TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC - CTCP (KBC – HOSE)

Đòn bẩy từ Tràng Duệ 3 và Tràng Cát

KHẢ QUAN

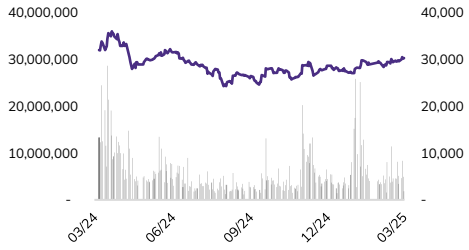
Phạm Hồng Trường

Email: truong.phamhong@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Bất động sản
Ngày báo cáo	: 12/03/2025
Giá hiện tại (VND/CP)	**: 30.300**
Giá mục tiêu (VND/CP)	**: 33.100**
Tỷ lệ tăng (%)	**: 9,2%**
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 23.220
SLCPLH (CP)	: 767.604.759

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2023	2024
Tăng trưởng DTT (%)	491,3%	-50,6%
Tăng trưởng LNST (%)	33,0%	-79,0%
Biên LNG (%)	65,8%	46,2%
Biên LNST (%)	36,1%	15,4%
ROA (%)	5,9%	1,1%
ROE (%)	11,9%	2,3%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,18	0,49
EPS (VND/CP)	2.646	555
BVPS (VND/CP)	23.679	24.234

Nguồn: KBC, ABS Research

Luận điểm đầu tư

- **KQKD Q4/2024 kém khả quan do diện tích cho thuê đất KCN ở mức thấp.** Cụ thể, doanh thu thuần Q4/2024 của KBC đạt 781 tỷ đồng (-5% svck và -18% QoQ), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 75 tỷ đồng (-29% svck và -62% QoQ). Doanh thu của mảng BĐS KCN ở mức thấp, đạt 78 tỷ đồng (-88% svck). Trong khi đó, mảng BĐS dân dụng ghi nhận sự tích cực khi doanh thu đạt 488 tỷ (gấp 19,1 lần svck) chủ yếu đến từ bàn giao tại dự án NOXH thị trấn Nếnh.

- **Lũy kế cả năm 2024, KQKD giảm mạnh so với cùng kỳ.** Doanh thu thuần 2024 đạt 2,8 nghìn tỷ đồng (-51% svck), LNST của Cổ đông Công ty mẹ đạt 426 tỷ đồng (-79% svck), chỉ hoàn thành 31% kế hoạch doanh thu và 11% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Nguyên nhân chính của sự sụt giảm này đến từ tác động của mảng BĐS KCN. Doanh thu cho thuê cả năm 2024 đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (-77% svck) tập trung tại các KCN: Nam Sơn Hạp Lĩnh (19,4 ha), Quang Châu (12 ha), Tân Phú Trung (1,4 ha).

- **Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng thời gian tới của KBC sẽ tích cực nhờ bước ngoặt quan trọng liên quan đến pháp lý các dự án:**

  ✓ **KCN Tràng Duệ 3 được phê duyệt chủ trương đầu tư giúp gia tăng diện tích đất cho thuê trong năm 2025.** Trong tháng 1/2025, dự án KCN Tràng Duệ 3 đã được chấp thuận chủ trương đầu tư, hiện tại đang thực hiện xây dựng hạ tầng cơ bản, đã hoàn thành GPMB 200 ha, trong đó có 140 ha đất thương phẩm. Với vị trí thuận lợi trong giao thương trong nước/quốc tế, chính sách ưu đãi thuế cùng dòng vốn FDI tích cực chảy vào Việt Nam, dự kiến Tràng Duệ 3 sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư nước ngoài giúp cải thiện doanh số cho thuê của KBC trong thời gian tới (hiện đã ký MOU cho thuê 50 ha).

  ✓ **Quỹ đất KCN tiềm năng lớn khi tích cực được mở rộng.** KBC đang tích cực trong việc mở rộng quỹ đất KCN về các tỉnh thành phía Nam như loạt dự án tại Long An: KCN Tân Tập & Nam Tân Tập (Cần Giuộc), Lộc Giang (Đức Hòa), CCN Phước Vĩnh Đông 2 & 4 (Cần Giuộc); bên cạnh các dự án mới tại phía Bắc như KCN Tràng Duệ 3, CCN Hưng Yên hay KCN Kim Thành 2 (Hải Dương, cũng mới được phê duyệt trong đầu năm 2025).

  ✓ **Mảng BĐS dân cư dự kiến tiếp tục khởi sắc nhờ KĐT Tràng Cát.** Dự án KĐT Tràng Cát (Hải Phòng) đã được Thủ tướng chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư trong tháng 1/2025, nâng tổng vốn đầu tư từ 6,3 nghìn tỷ đồng lên hơn 69 nghìn tỷ đồng với quy mô 585 ha. Đây sẽ là đại dự án đóng góp lớn vào KQKD cho KBC, dự kiến có thể ghi nhận doanh thu từ cuối năm 2026.

- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của KBC năm 2025F lần lượt ở mức **5.035 tỷ (+81,4% svck) và 1.554 tỷ (+265% svck).** EPS 2025F đạt 1.528 đ/cp và BVPS 2025F đạt 25.950 đ/cp tương đương với P/E và P/B 2025F đạt 19,7x & 1,2x tại giá hiện tại.
- Với triển vọng của KBC, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **33.100 đ/cp** và triển vọng tăng giá 9,2%.
- **Rủi ro**
  - ✓ Tiến độ triển khai các dự án bất động sản chậm hơn kỳ vọng.
  - ✓ Chi phí đền bù GPMB tăng mạnh do tác động của các bộ luật bất động sản mới.
  - ✓ Dòng vốn FDI chậm lại ảnh hưởng đến diện tích cho thuê đất KCN.
- **Cơ hội**
  - ✓ Diện tích cho thuê, giá cho thuê cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng.
  - ✓ Các dự án có thể được thúc đẩy tiến độ nhanh hơn dự kiến.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của KBC

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5.618	2.776	5.035	9.027
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	491,3%	-50,6%	81,4%	79,3%
Lợi nhuận gộp	3.695	1.283	3.213	5.387
Biên lợi nhuận gộp (%)	65,8%	46,2%	63,8%	59,7%
Doanh thu tài chính	426	451	657	800
Chi phí tài chính	-426	-258	-596	-622
Chi phí bán hàng	-354	-98	-302	-632
Chi phí QLDN	-458	-529	-685	-1.174
Lợi nhuận từ HĐKD	2.874	907	2.286	3.759
Lãi/Lỗ khác	17	-143	-68	-147
Lợi nhuận trước thuế	2.891	764	2.218	3.612
LNST cổ đông Công ty mẹ	2.031	426	1.554	2.565
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	40,0%	16,6%	33,3%	30,7%
EPS (đồng/cp)	2.646	555	1.528	2.520
BPVS (đồng/cp)	23.679	24.234	25.950	28.470

Nguồn: KBC, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

- **KQKD Q4/2024 tiếp tục kém khả quan do diện tích cho thuê đất KCN ở mức thấp.**
  - Cụ thể, doanh thu thuần Q4/2024 của KBC đạt 781 tỷ đồng (-5% svck và -18% QoQ), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 75 tỷ đồng (-29% svck và -62% QoQ). KQKD kém tích cực trong quý của KBC chủ yếu đến từ việc diện tích cho thuê đất KCN vẫn ở mức thấp. Trong Q4/2024, KBC bàn giao diện tích đất cho thuê khoảng 3,4 ha tại KCN Tân Phú Trung (1,4 ha) và KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) (gần 2 ha). Doanh thu của mảng cho thuê đất KCN đạt 78 tỷ đồng (-88% svck). Doanh thu mảng BĐS dân dụng trong kỳ có sự khởi sắc khi đạt 488 tỷ (gấp 19,1 lần svck) chủ yếu đến từ bàn giao tại dự án nhà ở xã hội (NOXH) thị trấn Nếnh (Bắc Giang). Các hoạt động khác có doanh thu tương đối ổn định svck, bên cạnh khoản doanh thu mới từ bán nhà xưởng 56 tỷ trong Q4/2024.
  - Doanh thu tài chính của KBC cũng tăng mạnh trong Q4/2024 lên mức 158 tỷ đồng (+108% svck) do khoản lãi tiền gửi, cho vay và hợp tác kinh doanh tăng mạnh. Chi phí tài chính cũng giảm về mức 65 tỷ đồng (-35% svck) do chi phí lãi vay giảm. Chi phí QLDN tăng mạnh 97% svck, đạt 190 tỷ. Chi phí khác cũng tăng mạnh trong kỳ khi đạt 176 tỷ do phát sinh tiền phạt thanh lý hợp đồng, phạt chậm nộp thuế.
  - Thu nhập từ công ty liên kết của KBC trong Q4/2024 ghi nhận sự thay đổi tích cực với khoản lãi 71 tỷ đồng từ công ty liên kết so với các khoản lỗ liên tục từ Q3/2023. Đóng góp lớn nhất là khoản lãi từ công ty CTCP Công nghệ Viễn thông Sài Gòn (SGT) – nhờ việc ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN Đại Đồng Hoàn Sơn (Tiên Du, Bắc Ninh).

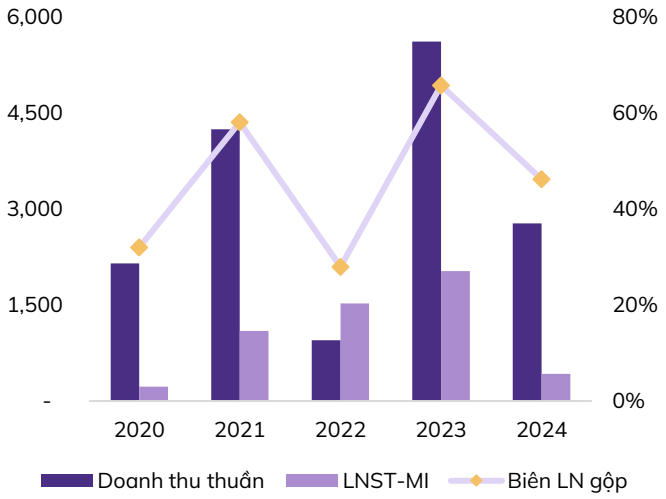
KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4/2024 VÀ CẢ NĂM 2024

Chỉ tiêu	4Q2023	4Q2024	%YoY	2023	2024	%YoY
Doanh thu thuần	821	781	-4,8%	5.618	2.776	-50,6%
Lợi nhuận gộp	386	385	-0,2%	3.695	1.283	-65,3%
Biên LN gộp (%)	47,0%	49,3%		65,8%	46,2%	
Chi phí BH & QLDN	(141)	(215)	52,5%	(813)	(627)	-22,9%
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT (%)	17,2%	27,5%		14,5%	22,6%	
Doanh thu tài chính	75,8	158	108,0%	426	451	5,9%
Chi phí tài chính	(100)	(65)	-35,3%	(426)	(258)	-39,4%
Chi phí lãi vay	(97)	(84)	-13,1%	(380)	(268)	-29,4%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	213	335	57,0%	2.874	907	-68,4%
Lợi nhuận trước thuế	239	164	-31,5%	2.891	764	-73,6%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	105,2	74,6	-29,1%	2.031	426	-79,0%
Biên LN ròng (%)	12,8%	9,5%		36,1%	15,4%	

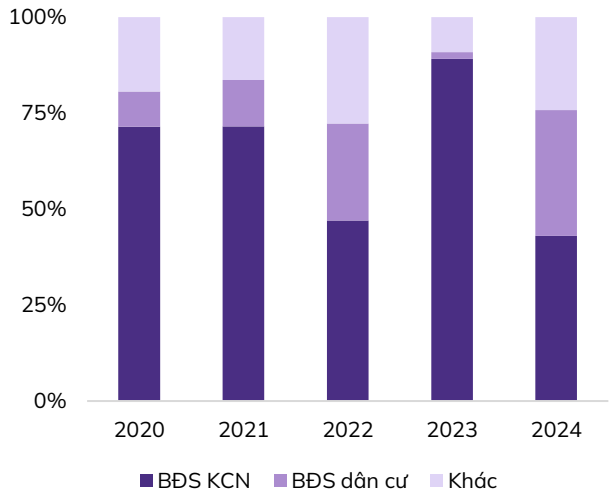
Nguồn: KBC, ABS Research

- **Lũy kế cả năm 2024, KQKD giảm mạnh so với cùng kỳ.** Doanh thu thuần của KBC năm 2024 đạt 2,8 nghìn tỷ đồng (-51% svck), LNST của Cổ đông Công ty mẹ đạt 426 tỷ đồng (-79% svck), chỉ hoàn thành 31% kế hoạch doanh thu và 11% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Nguyên nhân chính của sự sụt giảm này đến từ tác động của mảng BĐS KCN.
  - **Mảng BĐS KCN** khi diện tích đất cho thuê bàn giao trong năm 2024 chỉ đạt 33 ha (-78% svck). Doanh thu cho thuê đất KCN năm 2024 đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (-77% svck) tập trung tại các KCN: NSHL (19,4 ha), Quang Châu (12 ha), Tân Phú Trung (1,4 ha). Doanh số cho thuê đất mới trong năm 2024 đạt khoảng 17 ha, tập trung tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh.
  - **Mảng BĐS dân cư** ghi nhận doanh thu tăng mạnh lên mức 910 tỷ đồng (gấp gần 9 lần svck). Dự án NOXH tại Thị trấn Nếnh (Bắc Giang) quy mô 12,6 ha với tổng cộng 7.000 căn, bắt đầu mở bán từ tháng 8/2023 và được bàn giao trong năm 2024 đã đóng góp chính cho sự tăng trưởng vượt bậc trong năm 2024 của mảng BĐS dân cư.

KQKD của KBC giai đoạn 2020 – 2024 (tỷ VND)



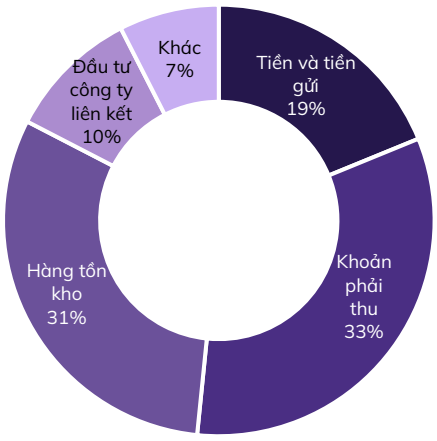
Cơ cấu doanh thu của KBC giai đoạn 2020 – 2024



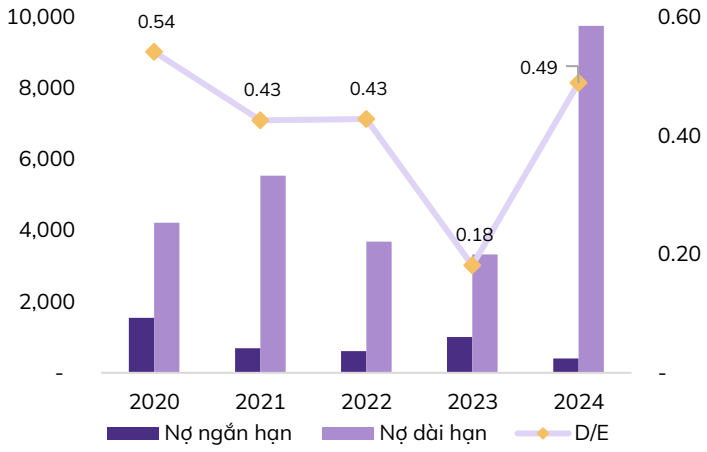
Nguồn: KBC, ABS Research

- **Lượng tiền và các khoản phải thu khác tăng mạnh.** Giá trị tiền (bao gồm tiền mặt và tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn) tại thời điểm 31/12/2024 tăng mạnh lên mức 8,4 nghìn tỷ đồng, gấp 3,1 lần so với cuối năm 2023 (tương đương tăng 5,7 nghìn tỷ đồng). Do áp lực từ dòng tiền kinh doanh thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ, nhu cầu về vốn lớn để phát triển các dự án BĐS đang triển khai, KBC đã gia tăng đáng kể nợ vay (phân tích bên dưới) trong kỳ, theo đó làm số dư tiền cuối năm tăng. Ngoài ra, số dư tiền cuối năm ở mức lớn còn đến từ khoản nhận đặt cọc gần 5,7 nghìn tỷ đồng từ CTCP Du lịch Sài Gòn – Hàm Tân (công ty có liên quan) để đảm bảo thực hiện hợp đồng dịch vụ môi giới BĐS tại dự án KĐT Tràng Cát. Các khoản phải thu của KBC cũng tăng mạnh trong năm 2024, chủ yếu đến từ (i) gia tăng các khoản cho vay, (ii) phải thu khác tăng từ ứng trước tiền bồi thường, hỗ trợ và tái định cư dự án KCN Long Giang (Đức Hòa, Long An) 999 tỷ, đặt cọc nhận chuyển nhượng nhà xưởng tại KCN Quế Võ, Tràng Duệ, tham gia các hợp đồng hợp tác kinh doanh,... Hàng tồn kho cuối năm 2024 là gần 13,9 nghìn tỷ đồng (+13,5% so với cuối 2023), gia tăng chủ yếu tại các dự án như KĐT Tràng Cát (Hải Phòng), NOXH thị trấn Nếnh (Bắc Giang), Cụm công nghiệp tại Hưng Yên: Kim Động – Đặng Lễ - Chính Nghĩa.
- **Nợ vay tăng mạnh**. Tại thời điểm cuối năm 2024, giá trị nợ vay của KBC ở mức 10,1 nghìn tỷ đồng, gấp 2,8 lần so với thời điểm cuối năm 2023 (tương đương tăng 6,4 nghìn tỷ đồng), chủ yếu là vay dài hạn với dư nợ là 9,7 nghìn tỷ đồng để phục vụ cho việc phát triển các dự án của KBC. Bên cạnh sự gia tăng mạnh của các khoản vay ngân hàng trong cơ cấu vay dài hạn của KBC, doanh nghiệp còn phát hành lô trái phiếu 1.000 tỷ, đáo hạn vào tháng 8/2026 với TSĐB là cổ phiếu CTCP KCN Sài Gòn – Hải Phòng (công ty con). Hệ số D/E cuối năm 2024 tăng mạnh lên mức 0,49 lần (so với mức 0,18 lần cuối năm 2023).

Cơ cấu tài sản của KBC tại 31/12/2024



Cơ cấu nợ vay của KBC 2020 – 2024



Nguồn: KBC, ABS Research

Triển vọng kinh doanh

- **KCN Tràng Duệ 3 được phê duyệt chủ trương đầu tư giúp gia tăng diện tích đất cho thuê trong năm 2025.** KBC hiện tại đang cho thuê tại 3 KCN bao gồm Tân Phú Trung, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quang Châu MR (đã lấp đầy trong năm 2024) và với diện tích thương phẩm sẵn sàng cho thuê còn lại ở mức tương đối thấp, khoảng hơn 100 ha, tỷ lệ lấp đầy trung bình đã đạt trên 70%. Điều này cũng là một trong những nguyên nhân tác động đến KQKD kém tích cực trong năm 2024 khi quỹ đất sẵn sàng cho thuê ở mức thấp.

Các KCN đang vận hành của KBC đến cuối năm 2024

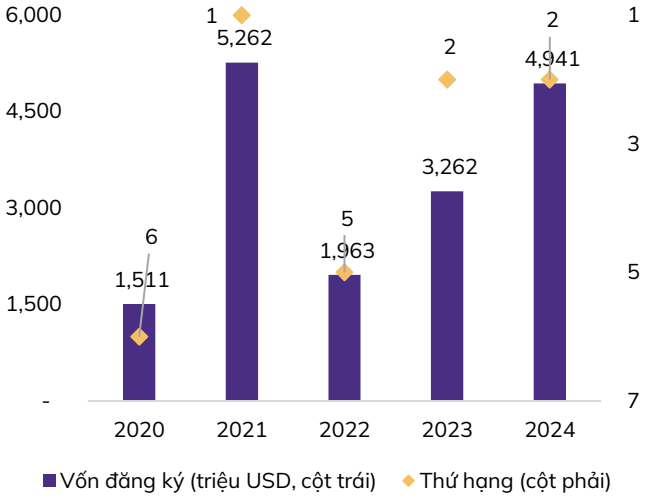
KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Tổng DT (ha)	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Diện tích còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Giá thuê trung bình (USD/m2)	Tình trạng dự án
Dự án đã lấp đầy								
Quế Võ 1	Bắc Ninh	100%	311	192	0	100%		
Quế Võ 2	Bắc Ninh	100%	300	173	0	100%		
Quang Châu	Bắc Giang	89%	426	307	0	100%		
Tràng Duệ 1	Hải Phòng	89%	188	129	0	100%		
Tràng Duệ 2	Hải Phòng	89%	214	133	0	100%		
Quang Châu MR	Bắc Giang	89%	90	89	0	100%		Đã lấp đầy trong năm 2024
Dự án đang kinh doanh								
Tân Phú Trung	TP.HCM	73%	542	346	84	76%	200	Còn khoảng 30 ha chưa hoàn thành GPMB
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	100%	300	204	82	60%	155	Còn khoảng hơn 20 ha đang GPMB. Đã ký MOU 70 ha, bao gồm: Goertek (30 ha), Luxshare (45 ha)

Nguồn: KBC, ABS Research

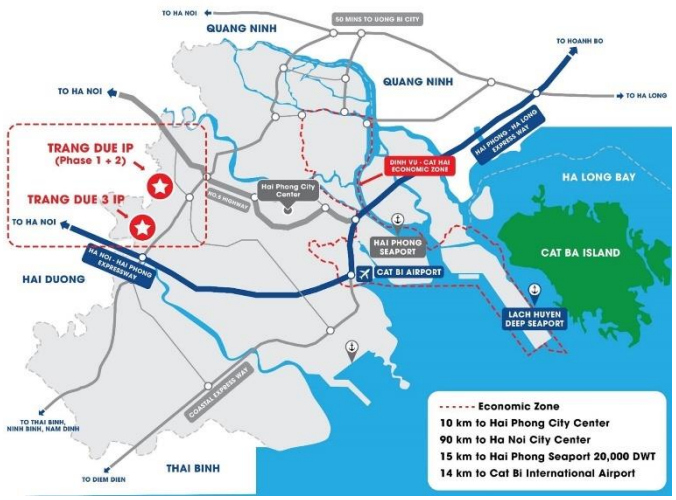
KCN Tràng Duệ 3 – một trong những dự án trọng điểm được KBC tập trung triển khai, có vị trí thuộc Khu Kinh tế Đình Vũ Cát Hải, huyện An Lão, TP Hải Phòng với quy mô 653 ha, liền kề với các KCN Tràng Duệ 1 và Tràng Duệ 2. Theo quy hoạch, KCN Tràng Duệ 3 có diện tích đất thương phẩm cho thuê là 426 ha với tổng vốn đầu tư gần 8,1 nghìn tỷ đồng. Tháng 1/2025 đã đánh dấu bước ngoặt pháp lý quan trọng khi KCN Tràng Duệ 3 chính thức được phê duyệt chủ trương đầu tư, sau khi được phê duyệt quy hoạch 1/2000 vào tháng 11/2023.

Dự án hiện tại đang được thực hiện xây dựng các hạ tầng cơ bản, đã hoàn thành GPMB 200 ha, trong đó có 140 ha đất thương phẩm. Với vị trí thuận lợi trong giao thương quốc tế và dòng vốn FDI tích cực chảy vào Việt Nam cùng chính sách ưu đãi thuế áp dụng trong Khu kinh tế (miễn thuế 4 năm đầu tiên kể từ khi có thu nhập chịu thuế, giảm 50% trong 9 năm tiếp theo, thuế suất ưu đãi 10% trong 15 năm đầu), dự kiến KCN Tràng Duệ 3 sẽ nhanh chóng thu hút các nhà đầu tư nước ngoài. Tập đoàn LG và Heesung (Hàn Quốc) đã lần lượt điều chỉnh tăng vốn đầu tư tại Hải Phòng thêm 1 tỷ USD và 125 triệu USD tại trong tháng 11/2024, sẵn sàng để mở rộng diện tích thuê đất tại KCN Tràng Duệ 3. Chúng tôi cho rằng Tràng Duệ 3 sẽ nằm trong nhóm chính đóng góp vào doanh thu cho thuê đất KCN năm 2025 với diện tích bàn giao khoảng 30ha (đã ký MOU cho thuê khoảng 50 ha), ước tính giá cho thuê 150 USD/m2/kỳ thuê.

Hải Phòng luôn nằm trong nhóm đầu thu hút FDI



Vị trí thuận lợi của KCN Tràng Duệ 3



Nguồn: KBC, MPI, ABS Research

- **Quỹ đất KCN tiềm năng lớn khi tích cực được mở rộng.** KBC là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu cả nước nước với nhiều KCN ở những địa phương có vốn đầu tư nước ngoài lớn, đặc biệt ở khu vực phía Bắc. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng tích cực trong việc mở rộng quỹ đất về các tỉnh thành phía Nam như loạt dự án tại Long An: KCN Tân Tập & Nam Tân Tập (Cần Giuộc, Long An), Lộc Giang (Đức Hòa, Long An), Cụm công nghiệp (CCN) Phước Vĩnh Đông 2 & 4 (Cần Giuộc, Long An); bên cạnh các dự án mới phía Bắc như KCN Tràng Duệ 3 (đã đề cập ở trên) hay CCN Hưng Yên, KCN Kim Thành 2 (Hải Dương, cũng mới được phê duyệt trong đầu năm 2025). Đây sẽ là các dự án gối đầu mang lại KQKD tích cực trong dài hạn cho KBC với đánh giá triển vọng ngành BĐS KCN sẽ tiếp tục tích cực trong nhiệm kỳ thứ 2 của Tổng thống Mỹ Donald Trump cùng những rủi ro thuế quan được chúng tôi phân tích đầy đủ tại *Báo cáo triển vọng ngành BĐS KCN trong năm 2025.*

Các KCN đang được phát triển của KBC

KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Tình trạng dự án
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	89%	426	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư trong tháng 1/2025. Đã GPMB khoảng 200 ha.
Kim Thành 2	Hải Dương	94%	235	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư trong tháng 1/2025. Đang thực hiện GĐ1 (234,6 ha)
CCN Hưng Yên *Chính Nghĩa - Đặng Lễ - Kim Động*	Hưng Yên	94%	250	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB hơn 100ha và ký MOU cho thuê khoảng 45 ha.
Lộc Giang	Long An	72%	327	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB hơn 110 ha
Tân Tập		57%	461	0%	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/5000, đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý và GPMB
Nam Tân Tập		38%	245	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB hơn 105 ha
CCN Phước Vĩnh Đông 1		100%	35	0%	Đã được phê duyệt 1/500. Đang trong quá trình xin cấp phép chủ trương đầu tư và thực hiện GPMB
CCN Phước Vĩnh Đông 2		89%	31	0%	
CCN Phước Vĩnh Đông 4		73%	36	0%	
CCN Tân Tập		89%	42	0%	

Nguồn: KBC, ABS Research

- **Mảng BĐS dân cư dự kiến tiếp tục khởi sắc nhờ KĐT Tràng Cát.** KĐT Tràng Cát – đại dự án của KBC với quy mô 585 ha nằm tại khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải (Hải Phòng), cách Sân bay Quốc tế Cát Bi khoảng 10 km, tiếp giáp với đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng. Dự án này cũng đã có bước ngoặt pháp lý quan trọng trong tháng 1/2025 khi được Thủ tướng chấp

thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư. Theo đó, quy mô dân số của dự án được tăng hơn gấp đôi, lên 90.110 người. Tổng vốn đầu tư của dự án cũng tăng từ 6,3 nghìn tỷ đồng lên hơn 69 nghìn tỷ đồng, tương đương gần 2,7 tỷ USD. Theo quy hoạch, khu đô thị này sẽ có hơn 25.800 sản phẩm khi hoàn thành. Trong đó, dự án gồm 8.655 lô nhà ở thấp tầng liền kề, 3.256 lô biệt thự, 7.178 căn chung cư và hơn 5.940 nhà ở xã hội. Tiền sử dụng đất mới của dự án này khoảng 17,8 nghìn tỷ đồng, tăng 6,9 nghìn tỷ so với trước khi điều chỉnh quy hoạch dự án. Đến hết năm 2024, KBC đã đầu tư khoảng 8,5 nghìn tỷ, chủ yếu bao gồm tiền sử dụng đất và chi phí GPMB. Doanh nghiệp dự kiến sẽ hoàn thiện các thủ tục pháp lý cho dự án trong năm 2025 đến Q1/2026, tiếp đó thực hiện xây dựng hạ tầng trong giai đoạn 2026 – 2028. Các công trình tại khu đô thị được xây dựng từ năm 2029 đến hết Q2/2032. Chúng tôi cho rằng, doanh nghiệp có thể mở bán KĐT Tràng Cát trong năm 2026. Trước đó, trong Q1/2024, KBC đã nhận đặt cọc 5.650 tỷ từ CTCP Du lịch Sài Gòn Hàm Tân để ký kết đảm bảo việc ký kết và thực hiện hợp đồng dịch vụ môi giới BĐS tại dự án này cũng như gia tăng vay nợ ngân hàng để huy động vốn cho dự án.

Các các dự án BĐS dân cư của KBC

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích (ha)	Tình trạng dự án
Dự án đã mở bán				
KĐT Phúc Ninh	Bắc Ninh	100%	114,5	Dự án có quy mô gần 115 ha với diện tích đất thương phẩm là 44,5 ha. Hiện tại, còn khoảng 27,4 ha đất (trong 44,5 ha đất thương phẩm), KBC vẫn chưa hoàn thành quyết toán tiền sử dụng đất với UBND tỉnh Bắc Ninh. KBC đã bán 12 ha đất thương phẩm tại dự án này, trong đó đã ghi nhận doanh thu với 2,5 ha (tương đương 346 tỷ đồng), còn lại 9,5 ha chưa được ghi nhận doanh thu với giá trị hợp đồng khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng do chưa hoàn thành quyết toán tiền sử dụng đất.
KĐT Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	42,1	Đang chờ tháo gỡ vướng mắc pháp lý để bàn giao ghi nhận doanh thu với 15 căn biệt thự còn lại.
NOXH thị trấn Nếnh	Bắc Giang	76%	12,6	Đã hoàn thành bàn giao, ghi nhận doanh thu cho 5 tòa và đang triển khai xây dựng tiếp 5 tòa. Ghi nhận doanh thu lớn trong năm 2024
Dự án đang trong giai đoạn hoàn thiện				
KĐT Tràng Cát	Hải Phòng	100%	585	Đã GPMB 582 ha, san lấp 120 ha, nộp tiền sử dụng đất 3.500 tỷ đồng, được duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500 vào tháng 10/2023. Được phê duyệt chủ trương đầu tư điều chỉnh vào tháng 1/2025. Dự kiến bắt đầu xây dựng hạ tầng từ 2026.
KDC Tân Phú Trung	TP.HCM	73%	47,7	Đã hoàn thành GPMB, đang trong giai đoạn hoàn thiện pháp lý
Dự án khu ngoại giao đoàn	Hà Nội	100%	2	Đang trong quá trình tìm kiếm đối tác để hợp tác phát triển
Khu tái định cư Lộc Giang	Long An	73%	31	Đang hoàn thiện quy hoạch 1/500
Khu tái định cư Tân Tập	Long An	89%	12	Đang hoàn thiện quy hoạch 1/500
Khu tái định cư CCN Phước Đông 2 & 4	Long An	89%	21	Đang hoàn thiện quy hoạch 1/500

Nguồn: KBC, ABS Research

Dự phóng KQKD

- Mới đây, trong đầu tháng 2/2025, KBC đã công bố kế hoạch kinh doanh cho năm 2025 tương đối tham vọng với doanh thu dự kiến đạt 10 nghìn tỷ đồng, LNST hợp nhất đạt 3,2 nghìn tỷ đồng. KBC dự kiến tổng diện tích cho thuê năm 2025 có thể đạt hơn 200 ha, đến từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Tân Phú Trung, cụm công nghiệp Hưng Yên, KCN Tràng Duệ 3. Đồng thời, ghi nhận doanh thu từ nhà ở xã hội (NOXH) thị trấn Nếnh, NOXH khu đô thị Tràng Duệ và tiếp tục xây dựng các tòa NOXH tại 2 dự án. Chúng tôi đánh giá đây là kế hoạch kinh doanh tương đối tham vọng của KBC, doanh nghiệp thường đặt mục tiêu kinh doanh ở mức cao hơn so với kết quả thực tế đạt được. Chúng tôi dự phóng KQKD giai đoạn 2025 – 2026 của KBC như bên dưới.

- **Dựa trên một số giả định chính:**
  - ✓ Trong năm 2025, sau khi được chấp thuận chủ trương đầu tư tại dự án trọng điểm Tràng Duệ 3, chúng tôi cho rằng KBC có thể ghi nhận doanh thu từ việc bàn giao 30 ha đất cho thuê từ KCN này. Bên cạnh đó, chúng tôi ước tính diện tích bàn giao tại các KCN khác lần lượt là: Tân Phú Trung (15 ha), Nam Sơn Hạp Lĩnh (40 ha), CCN Hưng Yên (15 ha). Giá cho thuê KCN tiếp tục giữ ở mức cao, với mức tăng giá hàng năm trong dài hạn giả định là 5%. Mảng BĐS dân cư trong năm 2025 vẫn tập trung chính vào bàn giao tại dự án NOXH Nếnh và KĐT Tràng Duệ.
  - ✓ Năm 2026 chúng tôi kỳ vọng KBC có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án KĐT Tràng Cát từ nửa cuối năm giúp cải thiện doanh thu mảng BĐS dân cư bên cạnh ghi nhận trở lại doanh thu tại KĐT Phúc Ninh. Với mảng BĐS KCN, diện tích cho thuê vẫn tập trung chính tại dự án Tràng Duệ 3.
  - ✓ Thực hiện kế hoạch phát hành riêng lẻ 250 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược trong năm 2025. Cụ thể, KBC đã thông qua và đang chờ UBCKNN chấp thuận phương án phát hành riêng lẻ 250 triệu cổ phiếu, tương đương 32,57% số lượng cổ phiếu lưu hành cho 11 nhà đầu tư chuyên nghiệp. Giá bán bằng 80% giá đóng cửa bình quân của 30 phiên giao dịch liền trước ngày UBCKNN có công văn chấp thuận, nhưng không thấp hơn 16.200 đồng/cp. Thời gian chào bán dự kiến trong Q1 – Q3/2025 sau khi được chấp thuận. Chúng tôi ước tính số tiền thu được sau phát hành của công ty là 6.250 (tương ứng với kịch bản tích cực – mức giá phát hành 25.000/cp). Số tiền thu được sẽ dùng cho tái cơ cấu khoản nợ vay và bổ sung vốn lưu động cho công ty.

- Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2025 của KBC lần lượt là **5.035 tỷ (+81,4% svck) và 1.554 tỷ (+265% svck)**. Năm 2026, doanh thu thuần dự kiến đạt **9.027 tỷ đồng (+79,3% svck)** và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt **2.565 tỷ đồng (+65,0% svck)**. EPS 2025F & 2026F dự kiến đạt 1.528 đồng/cp & 2.520 đồng/cp, BVPS 2025F & 2026F dự kiến đạt 25.950 đồng/cp & 28.470 đồng/cp, tương ứng 2025F P/E và P/B đạt 19,8x lần & 1,2x lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2026F P/E và P/B đạt 12,1x lần và 1,1x lần.

Định giá và khuyến nghị

- Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu KBC phương pháp **định giá lại tài sản RNAV.**

Phương pháp định giá RNAV:

Chỉ tiêu	Giá trị hợp lý (tỷ)
BĐS KCN	12.536
BĐS dân cư	17.963
Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn	9.129
Đầu tư vào công ty liên kết	4.859
Nợ vay	(10.836)
Giá trị VCSH sau khi định giá lại	33.652
Số lượng cổ phiếu lưu hành (sau khi phát hành riêng lẻ)	1.017.604.759
Giá trị cổ phiếu	33.070

Nguồn: ABS Research

- Theo phương pháp RNAV, giá cổ phiếu KBCđược xác định là **33.100 đồng/cp.**

Như vậy, giá cổ phiếu KBC hợp lý ở mức **33.100 đồng/cp** tương ứng tiềm năng tăng 9,2% so với giá hiện tại. Do đó chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu KBC.

Rủi ro giảm giá

✓ Tiến độ triển khai các dự án bất động sản chậm hơn kỳ vọng.

✓ Chi phí đền bù GPMB tăng mạnh do tác động của các bộ luật bất động sản mới.

✓ Dòng vốn FDI chậm lại ảnh hưởng đến diện tích cho thuê đất KCN.

Cơ hội tăng giá

✓ Diện tích cho thuê, giá cho thuê cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng.

✓ Các dự án có thể được thúc đẩy tiến độ nhanh hơn dự kiến.

PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ CÁC CHỈ SỐ CHÍNH CỦA KBC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**5.618**	**2.776**	**5.035**	**9.027**
Giá vốn hàng bán	(1.923)	(1.492)	(1.822)	(3.640)
Lợi nhuận gộp	**3.695**	**1.283**	**3.213**	**5.387**
Doanh thu tài chính	426	451	657	800
Chi phí tài chính	(426)	(258)	(596)	(622)
Chi phí bán hàng	(354)	(98)	(302)	(632)
Chi phí QLDN	(458)	(529)	(685)	(1.174)
Lợi nhuận từ HĐKD	**2.874**	**907**	**2.286**	**3.759**
Lãi/lỗ khác	16.8	(143.3)	(67.8)	(146.7)
Lợi nhuận trước thuế	2.891	764	2.218	3.612
Lợi nhuận sau thuế	**2.245**	**460**	**1.678**	**2.768**
LNST cổ đông Công ty mẹ	**2.031**	**426**	**1.554**	**2.565**

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
LCT thuần từ HĐKD	3.002	731	(6.218)	1.060
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	153	(1.386)	(50)	(100)
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	(3.997)	6.380	6.973	(462)
LCT thuần trong kỳ	**(842)**	**5.725**	**705**	**498**
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1.683	841	6.566	7.271
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	**841**	**6.566**	**7.271**	**7.770**

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	3,80	4,64	4,70	4,55
Khả năng thanh toán nhanh	1,88	2,70	2,78	2,63
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,41	1,14	1,13	1,07
Khả năng thanh toán lãi vay	8,61	3,85	4,72	6,80
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,60	0,46	0,59	0,61
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,40	0,54	0,41	0,39
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,18	0,49	0,38	0,33
Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	51,09	84,56	106,99	95,03
Số ngày phải trả	84,39	117,96	122,27	89,47
Số ngày tồn kho	2.330	3.190	2.885	1.570
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	65,8%	46,2%	63,8%	59,7%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	52,3%	26,4%	44,2%	39,7%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	40,0%	16,6%	33,3%	30,7%
ROE	11,8%	2,2%	6,8%	9,2%
ROA	6,6%	1,2%	3,6%	5,6%
ROIC	10,3%	2,3%	6,1%	8,0%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	841	6.566	7.271	7.770
+ Đầu tư ngắn hạn	1.864	1.858	1.858	1.858
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	9.663	11.547	13.315	13.988
+ Hàng tồn kho	12.219	13.867	14.943	16.381
+ Tài sản ngắn hạn khác	443	501	606	837
Tài sản ngắn hạn	**25.029**	**34.339**	**37.994**	**40.833**
+ Các khoản phải thu dài hạn	1.532	3.131	3.159	3.340
+ Tài sản cố định	449	408	411	458
+ Bất động sản đầu tư	1.201	1.292	1.163	1.034
+ Tài sản dở dang dài hạn	427	711	711	711
+ Đầu tư dài hạn	4.777	4.859	4.859	4.859
+ Tài sản dài hạn khác	19	26	26	52
Tài sản dài hạn	**8.405**	**10.427**	**10.329**	**10.454**
Tổng Tài sản	**33.434**	**44.765**	**48.323**	**51.287**
+ Vay ngắn hạn	337	368	449	728
+ Phải trả người bán	453	436	692	1.092
+ Nợ ngắn hạn khác	6.241	7.036	7.636	8.253
Nợ ngắn hạn	**6.579**	**7.404**	**8.085**	**8.981**
+ Vay dài hạn	3.322	9.745	10.387	9.646
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	3.313	6.935	1.241	1.282
Nợ dài hạn	**6.635**	**16.680**	**11.628**	**10.928**
Tổng nợ phải trả	**13.213**	**24.084**	**19.713**	**19.910**
+ Vốn cổ phần	7.676	7.676	10.176	10.176
+ Thặng dư vốn cổ phần	2.744	2.744	6.494	6.494
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	7.754	4.319	5.874	8.439
+ Quỹ khác	2.047	5.943	6.066	6.269
Vốn chủ sở hữu	**20.221**	**20.682**	**28.609**	**31.377**
Tổng cộng nguồn vốn	**33.434**	**44.765**	**48.323**	**51.287**

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	491,3%	-50,6%	81,4%	79,3%
Tăng trưởng LNTT	47,4%	-68,5%	172,7%	50,5%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	42,4%	-79,5%	264,8%	65,0%
Tăng trưởng EPS	32,8%	-79,0%	175,2%	65,0%
Tăng trưởng VCSH	13,3%	2,3%	38,3%	9,7%
Tăng trưởng Tổng tài sản	-4,2%	33,9%	7,9%	6,1%

Định giá (lần)	2023	2024	2025F	2026F
P/E	12,00	49,01	19,80	12,00
P/B	1,34	1,12	1,17	1,06
EV/EBITDA	7,44	18,91	8,33	5,64
EV/Sales	4,51	8,13	4,95	2,76
EPS (đồng/cp)	2.646	555	1.528	2.520
BVPS (đồng/cp)	23.679	24.234	25.950	28.470

Nguồn: KBC, ABS Research

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Dầu khí, Điện, Hóa chất

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Nguyễn Xuân Hải - Chuyên viên

Email: hai.nguyenxuan@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng và Dịch vụ công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: duyen.nguyenthiky@abs.vn

Hàng xuất khẩu, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminh@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Kiều Thị Thanh Thư - Chuyên viên

Email: thu.kieuthithanh@abs.vn