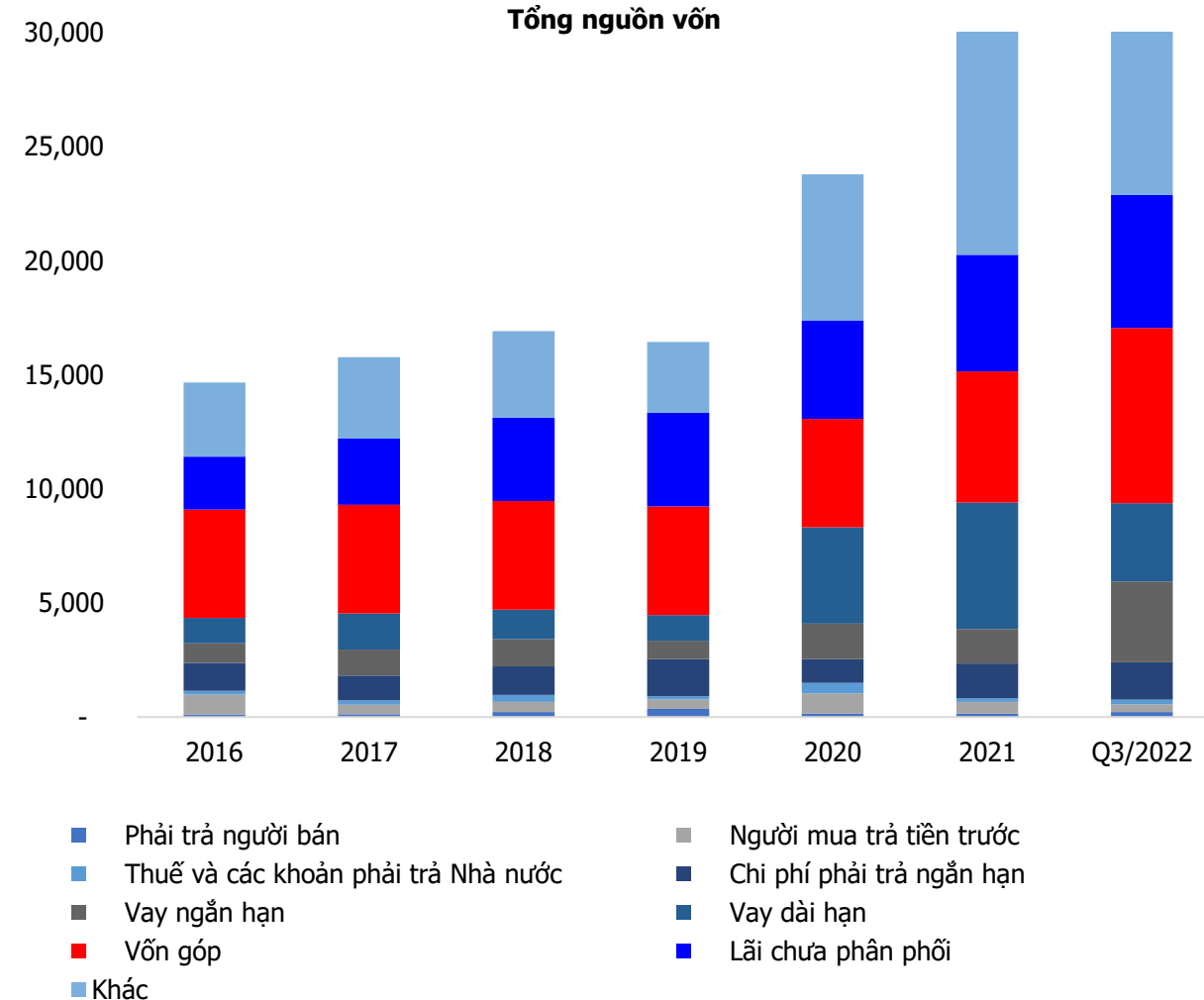
Nợ ngắn hạn tăng 30% so với thời điểm đầu năm đạt hơn 8.6 nghìn tỷ đồng, trong đó vay ngắn hạn tăng đột biến 146% đạt hơn 3,5 nghìn tỷ đồng với hơn 3,1 nghìn tỷ đồng là nợ dài hạn đến hạn trả. Đồng thời các khoản phải trả người bán tăng mạnh 44,7% so với thời điểm đầu năm đạt hơn 220 tỷ đồng.

Mặt khác, nợ dài hạn ghi nhận suy giảm 22% đạt hơn 6 nghìn tỷ đồng trong đó vay dài hạn giảm mạnh hơn 39% đạt hơn 3,4 nghìn tỷ đồng. Dù vậy chi phí phải trả tăng mạnh 41% đạt hơn 1,6 nghìn tỷ đồng. Với mặt bằng lãi suất cao như hiện tại thì việc tăng tỷ trọng vay ngắn hạn và giảm tỷ trọng vay dài hạn sẽ giúp cho KBC giảm được áp lực lãi vay trong tương lai.

Tuy nhiên áp lực sẽ dồn nặng cho KBC trong 6T/2023 năm sau khi trong cơ cấu vay dài hạn đa phần là các trái phiếu phát hành có thời gian đáo hạn trong năm sau lên đến 2,9 nghìn tỷ đồng:

- 400 tỷ đồng lãi suất 10.5% đáo hạn vào 22/02/2023 với tài sản đảm bảo là 700 nghìn cổ phần công ty Cổ phần KCN Sài Gòn – Hải Phòng và 600 nghìn cổ phần của công ty KCN Sài Gòn – Bắc Giang.
- 1,5 nghìn tỷ đồng lãi suất 10.8% đáo hạn vào 24/06/2023 không tài sản đảm bảo.
- 1 nghìn tỷ đồng lãi suất 10.5% đáo hạn vào 03/06/2023 với tài sản đảm bảo gần 71 triệu cổ phần của công ty phát triển đô thị Kinh Bắc – CTCP.

Trong quý 2/2022, KBC đã tiến hành phát hành 192 triệu cổ phiếu tăng vốn điều lệ lên mức 7.7 nghìn tỷ đồng và nguồn vốn được trích từ thặng dư vốn vô phần. Tổng vay ngắn và dài hạn vẫn giữ ở mức tương đương so với đầu năm với tỷ lệ tổng nợ vay trên vốn chủ sở hữu ở mức 0.37 lần và tỷ lệ đòn bẩy ở mức 0.21 lần, thuộc mức thấp trong ngành.



## NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)

Cập nhật một số dự án

Tên dự án	Thông tin	Hiện trạng
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Vị trí: Bắc Ninh Năm cho thuê: 2021 Tỷ lệ sở hữu: 100% Diện tích: 300 ha Tỷ lệ lấp đầy: 17% Diện tích cho thuê/bán còn lại: 170 ha	<ul style="list-style-type: none"> <li>- KCN Nam Sơn hạp lĩnh là một trong các dự án KCN nằm trong quy hoạch đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Năm 2021 dự án đã bắt đầu ghi nhận doanh thu cho 30ha, tổng doanh thu đạt 802,4 tỷ đồng. KCN nằm ở vị trí tốt thuận tiện về giao thông tại tỉnh Bắc Ninh, là một trung tâm công nghiệp chiến lược ở phía Bắc tập trung vào sản xuất công nghệ cao. Vì vậy, KBC luôn tự tin trong việc lấp đầy KCN này trong thời gian nhanh nhất, trong đó có nhiều sự quan tâm từ các nhà cung cấp của Apple.</li> <li>- Theo thông tin đến đầu quý 3/2022 thì diện tích đất thương phẩm ước tính trên diện tích đã đền bù khoảng 95ha và chưa ghi nhận doanh thu.</li> <li>- KBC cho OPPO thuê 22,8ha với giá 70 USD/m2/kỳ thuê (thỏa thuận trước đó 60-70ha), mức giá này thấp hơn khoảng 50% giá thị trường 130-140 USD/m2/kỳ thuê.</li> </ul>
KCN Tân Phú Trung	Vị trí: TP HCM Năm cho thuê: 2010 Tỷ lệ sở hữu: 72% Diện tích: 542 ha Tỷ lệ lấp đầy: 75% Diện tích cho thuê/bán còn lại: 78.4 ha	<ul style="list-style-type: none"> <li>- KCN Tân Phú Trung có tổng diện tích 590 ha, trong đó diện tích đất công nghiệp 359ha đáp ứng nhu cầu cho các nhà đầu tư đến thuê đất xây dựng nhà máy và 48ha làm khu nhà ở cho chuyên gia và công nhân, gắn kết với các dịch vụ y tế, ngân hàng....</li> <li>- Tính đến cuối thời điểm quý 3/2022, giá trị hàng tồn kho ghi nhận cho dự án này là hơn 1.1 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ so với đầu năm (31/12/2022: hơn 1,2 nghìn tỷ đồng).</li> </ul>
KCN Quang Châu mở rộng	Diện tích: 90ha Tỷ lệ sở hữu: 88.1% Diện tích cho thuê/bán còn lại: 45.6 ha	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ngày 16/7/2021, KCN Quang Châu mở rộng đã có quyết định của UBND tỉnh Bắc Giang về việc phê duyệt Quy hoạch 1/2000. Dự án mở rộng KCN Quang Châu được tỉnh Bắc Giang thúc đẩy thực hiện với diện tích phần mở rộng là khoảng 90ha. Tính đến đầu quý 3/2022, huyện Việt Yên đã phê duyệt phương án bồi thường, hỗ trợ giải phóng mặt bằng đối với 836 hộ gia đình, cá nhân với tổng diện tích hơn 52,37 ha, tương đương diện tích thương phẩm 46ha. Mục tiêu của KBC là hoàn thành thủ tục pháp lý và cơ sở hạ tầng đưa vào kinh doanh trong 2022.</li> <li>- Theo doanh nghiệp chia sẻ, một công ty chuyên sản xuất sản phẩm của Apple đang có kế hoạch thuê lại 50ha và hiện tại đang trong giai đoạn thương thảo cuối cùng.</li> </ul>
KCN Tràng Duệ 3	Vị trí: Hải Phòng Năm cho thuê: 2023 Tỷ lệ sở hữu: 87% Diện tích: 687 ha Tỷ lệ lấp đầy: 0% Diện tích thương phẩm: 456 ha Diện tích thương phẩm còn lại : 133 ha	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Theo chia sẻ, KBC đang thực hiện đền bù và hoàn thành pháp lý cùng lúc và 25-30% diện tích dự án đã được đền bù tính đến Q2/22. Kỳ vọng quy hoạch chung Hải Phòng được phê duyệt trong Q3/22, từ đó hoàn tất các thủ tục pháp lý tại dự án này.</li> <li>- KCN Tràng Duệ 3 vẫn trong giai đoạn đền bù giải phóng mặt bằng, trong tổng số 687ha quy hoạch, KBC đã đền bù 200ha, còn lại 487 ha cần phải đền bù. Diện tích thương phẩm ước tính trên diện tích đã đền bù khoảng 133ha.</li> <li>- KBC đã kí MOU cho thuê 115ha tại KCN này vào đầu 2022, trong đó LG Display dự kiến thuê 80ha, giá thuê khoảng 130-140 USD/m2/kỳ thuê. KBC kỳ vọng sẽ lấp đầy KCN Tràng Duệ 3 trong 4 năm.</li> </ul>

## NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)

Cập nhật một số dự án

Tên dự án	Thông tin	Hiện trạng
KĐT Tràng Cát	Vị trí: Hải Phòng Năm cho thuê: 2022 Tỷ lệ sở hữu: 100% Diện tích: 581 ha Tỷ lệ lấp đầy: 0% Diện tích cho thuê: 250 ha	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Khu đô thị Tràng Cát được phát triển bởi Công ty TNHH MTV Phát triển Đô thị Tràng Cát (TCC) – công ty con của KBC phát triển. KĐT có tổng diện tích 584,9 ha, đã đền bù 582ha. Tổng mức đầu tư bao gồm phát triển quỹ đất và hạ tầng dự kiến là hơn 11 nghìn tỷ đồng. Tổng giá trị đã đầu tư là hơn 7.7 tỷ đồng, tăng 208,8 tỷ đồng so với năm 2020 chủ yếu là do vốn hoá lãi vay. Tới năm 2022, KBC đã hoàn tất nộp tiền thuê đất, tổng nộp ngân sách nhà nước đạt 3.500,4 tỷ đồng.</li> <li>- Về thực địa tại dự án, KBC đã đầu tư 70 tỷ đồng từ 2015 để thực hiện xây dựng hầm chui dẫn từ đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng đến dự án. Tuy nhiên, theo như khảo sát của BVSC vào tháng 6.2022, để tiếp cận dự án vẫn phải đi bằng đường tạm tương đối nhỏ hẹp. Đường nối hầm chui vẫn chưa được thực hiện. Hiện tại, KBC đang thực hiện san lấp cát với đường ống được bơm nổi từ biển. Ngoài việc san lấp cát thì vận chuyển các NVL cho giai đoạn tới có thể gặp khó khăn nếu đường nổi vẫn chưa được thực hiện.</li> <li>- Từ 2021, KBC đã đề cập tới việc đang đàm phán với khách hàng để bán buôn 50ha đất thương phẩm từ KĐT Tràng Cát; cũng như kế hoạch bán buôn 30-50ha đất thương phẩm từ KĐT này mỗi năm. Tới hiện nay, KBC chưa tiết lộ thêm thông tin về kế hoạch bán buôn này.</li> <li>- Trong bối cảnh khó khăn chung của ngành BĐS, KBC sẽ khó tiếp cận người mua với giá tốt, tác động tới tiến độ và kế hoạch bán buôn chậm hơn dự kiến và khó khăn từ việc thắt chặt tín dụng và kiểm soát phát hành trái phiếu vào BĐS có thể sẽ ảnh hưởng tiến độ bán buôn tại dự án này.</li> </ul>
KĐT Phúc Ninh	Vị trí: Bắc Ninh Năm cho thuê: 2017 Tỷ lệ sở hữu: 100% Diện tích: 115 ha Tỷ lệ lấp đầy: 6% Diện tích cho thuê/bán còn lại: 42 ha	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Khu đô thị Phúc Ninh có tổng diện tích là 136,5ha, gồm 1.300 lô biệt thự song lập, đơn lập và shophouses, ở Thành Phố Bắc Ninh, Tỉnh Bắc Ninh. Tới 2021, KBC đã đền bù GPMB được khoảng 88,2 ha; đã được bàn giao đất trên thực địa 74,38 ha. KBC được giao đất của KĐT Phúc Ninh từ 2003 tới nay, ngoài 68ha đã được cắm mốc thực địa, diện tích còn lại chưa được thực hiện GPMB mặc dù đã được phê duyệt phương án bồi thường.</li> <li>- Tính đến thời điểm 31/12/2021, tổng diện tích đã đặt chỗ là 9,9 ha, tổng diện tích đã ghi nhận doanh thu là 2,57 ha. Tổng doanh đã ghi nhận doanh thu là 338,5 tỷ đồng. Năm 2021 dự án đã đầu tư là 37,8 tỷ đồng để hoàn thiện, xây dựng các căn biệt thự, đền bù, vốn hoá lãi.</li> <li>- KBC cũng có kế hoạch bàn giao 6ha tại KĐT Phúc Ninh, đóng góp khoảng 1.300-1.400 tỷ đồng doanh thu giai đoạn 2022-23.</li> </ul>



## NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)

### Thị trường ngành khu công nghiệp Miền Bắc Quý 3/2022

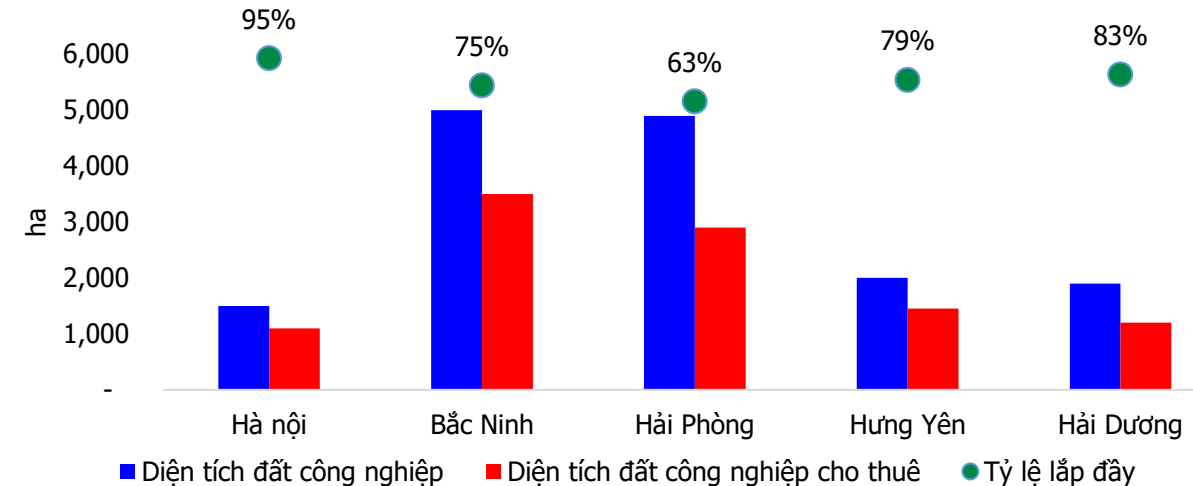
#### Thị trường khu công nghiệp duy trì hoạt động khả quan.

Trong Q3/2022, thị trường tiếp tục diễn biến tích cực khi ghi nhận các giao dịch lớn từ 10 - 50ha, các giao dịch lớn tập trung ở các lĩnh vực như Điện tử, Năng lượng Mặt trời và Logistics. Tỷ lệ lấp đầy trung bình của thị trường Cấp 1 là 80,2%, giảm nhẹ so với quý trước do có nguồn cung tăng.

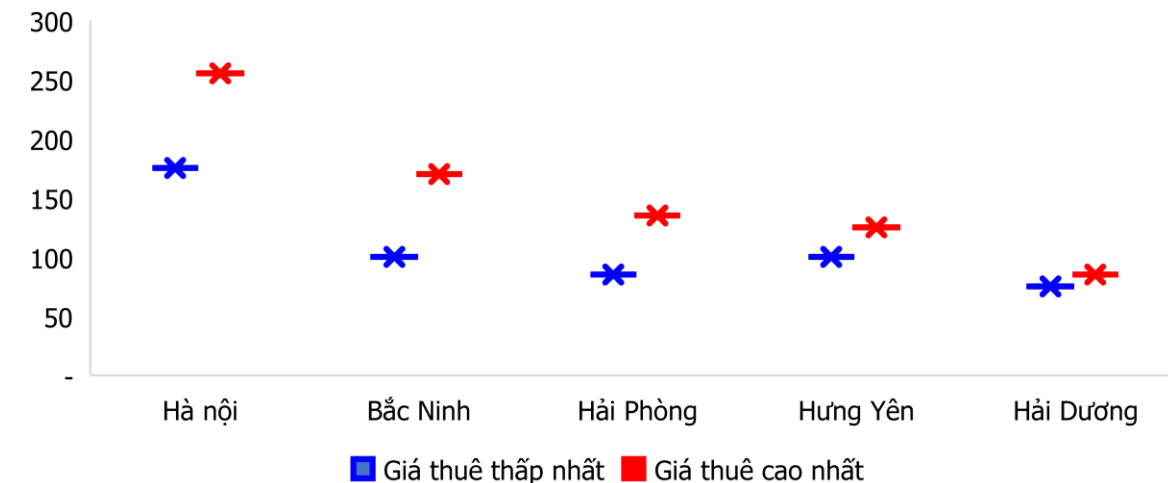
Giá thuê trung bình không biến động so với quý trước tại Hà Nội, Hải Dương và Hải Phòng. Đối với Bắc Ninh, giá thuê giảm nhẹ 0,5% so với quý trước do các dự án đi vào hoạt động chào thuê ở mức thấp hơn so với giá thuê trung bình của các dự án hiện hữu. Trong khi đó, Hưng Yên ghi nhận mức tăng trưởng so với quý trước là 2,4% do một số dự án tăng giá chào thuê khi tỷ lệ lấp đầy được cải thiện.

Trong trung hạn, nguồn cung đất công nghiệp sẽ tăng thêm hơn 2.300 ha cho thị trường Cấp 1. Một số khu công nghiệp chuẩn bị đi vào hoạt động trong đầu năm 2023 với tỷ lệ cam kết cho thuê sớm ở ngưỡng 40% đến 100% giai đoạn đầu triển khai. Với nguồn cầu khả quan, mức giá thuê đất công nghiệp dự kiến sẽ có mức tăng khả quan là khoảng 5-10%/năm trong ba năm tới tại thị trường phía Bắc và 8-13%/năm tại khu vực phía Nam.

Nguồn cung, thị trường đất KCN, Miền Bắc, Q3/2022



Giá thuê (USD/m<sup>2</sup>/thời hạn còn lại)

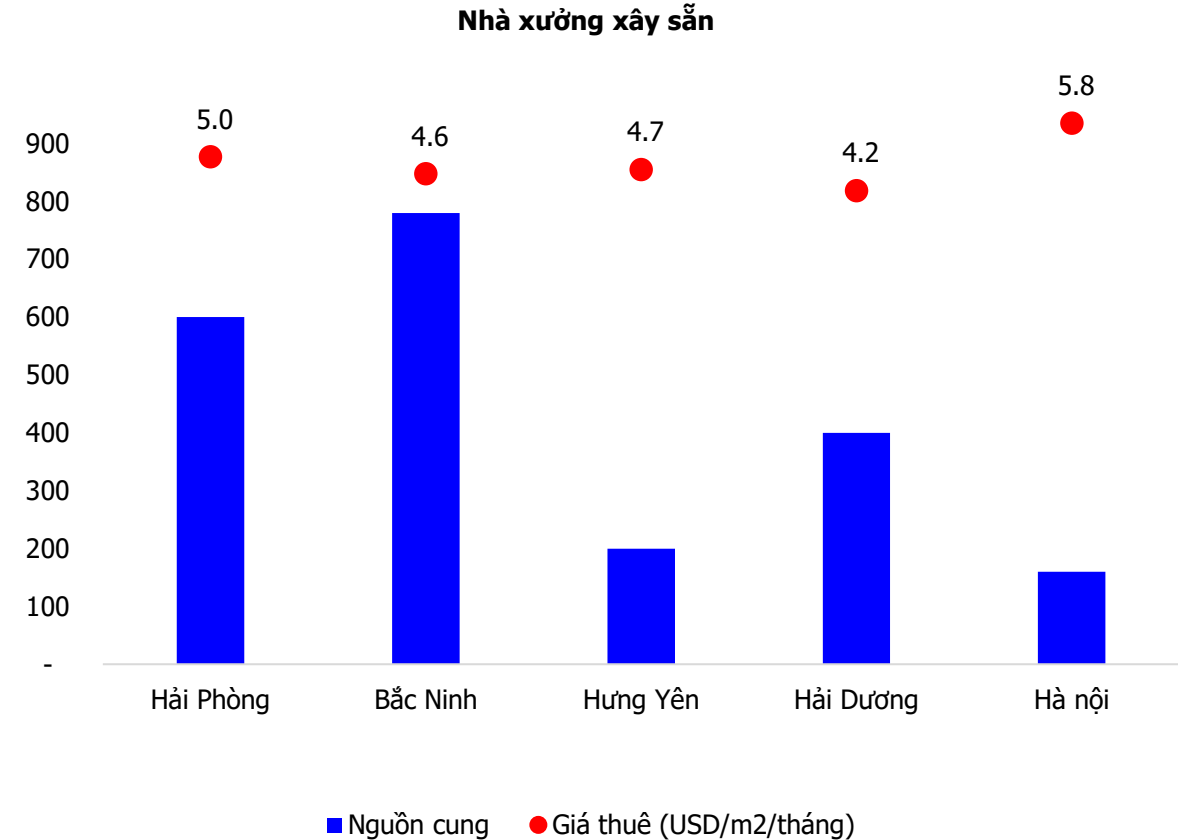


**NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)**

## Nhà xưởng xây sẵn (NXXS)

Thị trường NXXS trong Q2/2022 tiếp tục không ghi nhận nguồn cung mới, tổng nguồn cung tại khu vực miền Bắc vẫn ở mức 2,2 triệu m<sup>2</sup>. Tỷ lệ lấp đầy NXXS cũng tiếp tục ở mức cao, đạt 99%. Giá thuê NXXS không đổi theo quý, đạt mức USD 4,7/m<sup>2</sup>/tháng.

Ở thị trường NXXS, dự án của KCN tại Khu công nghiệp Deep C đã chính thức khởi công vào tháng 05 năm 2022, dự án của KTG tại Khu công nghiệp Yên Phong II-C và dự án của Tường Viên Group tại Khu công nghiệp Nam Đình Vũ đang được hoàn thiện và sẽ sẵn sàng để bàn giao trong Q3/2022. Các dự án này hứa hẹn sẽ là sự bổ sung đáng kể vào nguồn cung đang hạn chế của thị trường NXXS, khi nhu cầu thuê nhà xưởng của các doanh nghiệp sản xuất đang ngày một tăng cao.



### **NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)**

#### **Triển vọng ngành**

Nguồn cung tiếp tục được gia tăng khi Phó Thủ tướng chính phủ đã ký quyết định thành lập 9 khu công nghiệp mới với tổng diện tích 2.472 ha, tổng vốn đầu tư các dự án đạt 29.411 tỷ đồng. Các dự án cũng quy định thời gian xây dựng từ 3-4 năm kể từ khi được thành lập và thời gian hoạt động kể từ 50 năm kể từ ngày thành lập.

Nghị định 35/2022/NĐ-CP ban hành vào ngày 28/05/2022 thay thế Nghị định 82/2018/NĐ-CP nổi bật với việc gỡ bỏ thủ tục thành lập khu công nghiệp nhằm giảm bớt thủ tục hành chính cho nhà phát triển khu công nghiệp. Với việc đơn giản hóa các thủ tục pháp lý, phân quyền nhiều hơn cho các địa phương, có thể giúp giảm thủ tục cấp phép đầu tư tại các khu công nghiệp, đặc biệt khi mà các khu công nghiệp sẽ có thể có giấy phép đầu tư ngay khi được chấp thuận đầu tư.

Theo Tổng cục Thống kê, chỉ số sản xuất công nghiệp trong sáu tháng đầu năm 2022 của một số ngành trọng điểm tăng cao so với cùng kỳ năm ngoái. Dòng vốn FDI vẫn tiếp tục đổ vào các tỉnh phía Bắc, nổi bật là sự kiện Ban Quản lý khu kinh tế Hải Phòng tổ chức trao Giấy chứng nhận đầu tư cho 6 dự án đầu tư vào khu kinh tế với tổng mức đầu tư lên tới trên 400 triệu USD. Đáng chú ý có thể kể đến dự án tại KCN Nam Đình Vũ của nhà đầu tư ESR V Investor 4 Pte.Ltd, quy mô 120.000 m<sup>2</sup> với mục tiêu kinh doanh dịch vụ logistics và kho bãi có tổng vốn đầu tư 33 triệu USD.

Kỳ vọng nhu cầu thuê và giá thuê đất KCN tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2023 do:

- Xu hướng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam
- Các chính sách thu hút FDI cũng thúc đẩy các nhà đầu tư quay trở lại đầu tư vào Việt Nam, có thể kể đến những chính sách ưu đãi như miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 4 năm đầu hoạt động, giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 5 năm tiếp theo, và nhiều ưu đãi khác;
- Cải thiện cơ sở hạ tầng trong thời gian tới như các dự án đường vành đai 3 và đường vành đai 4, đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, đường Dầu Giây - Phan Thiết, đường cao tốc Bắc - Nam, cảng Cái Mép Thị Vải và cảng Gemalink sẽ tạo ra kết nối thuận tiện hơn giữa các KCN .

Theo CBRE, nguồn cung tương lai sẽ mở rộng đến các tỉnh Cấp 2 do khả năng mở rộng đất ở các vùng Cấp 1 còn hạn chế. Đáng chú ý, vào tháng 8/2022 đã diễn ra lễ khởi công khu công nghiệp Sơn Mỹ 1, tỉnh Bình Thuận do chủ đầu tư Công ty IPICO, với diện tích 1.070 ha. Khi được đầu tư hoàn chỉnh sẽ trở thành một trung tâm điện lực của tỉnh, thu hút đầu tư phát triển các ngành công nghiệp năng lượng, các ngành công nghiệp, logistics.

Nửa cuối năm năm 2022, thị trường đất công nghiệp dự kiến chào đón nguồn cung mới với Khu công nghiệp Tiên Thanh, Hải Phòng mới được trao giấy chứng nhận đăng ký đầu tư, dự kiến sẽ khởi công vào cuối năm với tổng mức đầu tư trên 4.500 tỷ đồng. Khu công nghiệp Gia Bình II tại Bắc Ninh cũng đã sẵn sàng cho việc khởi công xây dựng hạ tầng để thu hút đầu tư.

## **NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)**

### **Dự phóng và định giá**

#### **Dự phóng**

Nam sơn hạp lĩnh Với các điều kiện thuận lợi MBS cho rằng KBC sẽ ghi nhận 25ha và phần còn lại sẽ được phân bổ lấp đầy trong giai đoạn 4 – 5 năm tới. KCN Quang Châu mở rộng sẽ được KBC ghi nhận 50ha vào năm 2023 và phần còn lại sẽ được ghi nhận vào năm 2024. KCN Trảng Duệ 3 sẽ được bắt đầu ghi nhận vào năm 2023 và kéo dài phân bổ đến năm 2027. KCN Tân Phú Trung sẽ ghi nhận 15 ha trong năm 2022 và phân bổ dần trong 2 -3 năm tới.

Ngành BĐS đang gặp khó khăn trong ngắn và trung hạn nên sẽ ảnh hưởng đến tiến độ các khu đô thị tại KBC. Trong đó, Trảng Cát sẽ chưa thể ghi nhận doanh thu trong năm nay và sẽ phân bổ dần bắt đầu từ năm 2023 đến trung hạn tùy vào hiện trạng khắc phục chung của thị trường bất động sản. KBC có kế hoạch bàn giao 6ha tại KĐT Phúc Ninh, đóng góp khoảng 1.300-1.400 tỷ đồng doanh thu giai đoạn 2022-23 và MBS kỳ vọng diện tích còn lại sẽ được lấp đầy trong 5 năm sau đó.

Ngoài ra, KBC liên tục có nhiều dự án mở rộng quỹ đất trên nhiều vùng miền với gần 20 dự án có diện tích hơn 5.000ha trên khắp Việt Nam. Trong đó, với nhu cầu ngày càng tăng tại khu vực phía Nam và sông Mekong, KBC đã đẩy mạnh tập trung vào 2 khu vực này.

Trong giai đoạn cuối năm 2022:

- Chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho thuê đất tại KCN Quang Châu, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Tân Phú Trung sẽ khởi sắc. Do đó, ước tính doanh thu của chúng tôi cho hoạt động kinh doanh chính của công ty cho cả năm 2022 là hơn 1,8 nghìn tỷ đồng và tổng doanh thu thuần là hơn 2,2 nghìn tỷ đồng. LNST ước tính đạt hơn 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng 148% so với cùng kỳ).

Đối với năm 2023:

- Các khu công nghiệp và khu đô thị sẽ được ghi nhận khả quan hơn khi các chính sách về lãi suất cũng như lạm phát toàn cầu dần đạt đỉnh và ổn định, các chính sách về BĐS dần được nới lỏng và hài hòa. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng BĐS KCN sẽ đạt hơn 3,8 nghìn tỷ đồng trong đó chủ yếu đến từ Quảng Châu mở rộng và Trảng Duệ 3. Ở lĩnh vực BĐS Đô thị, Trảng Cát sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu và đem lại mức doanh thu kỳ vọng cho lĩnh vực BĐS ĐT với hơn 6 nghìn tỷ đồng. Do đó, tổng doanh thu thuần của KBC có thể đạt tới con số hơn 10,6 nghìn tỷ đồng (tăng 373% so với cùng kỳ) và LNST đạt gần 3,1 nghìn tỷ đồng (tăng 31% so với cùng kỳ).

# TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC-CTCP (HSX: KBC)



**NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)**

## Dự phóng và định giá

### Định giá

Chúng tôi kỳ vọng rằng vốn FDI vào Việt Nam sẽ duy trì ổn định nhờ vào các yếu tố sau: (i) mở cửa hoàn toàn nền kinh tế, điều này sẽ giúp thúc đẩy tiến độ của các MOU đã ký trong thời gian trước; (ii) việc di dời sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam, đây là kết quả của chính sách Zero-Covid của Trung Quốc; và (iii) Nỗ lực của Chính phủ Việt Nam trong phát triển cơ sở hạ tầng và thu hút FDI.

Với những dự phóng trên, chúng tôi định giá cổ phiếu KBC với mức giá mục tiêu **28,600 VND/cp** (+71% upside) dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền nhằm xác định RNAV cho các dự án của KBC. Chúng tôi sử dụng WACC=21.7% với beta=1.65 nhằm phản ánh rủi ro mức giá của KBC đã có sự gia tăng đáng kể trong năm 2022.

Tóm tắt Định giá	% sở hữu	NPV
<b>BDS Công nghiệp</b>		<b>4,056</b>
Nam Sơn Hạp Lĩnh	100.0%	924
Quang Châu	88.1%	48
Tràng Duệ III	86.5%	2,206
Tân Phú Trung	72.4%	424
Quang Châu mở rộng	21.5%	454
<b>BDS Thương mại</b>		<b>13,625</b>
KĐT Phúc Ninh	100.0%	2,180
Tràng Cát	100.0%	10,802
KĐT Tràng Duệ	86.5%	643
<b>Tổng giá trị</b>		<b>17,681</b>
Trừ: Nợ		(6,964)
Cộng: Tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn		3,495
Cộng: Tài sản khác		10,115
Trừ: Lợi ích cổ đông không kiểm soát		(2,383)
<b>Giá trị VCSH</b>		<b>21,944</b>
Cổ phiếu lưu hành		767,604,759
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu</b>		<b>28,600</b>

Dự án	Địa điểm	% sở hữu	Năm mở bán	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm còn lại (ha)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>BDS Khu Công Nghiệp</b>											
Nam Sơn Hạp Lĩnh GD 1	Bắc Ninh	100%	2021	300	204.1						
Quang Châu	Bắc Giang	88%	2006	426	60.7						
Tràng Duệ III	Hải Phòng	87%	2023	687	456.0						
Tân Phú Trung	Củ Chi	72%	2004	542	171.6						
Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	88%	2022	90	46.0						
<b>BDS Thương Mại</b>											
KĐT Phúc Ninh	Bắc Ninh	100%	2019	115	41.9						
Tràng Cát	Hải Phòng	100%	2025	585	250						
KĐT Tràng Duệ	Hải Phòng	87%	2019	42	8						

# TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC-CTCP (HSX: KBC)



## NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 28,600 VND/cp (+71%)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4,246</b>	<b>2,261</b>	<b>10,696</b>	<b>10,954</b>	<b>11,165</b>	<b>10,749</b>
Giá vốn hàng bán	1,779	1,184	5,090	5,205	5,231	4,978
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,467</b>	<b>1,077</b>	<b>5,606</b>	<b>5,749</b>	<b>5,933</b>	<b>5,771</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	170	303	303	303	303	303
Chi phí tài chính	541	564	712	674	575	586
Chi phí quản lý doanh nghiệp	618	456	1,284	1,314	1,340	1,290
<b>LNTT</b>	<b>1,364</b>	<b>2,598</b>	<b>3,996</b>	<b>4,148</b>	<b>4,408</b>	<b>4,286</b>
<b>LNST</b>	<b>954</b>	<b>2,363</b>	<b>3,087</b>	<b>3,204</b>	<b>3,404</b>	<b>3,311</b>
<b>LNST của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>782</b>	<b>2,179</b>	<b>2,847</b>	<b>2,956</b>	<b>3,140</b>	<b>3,054</b>
<b>LNST của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>172</b>	<b>183</b>	<b>239</b>	<b>249</b>	<b>264</b>	<b>257</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>25,684</b>	<b>26,183</b>	<b>33,433</b>	<b>36,549</b>	<b>36,376</b>	<b>38,802</b>
I. Tiền & tương đương tiền	2,562	2,519	3,761	6,236	5,765	9,093
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,016	2,018	2,018	2,018	2,018	2,018
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,912	1,433	2,130	2,182	2,224	2,141
IV. Hàng tồn kho	11,515	11,840	16,967	17,350	17,438	16,593
V. Tài sản ngắn hạn khác	7,679	8,373	8,557	8,763	8,932	8,957
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>4,920</b>	<b>6,866</b>	<b>7,466</b>	<b>7,636</b>	<b>7,801</b>	<b>7,874</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	1,490	1,130	1,604	1,643	1,675	1,612
II. Tài sản cố định	249	345	362	381	400	420
1. Tài sản cố định hữu hình	248	345	362	380	399	419
2. Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	191	187	182	177	171	164
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1,074	1,107	1,140	1,174	1,209	1,246
V. Đầu tư tài chính dài hạn	1,923	4,161	4,244	4,329	4,416	4,504
VI. Tài sản dài hạn khác	(7)	(64)	(67)	(68)	(70)	(72)
<b>Tổng tài sản</b>	<b>30,604</b>	<b>33,049</b>	<b>40,899</b>	<b>44,185</b>	<b>44,177</b>	<b>46,677</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>14,433</b>	<b>14,005</b>	<b>18,918</b>	<b>19,133</b>	<b>15,838</b>	<b>15,150</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>6,511</b>	<b>9,032</b>	<b>12,084</b>	<b>12,138</b>	<b>8,745</b>	<b>8,351</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	4,996	5,641	9,945	11,043	7,629	7,276
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,515	3,391	2,139	1,095	1,116	1,075
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>7,922</b>	<b>4,973</b>	<b>6,834</b>	<b>6,995</b>	<b>7,093</b>	<b>6,799</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	2,382	1,582	2,556	2,613	2,627	2,500
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,539	3,391	4,278	4,382	4,466	4,299
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>16,171</b>	<b>19,044</b>	<b>21,981</b>	<b>25,051</b>	<b>28,339</b>	<b>31,527</b>
1. Vốn điều lệ	5,698	7,676	7,676	7,676	7,676	7,676
2. Thặng dư vốn cổ phần	3,397	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	5,099	7,064	9,760	12,579	15,598	18,525
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,280	1,554	1,794	2,044	2,313	2,573
5. Vốn khác	-303	6	8	9	9	9
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>30,604</b>	<b>33,049</b>	<b>40,899</b>	<b>44,185</b>	<b>44,177</b>	<b>46,677</b>

Chỉ số chính	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
<b>Định giá</b>						
EPS	1,373	2,839	3,709	3,850	4,091	3,978
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	28,383	24,809	28,636	32,636	36,919	41,071
P/E	31.0	15.0	11.5	11.0	10.4	10.7
P/B	1.5	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0
<b>Khả năng sinh lời</b>						
Biên lợi nhuận gộp	58%	48%	52%	52%	53%	54%
Biên EBITDA	45%	30%	41%	41%	42%	42%
Biên lợi nhuận sau thuế	22%	105%	29%	29%	30%	31%
ROE	5%	11%	13%	12%	11%	10%
ROA	3%	7%	7%	7%	7%	7%
<b>Tăng trưởng</b>						
Doanh thu	97%	-47%	373%	2%	2%	-4%
Lợi nhuận trước thuế	201%	90%	54%	4%	6%	-3%
Lợi nhuận sau thuế	198%	148%	31%	4%	6%	-3%
EPS	188%	107%	31%	4%	6%	-3%
Tổng tài sản	29%	8%	24%	8%	0%	6%
Vốn chủ sở hữu	52%	18%	15%	14%	13%	11%
<b>Thanh khoản</b>						
Thanh toán hiện hành	3.94	2.90	2.77	3.01	4.16	4.65
Thanh toán nhanh	0.70	0.50	0.48	0.68	0.89	1.33
Nợ/tài sản	23%	21%	16%	12%	13%	12%
Nợ/vốn chủ sở hữu	44%	36%	29%	22%	20%	17%
Khả năng thanh toán lãi vay	3.85	1.10	6.07	6.58	7.99	7.64
<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
Vòng quay phải thu khách hàng	2.6	1.3	6.0	5.1	5.0	4.9
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân (ngày)	142	272	61	72	72	74
Vòng quay hàng tồn kho	0.2	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
Thời gian tồn kho bình quân (ngày)	2,365	3,600	1,033	1,203	1,214	1,248
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	11.6	6.6	9.2	5.7	5.7	5.5
Thời gian trả tiền bình quân (ngày)	32	56	40	64	64	66

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
LCTT từ HĐ kinh doanh	-1,318	-144	1,820	3,621	-386	3,738
LCTT từ HĐ đầu tư	-3,151	-147	-69	-72	-75	-78
LCTT từ HĐ tài chính	5,896	247	-508	-1,074	-10	-332
<b>LCTT trong kỳ</b>	<b>1,427</b>	<b>-44</b>	<b>1,242</b>	<b>2,475</b>	<b>-471</b>	<b>3,328</b>
<b>Tiền/tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>1,050</b>	<b>2,562</b>	<b>2,519</b>	<b>3,761</b>	<b>6,236</b>	<b>5,765</b>
<b>Tiền/tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>2,476</b>	<b>2,519</b>	<b>3,761</b>	<b>6,236</b>	<b>5,765</b>	<b>9,093</b>

## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

**Hoàng Công Tuấn** [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Kinh tế vĩ mô

**Lê Minh Anh** [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

**Chu Thế Huynh** [Huyinh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huyinh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

**Phạm Thùy Trang** [Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

**Đỗ Lan Phương** [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Thực phẩm – Đồ uống

**Nguyễn Thành Công** [Cong1.NguyenThanh@mbs.com.vn](mailto:Cong1.NguyenThanh@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Trần Thái Bình** [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Đinh Công Luyện** [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

**Dương Thiện Chí** [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
<b>MUA</b>	$\geq 15\%$
<b>GIỮ</b>	Từ $-15\%$ đến $+15\%$
<b>BÁN</b>	$\leq -15\%$

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘ SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)