

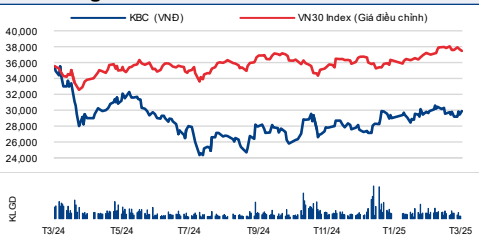
Mua vào

Giá mục tiêu: VND36,400
 Tiềm năng tăng/giảm: 21.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/3/2025)	29,900
Mã Bloomberg	KBC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,350-35,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	29,590
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	22,951
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	898
Slg CP lưu hành (tr.đv)	768
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	376
Slg CP NN được mua (tr.đv)	143
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.6%
Tỷ lệ freefloat	51.1%
Cổ đông lớn	ành Tâm và Gia Đĩnh (24.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-23A	12-24F	12-25F
DT thuần (tỷ đồng)	5,618	2,834	5,964
EBITDA đc (tỷ đồng)	3,026	840	2,378
LNTT (tỷ đồng)	2,891	696	2,207
LNT ĐC (tỷ đồng)	2,039	480	1,459
FCF (tỷ đồng)	874	483	(4,508)
EPS ĐC (đồng)	2,656	625	1,901
DPS (đồng)	-	-	-
BVPS (đồng)	23,633	24,260	26,164
T.trưởng EBITDA (%)	228	(72.2)	183
T.trưởng EPS ĐC (%)	31.0	(76.3)	203
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	53.9	29.6	39.9
Tỷ suất LNTT (%)	51.5	24.6	37.0
Tỷ suất LNT ĐC (%)	36.1	17.0	24.5
Tỷ lệ LN trả CT (%)	-	-	-
Nợ thuần/VCSH (%)	18.9	17.7	38.4
ROAE (%)	11.9	2.62	7.55
ROACE (%)	11.3	2.24	6.29
EV/doanh thu (lần)	4.60	8.94	5.00
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.53	30.2	12.6
P/E ĐC (lần)	11.3	47.9	15.7
P/B (lần)	1.27	1.23	1.14
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

KBC là một trong những doanh nghiệp phát triển KCN lớn nhất Việt Nam với hơn 5.000ha diện tích đất KCN.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung
 Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
 trung.pn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
 Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Dự án Trảng Cát hoàn tất thanh toán tiền sử dụng đất bổ sung

- Vào ngày 31/3/2025, KBC thông báo đã nộp xong 6,9 nghìn tỷ đồng tiền sử dụng đất bổ sung cho dự án Trảng Cát (585ha, Hải Phòng). Thời điểm thanh toán đúng với dự báo của HSC.
- Khoản thanh toán 6,9 nghìn tỷ đồng – cao hơn 40% so với ước tính trước đó của chúng tôi – tương ứng với 72 ha diện tích khu dân cư bổ sung được thêm vào quy hoạch 1/500 điều chỉnh đã được phê duyệt vào cuối năm 2023. Ngân hàng VPBank là đơn vị tài trợ cho khoản thanh toán này.
- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu sau khi chiết khấu so với RNAV là 36.400đ. KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 42% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 39%.

Sự kiện: Dự án Trảng Cát đã nộp tiền sử dụng đất bổ sung

Vào ngày 31/3, dự án khu dân cư Trảng Cát (585ha, Hải Phòng) đã nộp cho thành phố Hải Phòng khoản tiền sử dụng đất bổ sung cho khu dân cư 72 ha được bổ sung trong quy hoạch chi tiết 1/500 đã điều chỉnh (được phê duyệt vào cuối năm 2023).

Lưu ý, dự án Trảng Cát đã được cấp quy hoạch chi tiết 1/500 vào năm 2010 và giấy phép đầu tư vào năm 2012. Ban đầu, dự án có tổng vốn đầu tư dự kiến là 12,3 nghìn tỷ đồng với 124ha đất ở. KBC đã đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng trong giai đoạn 2011–2014, với chi phí đền bù đất đai khoảng 3,5 nghìn tỷ đồng (hiện gần như đã hoàn tất). Đến năm 2020, KBC đã hoàn tất việc thanh toán tiền sử dụng đất với số tiền 3,7 nghìn tỷ đồng cho TP. Hải Phòng. Tại thời điểm cuối Q4/2024, tổng giá trị hàng tồn kho của dự án Trảng Cát là 8,5 nghìn tỷ đồng. Hiện tại, dự án đang tiến hành san lấp mặt bằng cho 100ha.

Để tận dụng tiềm năng phát triển của Trảng Cát, KBC đã điều chỉnh quy hoạch chi tiết 1/500 (được phê duyệt vào năm 2023), theo đó tăng diện tích đất ở thêm 72ha lên tổng cộng 196ha, đồng thời giảm diện tích các loại đất khác. Điều này buộc KBC phải xin giấy phép đầu tư sửa đổi và được cấp vào ngày 16/1/2025. Trảng Cát hiện có vốn đầu tư dự kiến là 69,1 nghìn tỷ đồng và quy mô dân cư dự kiến là 90.110 người, một quy mô đáng kể theo quan điểm của HSC.

Việc thanh toán tiền sử dụng đất bổ sung là bước cuối cùng để hoàn tất các điều chỉnh nói trên. Trong thời gian tới, KBC có thể đẩy nhanh tiến độ xây dựng hạ tầng và bắt đầu bán buôn dự án theo lô lớn. KBC dự kiến sẽ bán buôn theo lô từ 20 ha trở lên với giá bán 28 triệu đồng/m² và ghi nhận doanh thu ngay trong năm nay (người mua tiềm năng chưa được tiết lộ). Tuy nhiên, trong dự báo của mình, HSC cho rằng quá trình thi công hạ tầng và hoàn tất thủ tục pháp lý của thương vụ M&A này sẽ cần thêm thời gian. HSC dự báo thận trọng rằng KBC sẽ bán buôn theo lô 20 ha (với doanh thu dự kiến là 4 nghìn tỷ đồng, dựa trên giả định giá bán là 20 triệu đồng/m²) và ghi nhận khoản doanh thu này trong năm 2026.

Chúng tôi cũng định giá dự án này ở mức 11 nghìn tỷ đồng, chiếm 33% tổng ước tính RNAV cho KBC. Nếu KBC có thể bán buôn dự án trong năm 2025 hoặc với mức giá bán cao hơn so với giá bán mà chúng tôi giả định, điều này sẽ tạo ra tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi.

Duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu sau khi chiết khấu so với RNAV là 36.400đ. KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 42% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 39%.

Trong năm 2024, KBC gặp nhiều thách thức do sự chậm trễ trong các thủ tục pháp lý đối với quỹ đất của mình, khiến diện tích có sẵn để bán và bàn giao giảm, ảnh hưởng đến cả mảng BĐS KCN và mảng BĐS khu dân cư. Tuy nhiên, KBC đã khởi đầu năm 2025 một cách tích cực. Công ty đã nhận được giấy phép đầu tư cho ba dự án quan trọng bao gồm: KCN Trảng Duệ 3 (652ha, Hải Phòng), KCN Kim Thành 2 Giai đoạn 1 (234ha, Hải Dương), và KDC Trảng Cát (585ha, Hải Phòng). Ngoài ra, những tiến triển tích cực trong công tác đền bù đất và hoạt động bán trước tại các dự án KCN lớn khác cũng đang củng cố thêm triển vọng của Công ty. Những diễn biến này đang tạo nền tảng cho KBC bước vào một giai đoạn tăng trưởng mới đầy hứa hẹn bắt đầu từ năm nay.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 31/3.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	957	5,618	2,834	5,964	10,598
Lợi nhuận gộp	268	3,695	1,384	3,178	5,582
Chi phí BH&QL	(505)	(813)	(717)	(978)	(1,173)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	(237)	2,883	667	2,199	4,409
Lãi vay thuần	(18.9)	(6.75)	(4.95)	(7.11)	(43.7)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2,199	(8.09)	1.91	1.91	1.91
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	(225)	23.4	32.4	12.9	(317)
LNTT	1,719	2,891	696	2,207	4,051
Chi phí thuế TNDN	(123)	(646)	(156)	(493)	(905)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(48.4)	(214)	(59.3)	(253)	(280)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,547	2,031	481	1,461	2,865
Lợi nhuận thuần ĐC	(652)	2,039	480	1,459	2,864
EBITDA ĐC	(2,368)	3,026	840	2,378	4,593
EPS (đồng)	2,019	2,646	627	1,903	3,733
EPS ĐC (đồng)	(851)	2,656	625	1,901	3,730
DPS (đồng)	-	-	-	-	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	766	768	768	768	768
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	768	768	768	768	768
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	768	768	768	768	768

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	1,683	786	2,261	1,192	3,019
Đầu tư ngắn hạn	2,442	1,919	7,627	7,627	7,627
Phải thu khách hàng	11,142	9,933	9,070	10,115	13,991
Hàng tồn kho	12,254	12,211	12,682	18,239	20,278
Các tài sản ngắn hạn khác	315	442	442	442	442
Tổng tài sản ngắn hạn	27,837	25,291	32,083	37,616	45,357
TSCĐ hữu hình	359	449	437	421	401
TSCĐ vô hình	0.05	0.23	0.23	0.23	0.23
Bất động sản đầu tư	168	1,201	1,103	1,004	903
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,336	4,375	4,377	4,379	4,381
Tài sản dài hạn khác	2,232	2,104	2,104	2,104	2,104
Tổng tài sản dài hạn	7,095	8,129	8,021	7,908	7,790
Tổng cộng tài sản	34,932	33,420	40,104	45,524	53,147
Nợ ngắn hạn	3,901	337	899	1,580	2,478
Phả trả người bán	607	436	329	632	1,137
Nợ ngắn hạn khác	5,114	4,887	4,887	4,887	4,887
Tổng nợ ngắn hạn	10,638	6,579	7,388	8,274	9,560
Nợ dài hạn	3,738	3,322	3,752	6,509	10,369
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	908	1,130	1,130	1,130	1,130
Nợ dài hạn khác	1,784	2,195	7,099	7,161	6,877
Tổng nợ dài hạn	6,429	6,647	11,981	14,801	18,377
Tổng nợ phải trả	17,067	13,226	19,369	23,075	27,937
Vốn chủ sở hữu	16,086	18,141	18,622	20,083	22,565
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,779	2,053	2,113	2,365	2,646
Tổng vốn chủ sở hữu	17,865	20,194	20,735	22,449	25,211
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,932	33,420	40,104	45,524	53,147
BVPS (đ)	20,956	23,633	24,260	26,164	29,397
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,955	2,873	2,390	6,897	9,827

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	(237)	2,883	667	2,199	4,409
Khấu hao	(67.8)	(135)	(175)	(180)	(186)
Lãi vay thuần	(18.9)	(6.75)	(4.95)	(7.11)	(43.7)
Thuế TNDN đã nộp	(123)	(646)	(156)	(493)	(905)
Thay đổi vốn lưu động	623	(382)	(165)	(6,335)	(5,811)
Khác	(525)	209	32.4	12.9	(317)
LCT thuần từ HKKD	(213)	2,193	548	(4,443)	(2,481)
Đầu tư TS dài hạn	(171)	(1,319)	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Góp vốn & đầu tư	(2,780)	(1,649)	0	0	0
Thanh lý	2,311	3,302	0	0	0
Khác	(564)	4.09	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,204)	338	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Cổ tức trả cho CSH	(0.01)	0	0	0	(384)
Thu từ phát hành CP	335	130	0	0	0
Tăng/giảm nợ	203	(3,532)	991	3,438	4,758
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	537	(3,402)	991	3,438	4,374
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,562	1,683	786	2,261	1,192
LCT thuần trong kỳ	(879)	(871)	1,475	(1,069)	1,827
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,683	812	2,261	1,192	3,019
Dòng tiền tự do	(384)	874	483	(4,508)	(2,546)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	28.0	65.8	48.8	53.3	52.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(247)	53.9	29.6	39.9	43.3
Tỷ suất LNT (%)	162	36.1	17.0	24.5	27.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	7.17	22.3	22.3	22.3	22.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(77.5)	487	(49.6)	110	77.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(257)	228	(72.2)	183	93.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(195)	413	(76.5)	204	96.2
Tăng trưởng EPS (%)	(8.76)	31.0	(76.3)	203	96.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(162)	412	(76.5)	204	96.2
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	13.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	10.2	11.9	2.62	7.55	13.4
ROACE (%)	(0.97)	11.3	2.24	6.29	10.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.03	0.16	0.08	0.14	0.21
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.90	0.76	0.82	(2.02)	(0.56)
Số ngày tồn kho	6,489	2,318	3,193	2,389	1,476
Số ngày phải thu	5,900	1,885	2,284	1,325	1,018
Số ngày phải trả	321	82.8	82.8	82.8	82.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	42.5	18.9	17.7	38.4	46.6
Nợ/tài sản (%)	24.4	12.6	13.9	19.5	25.5
EBIT/lãi vay (lần)	(12.5)	427	135	309	101
Nợ/EBITDA (lần)	(50.4)	1.40	6.60	3.74	2.95
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.62	3.84	4.34	4.55	4.74
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	30.2	4.60	8.94	5.00	3.09
EV/EBITDA ĐC (lần)	(12.2)	8.53	30.2	12.6	7.14
P/E (lần)	14.8	11.3	47.7	15.7	8.01
P/E ĐC (lần)	N/a	11.3	47.9	15.7	8.02
P/B (lần)	1.43	1.27	1.23	1.14	1.02
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	1.67

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
 T: (+84 28) 3823 3299
 F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
 T: (+84 24) 3933 4693
 F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn