

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HSX: KBC)
Vượt qua trở ngại pháp lý trong 2025

- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2024 giảm 64% svck do bàn giao đất chậm;
- Chúng tôi dự phóng LN ròng KBC tăng trở lại 20%/ 30% svck năm 2025-26 nhờ diện tích bàn giao đất cải thiện và giảm áp lực tài chính sau khi tăng vốn;
- Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu KBC nhưng giảm 10% giá mục tiêu xuống còn 35,100 đồng/CP.

Năm 2024 LN ròng giảm mạnh do tiến độ bàn giao đất chậm

Trong 9T24, doanh thu và LN ròng lần lượt giảm 58% và 82% svck, LN ròng chỉ đạt 30% dự phóng. Chúng tôi dự phóng LN năm 2024 sẽ ở mức thấp so với trung bình 5 năm gần nhất. Ở mảng KCN, chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê đất KCN đạt 48 ha giảm 68% svck, qua đó doanh thu ghi nhận giảm 63% svck. Ngược lại, ở mảng BĐS dân cư, doanh thu có thể tăng hơn 6 lần cùng kỳ nhờ bàn giao nhà tại dự án NOXH Nénh và Tràng Duệ, nhưng biên LN thấp. Ngoài ra, công ty không ghi nhận thu nhập bất thường như các năm trước, qua đó chúng tôi dự phóng LN ròng giảm 64% so với mức cao đạt được năm 2023.

LN ròng 2025-26 dự báo tăng 20%/ 30% svck từ mức nền thấp của 2024

Sang năm 2025-26, chúng tôi kỳ vọng dự án KCN Tràng Duệ 3 được phê duyệt chấp thuận chủ trương đầu tư tạo động lực tăng trưởng dài hạn cho công ty. Còn với KĐT Tràng Cát, dự án đã có những bước tiến mới, dần hoàn thiện pháp lý để đưa vào xây dựng, khai thác. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi chưa đưa hai dự án trọng điểm này vào dự phóng. Chúng tôi dự phóng LN ròng có thể đạt 881 tỷ đồng (+20% svck)/ 1,148 tỷ đồng (+30% svck) năm 2025-26 nhờ diện tích bàn giao đất cải thiện hơn và cắt giảm đáng kể chi phí vay nợ sau khi huy động vốn từ phát hành cổ phiếu riêng lẻ.

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 35,100 đồng/CP

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu KBC với giá mục tiêu giảm 10% so với báo cáo trước do kết hợp các yếu tố: (1) pháp lý các dự án KCN và BĐS bị chậm tiến độ, kéo theo LN ròng 2025-26 dự kiến giảm 41%/42% so với báo cáo trước, (2) thay đổi phương pháp định giá dự án Tràng Cát sang DCF (định giá tăng 25.4%), (3) bổ sung phương án phát hành riêng lẻ 250 triệu CP theo kịch bản cơ sở (giá phát hành 22,000 đ/cp). Chúng tôi cho rằng KBC là cơ hội đầu tư có thể xem xét trong thời gian tới với luận điểm đầu tư: (1) Triển vọng ngành BĐS KCN khởi sắc nhờ chiến lược “Trung Quốc +1”, đặc biệt sau khi Donald Trump lên nắm quyền Tổng thống Mỹ (2) Dự án Tràng Duệ 3 và Tràng Cát đang có thể sớm đưa vào kinh doanh (3) Nguồn vốn bổ sung từ phát hành thêm giúp cơ cấu tài chính lành mạnh hơn.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5,618	3,194	3,481	4,082
LN ròng	2,031	734	881	1,148
Tăng trưởng doanh thu thuần	491.3%	-43.1%	9.0%	17.3%
Tăng trưởng LN ròng	33.0%	-63.9%	20.0%	30.3%
Biên LN gộp	65.8%	45.4%	37.8%	40.7%
Biên EBITDA	55.9%	34.8%	40.9%	41.5%
ROAE	11.9%	4.0%	4.0%	4.4%
ROAA	5.9%	1.9%	2.0%	2.4%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,646	956	987	1,128
BVPS (VND/cổ phiếu)	23,679	24,635	24,853	25,981

(Nguồn: KBC, MBS Research)

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND 35,100

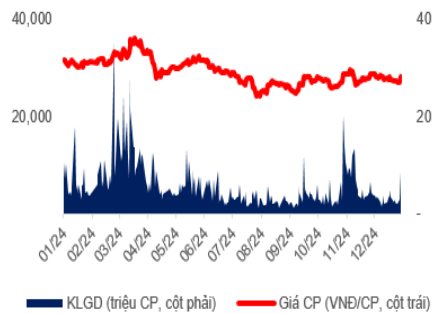
So với giá thị trường

24.4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng LN ròng năm 2024-26 đi 38%/41%/42% so với báo cáo trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	28,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	36,100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,350
Vốn hóa (tỷ VND)	21,723
P/E (TTM)	50.7
P/B	1.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	18.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Đặng Thành Tâm	18.06%
CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	8.11%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>



Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- (1) Triển vọng ngành BĐS KCN khởi sắc nhờ chiến lược “Trung Quốc +1”, đặc biệt sau khi Donald Trump lên nắm quyền Tổng thống Mỹ;
- (2) Dự án Tràng Duệ 3 và Tràng Cát đang được đẩy nhanh tiến độ để sớm đưa vào kinh doanh;
- (3) Kế hoạch phát hành riêng lẻ 250 triệu CP cho cổ đông chiến lược. Nguồn vốn bổ sung giúp cơ cấu tài chính lành mạnh hơn.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu KBC với giá mục tiêu **35,100 đồng/cổ phiếu tại thời điểm cuối năm 2025**, tiềm năng tăng giá 24.4% so với thị giá hiện tại.

Hình 1: Định giá cổ phiếu KBC

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về KBC	Phương pháp	Ghi chú
Khu công nghiệp			5,736		Đối với các dự án KCN, có doanh thu tương đối ổn định, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền với mức chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 15.2%. Các KCN khác tại Long An, Thái Nguyên, Hậu Giang, Hải Phòng vẫn đang trong quá trình xin chủ trương đầu tư hoặc xây dựng quy hoạch nên chúng tôi không đưa vào mô hình định giá.
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	100%	787	787	DCF	
Quang Châu mở rộng	89%	-	-	DCF	
Tân Phú Trung	73%	2,022	1,472	DCF	
Tràng Duệ 3	89%	2,735	2,441	DCF	
CCN Hưng Yên	94%	1,102	1,035	DCF	
Khu dân cư			17,376		Dự án NOXH Nén và Tràng Duệ được đưa vào xây dựng, kinh doanh từ năm 2024 nên chúng tôi áp dụng phương pháp DCF. Dự án Phúc Ninh và Khu Ngoại giao đoàn đang hoàn thiện pháp lý nên chúng tôi áp dụng hệ số 1.3 lần giá trị BV (tương đương P/B trung bình ngành BĐS năm 2025)
Tràng Duệ	89%	3	3	DCF	Đã bao gồm khu NOXH
Tràng Cát	100%	15,266	15,266	DCF	Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF, thay vì phương pháp P/B, ước tính giá trị hợp lý dự án này để phản ánh giá trị khi đưa vào khai thác.
Phúc Ninh	100%	1,452	1,452	P/B	
NOXH Nén	76%	453	344	DCF	
Khu Ngoại giao đoàn	100%	311	311	P/B	
Khác			1,846		
Tổng giá trị tài sản			24,958		

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về KBC	Phương pháp	Ghi chú
(+) Tiền & tương đương tiền			9,750		Giả định KBC phát hành riêng lẻ thành công 250 triệu CP với giá bán 22,000 đồng/CP.
(+) Đầu tư ngắn hạn			2,019		
(+) Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết			4,378		Khoản đầu tư tài chính không đem lại hiệu quả nên chúng tôi áp dụng theo giá trị BV
(+) Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác			406		
(-) Nợ vay			3,616		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			2,136		
Giá trị doanh nghiệp			35,759		
Số lượng cổ phiếu			1,017,604,759		Số lượng cổ phiếu sau khi phát hành riêng lẻ
Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)			35,141		

(Nguồn: KBC, MBS Research)

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)	
						2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Becamex IDC	BCM	70,000	82,500	Khả quan	72,450	40.8	36.3	3.8	2.7	9.4	8.4	3.3	3.6
Kinh Bắc	KBC	28,300	35,100	Khả quan	21,723	36.8	35.7	1.4	1.4	4.0	4.0	1.9	2.0
IDICO	IDC	53,400	55,500	Trung lập	17,622	9.8	9.7	3.2	2.8	34.7	31.2	9.7	9.3
Sonadezi Châu Đức	SZC	41,000	39,300	Trung lập	7,379	22.9	21.3	2.4	2.3	13.4	10.9	4.2	4.0
Trung bình ngành						27.6	25.8	2.7	2.3	15.4	13.6	4.8	4.7

(Nguồn: MBS Research)

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro suy thoái kinh tế khiến nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm sút;
- (2) Rủi ro chậm tiến độ tại các dự án Tràng Duệ 3, Tràng Cát do vấn đề pháp lý và GPMB;
- (3) Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao sau khi Luật Đất đai mới có hiệu lực.

Cập nhật KQKD 9T24

KQKD 9T24 suy giảm đáng kể

Hình 3: Tình hình KQKD 9T24 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q3/24	svck (%)	9T24	svck (%)	So với dự phóng	Đánh giá
Doanh thu	950	284%	1,994	-58%	45%	Q3/24 doanh thu tăng trưởng đột biến trên mức nền thấp cùng kỳ năm 2023. Nhìn chung, trong 9T24, doanh thu giảm 58%, chủ yếu do doanh thu cho thuê đất KCN giảm mạnh.
- KCN	585	2157%	1,117	-76%	35%	Q3/24, diện tích bàn giao đất KCN tại KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh và Quang Châu lần lượt là 12.4 ha và 2 ha, trong khi cùng kỳ không ghi nhận doanh thu cho thuê đất. 9T24, diện tích bàn giao đất đạt 29.7 ha, trong đó KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh là 17.5 ha và KCN Quang Châu là 12.2 ha, thấp hơn nhiều so với 131.8 ha của 9T23.
- BĐS	196	294%	422	432%	66%	Q3/24 doanh thu tăng gấp 4 lần svck nhờ bàn giao nhà tại dự án NOXH Nénh.
- Phí DV	116	7%	311	11%	77%	
Biên LNG	38%	-7 điểm %	45%	-24 điểm %	-11 điểm %	
- KCN	40%	N/A	53%	-19 điểm %	-10 điểm %	Biên LNG giảm do tăng chi phí vốn tại các KCN
- BĐS	12%	-7 điểm %	12%	-23 điểm %	-11 điểm %	Biên LNG dự án NOXH thấp hơn nhiều so với loại hình BĐS khác
- Phí DV	71%	0 điểm %	59%	0 điểm %	3 điểm %	
Chi phí bán hàng	21	188%	73	-76%	37%	
Chi phí QLDN	111	63%	339	-6%	96%	
Chi phí quản trị & bán hàng	132	75%	412	-39%	75%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	14%	-17 điểm %	21%	7 điểm %	8 điểm %	
Doanh thu tài chính	116	101%	294	-16%	84%	9T24 doanh thu tài chính thấp hơn do không còn lãi chuyển nhượng công ty con.
Chi phí tài chính	85	119%	193	-41%	34%	Chi phí tài chính giảm do chi phí lãi vay giảm 35% svck.
LNTT	250	431%	600	-77%	35%	
Thuế TNDN	49	71%	203	-64%	60%	
LN ròng	196	4048%	352	-82%	30%	Q3/24, LN ròng tăng đột biến trên mức nền thấp cùng kỳ năm ngoái. 9T24, LN ròng giảm 82% svck, mới chỉ đạt 30% so với dự phóng của chúng tôi.

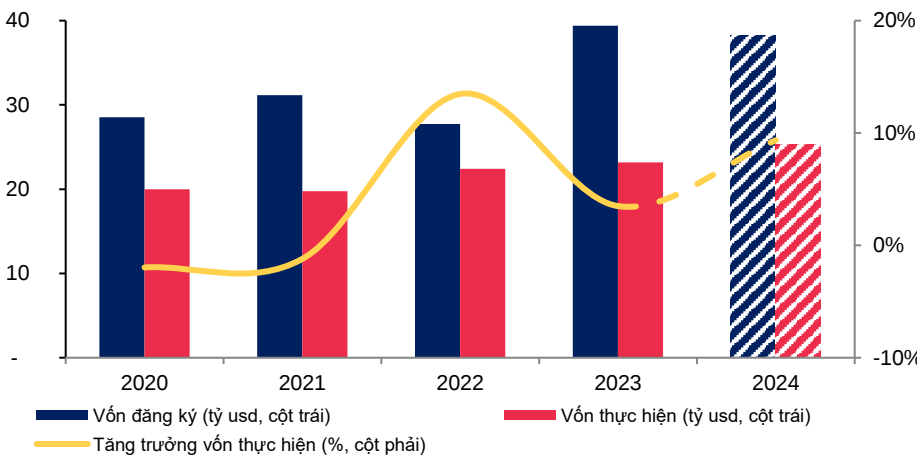
(Nguồn: KBC, MBS Research)

Mảng KCN: Chúng tôi kỳ vọng KCN Trảng Duệ 3 được phê duyệt trong năm 2025

Tăng trưởng vốn FDI có dấu hiệu chậm lại

Năm 2024, vốn FDI đăng ký đạt 38.2 tỷ USD (-3.0% svck) và vốn FDI giải ngân đạt 25.3 tỷ USD (+9.4% svck). Đây là mức tăng trưởng tốt trong bối cảnh kinh tế thế giới khó khăn khi nhiều quốc gia thắt chặt chính sách tiền tệ. Tuy nhiên chúng tôi quan sát thấy dòng vốn chảy vào có dấu hiệu chậm lại khi các doanh nghiệp nước ngoài chờ đợi chính sách mới dưới thời Tổng thống Mỹ Trump và chính sách hỗ trợ đầu tư của Chính Phủ Việt Nam.

Hình 4: Dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam từ năm 2020



(Nguồn: Bộ Kế hoạch – Đầu tư, MBS Research)

Chính sách hỗ trợ đầu tư mới thúc đẩy thu hút vốn vào lĩnh vực công nghệ cao

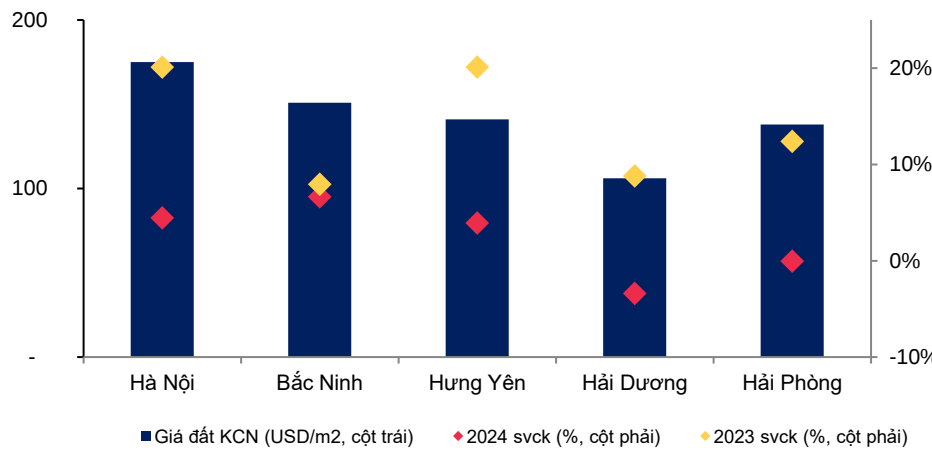
Chính phủ đã ban hành Nghị định 182/2024/NĐ-CP ngày 31/12/2024 về thành lập, quản lý và sử dụng Quỹ Hỗ trợ đầu tư. Quỹ được thành lập để hỗ trợ cho doanh nghiệp chịu tác động của chính sách thuế tối thiểu toàn cầu trong lĩnh vực đầu tư công nghệ cao (chất bán dẫn, chip, AI,...). Theo đó, các doanh nghiệp đầu tư hoặc có dự án đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao sẽ được hưởng hỗ trợ chi phí đào tạo nhân lực, chi phí nghiên cứu, chi phí đầu tư TSCĐ, chi phí sản xuất sản phẩm và chi phí đầu tư công trình hạ tầng xã hội. Thời gian nhận hỗ trợ đầu tư là 5 năm. Chúng tôi cho rằng chính sách này giúp Việt Nam tăng cạnh tranh thu hút vốn đầu tư FDI khi áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu, nhưng phạm vi hẹp chỉ áp dụng cho lĩnh vực công nghệ cao, thời gian hỗ trợ ngắn so với chu kỳ hoạt động của dự án.

Đà tăng giá cho thuê đất KCN tại thị trường phía Bắc chững lại

Theo Cushman&Wakefield (CW), tính tới Q3/24, giá cho thuê sơ cấp tại thị trường phía Bắc chỉ tăng nhẹ 5.7% svck, trong khi cùng kỳ năm trước tăng trưởng 10.2% svck. Chúng tôi nhận thấy đà tăng giá đất KCN có xu hướng chậm lại. Giá cho thuê đất KCN tại Hà Nội và Hưng Yên chỉ tăng 4% trong 2024 trong khi cùng kỳ tăng 20%. Tại Bắc Ninh, giá cho thuê đất KCN duy trì đà tăng ở mức 7-8% svck. Trong khi đó, giá tại Hải Phòng đi ngang và tại Hải Dương giảm svck. Nguyên nhân do nhu cầu thuê đất năm 2024 có dấu hiệu chững lại

khi vốn đăng ký FDI giảm 3% svck. Chúng tôi cho rằng giá cho thuê đất KCN sẽ tăng chậm hoặc đi ngang trong năm 2025, nhưng trong dài hạn giá đất KCN vẫn giữ đà tăng trưởng trung bình 5-9%/năm tùy thuộc từng dự án.

Hình 5: Giá đất KCN tại thị trường phía Bắc tăng chậm lại



(Nguồn: CW, MBS Research)

Tiến độ bàn giao đất chậm tại các KCN hiện hữu

Hình 6: Dự án KCN đang kinh doanh

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng DT (ha)	DT thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	2024			2025			2026		
					Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu
Dự án đã lấp đầy													
Quế Võ 1	100%	300	171	100%									
Quế Võ 2	100%	311	192	100%									
Tràng Duệ 1	89%	188	129	100%									
Tràng Duệ 2	89%	214	133	100%									
Quang Châu	89%	426	307	100%									
Dự án đang triển khai													
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	100%	300	204	59%	146	25	996	156	20	870	167	20	949
Quang Châu mở rộng	89%	90	67	95%	130	16	546	137	0	0	143	0	0
Tân Phú Trung	73%	543	347	68%	182	8	365	191	5	261	201	10	559
Tràng Duệ 3	89%	687	456	0%									
CCN Hưng Yên	94%	225	151	0%									

(Nguồn: KBC, MBS Research)

Hiện KBC đang vận hành ba KCN gồm KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Quang Châu và Quang Châu mở rộng và KCN Tân Phú Trung. Tổng diện tích đất quy hoạch là 930 ha, diện tích đất thương phẩm là 618 ha, diện tích đất thương phẩm còn lại tính đến cuối Q3/24 khoảng 170 ha.

- ✓ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh tại tỉnh Bắc Ninh: Diện tích đất quy hoạch là 300 ha, diện tích đất thương phẩm là 204 ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 58.5% sau 4 năm đưa vào khai thác. Giá cho thuê tại dự án vào khoảng 140-150 USD/m2. Tại Bắc Ninh, diện tích đất dành cho phát triển KCN không còn nhiều, trong khi nhu cầu của các nhà đầu tư không ngừng tăng lên, đặc biệt là các nhà đầu tư đến từ Hàn Quốc. Đây là một trung tâm công nghiệp chiến lược ở phía Bắc tập trung vào sản xuất công

nghe cao. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ lấp đầy trong 3-4 năm tới, giá cho thuê tăng trưởng trung bình 7%/năm.

- ✓ KCN Quang Châu mở rộng có diện tích 90 ha, diện tích đất thương phẩm là 67.4 ha. Dự án đạt tỷ lệ lấp đầy gần 95% tới cuối Q3/24. Chúng tôi kỳ vọng công ty bàn giao nốt phần diện tích còn lại (khoảng 4 ha) trong Q4/24. Qua đó, doanh thu cho thuê đất năm 2024 đạt 546 tỷ đồng, LN cho KBC khoảng 150 tỷ đồng.
- ✓ KCN Tân Phú Trung tại TP.HCM có diện tích thương phẩm còn lại khoảng 110 ha, giá cho thuê cao đạt 180-190 USD/m². Dự án còn khoảng 33 ha chưa GPMB. Trong 9T24, công ty không ghi nhận doanh thu từ dự án. Do vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm diện tích bàn giao đất tại dự án trong năm 2024 từ 25 ha xuống còn 7.5 ha, qua đó ghi nhận doanh thu 365 tỷ đồng, LN đem lại cho KBC khoảng 100 tỷ đồng.

Dự án trọng điểm đang được hoàn thiện pháp lý

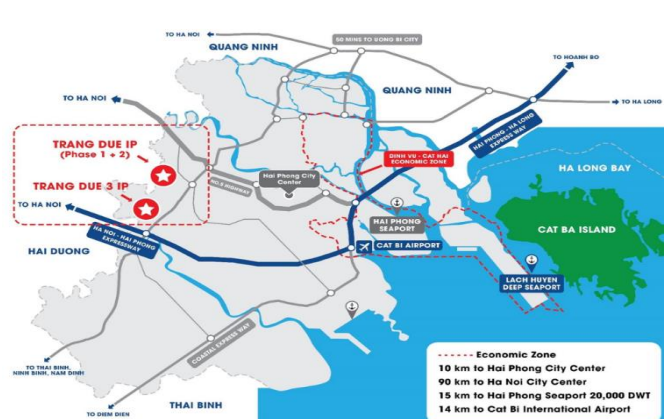
- ✓ KCN Trảng Dục 3 là dự án trọng điểm của KBC trong thời gian tới. Dự án đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000 vào cuối năm 2023. Dự án đang chờ phê duyệt chấp thuận chủ trương đầu tư. Theo thông tin từ công ty, dự án đã đền bù GPMB được khoảng 200 ha, có thể cho thuê ngay (hiện LG đã sẵn sàng ký thuê 62 ha đất ngay khi có thể). Chúng tôi kỳ vọng dự án có thể nhận được phê duyệt trong năm 2025. Qua đó, trong kịch bản tích cực dự án có thể đem về dòng tiền cho KBC từ năm 2026-27, dự phóng diện tích cho thuê trung bình hàng năm đạt 50 ha, giá cho thuê tăng trưởng 7% mỗi năm.
- ✓ Dự án cụm công nghiệp Hưng Yên có diện tích 225 ha, nằm trong vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc, cách Hà Nội 50 km. Dự án đã đền bù được 32 ha, dự án đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 vào tháng 2/2024. Ngoài ra, KBC đang nghiên cứu, xây dựng quy hoạch dự án Tân Tập (654 ha), Lộc Giang (466 ha), Phú Bình (675 ha), Sông Hậu 2 (380 ha) và một số cụm công nghiệp tại Long An và Hải Phòng.

Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê đất KCN năm 2024-26 đạt 48/30/40 ha. Doanh thu cho thuê đất KCN năm 2024-26 đạt 1,908/ 1,346/ 1,969 tỷ đồng thay đổi -63%/-29%/+46% svck, giảm lần lượt 41%/72%/62% so với dự phóng trước.

Hình 7: KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh



Hình 8: KCN Trảng Dục 3



(Nguồn: KBC)

Mảng BĐS: Dự án NOXH đóng góp chính vào doanh thu năm 2024-25

Hình 9: Các dự án BĐS đang triển khai

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích dự án (ha)	Hiện trạng
Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	42	Công ty đang hoàn thiện thủ tục để ghi nhận doanh thu cho 15 căn còn lại. Ngoài ra, công ty đang lập quy hoạch dự án KĐT Tràng Duệ mở rộng 73 ha.
NOXH Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	3	Đang xây dựng 3 toà (768 căn) của GD1, dự kiến bàn giao trong năm 2024-26.
Tràng Cát	Hải Phòng	100%	585	Đã có quy hoạch 1/500, đang chờ phê duyệt tiền sử dụng đất bổ sung và giấy phép xây dựng. Chúng tôi dự kiến dự án có thể đưa vào kinh doanh vào 2025-26.
Phúc Ninh	Bắc Ninh	100%	115	Đang chờ phê duyệt thủ tục pháp lý để ghi nhận doanh thu
NOXH Nếnh	Bắc Giang	76%	12.6	Đang bàn giao nhà cho khách hàng
Khu Ngoại giao đoàn	Hà Nội	100%	2	Đang tìm kiếm đối tác hợp tác đầu tư

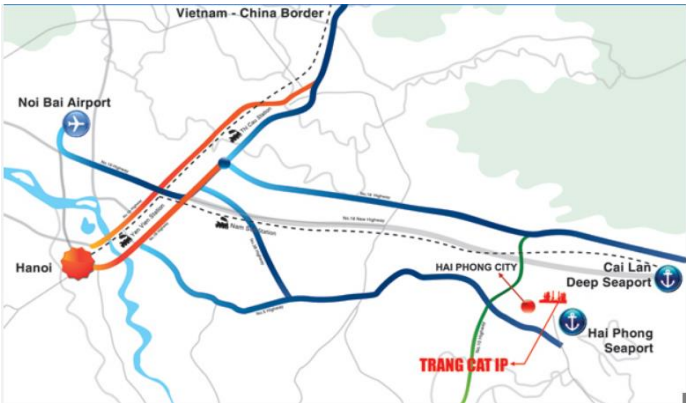
(Nguồn: KBC, MBS Research)

KĐT Tràng Cát có những bước tiến mới

KĐT Tràng Cát có diện tích quy hoạch 585 ha, diện tích thương phẩm là 282 ha, tổng mức đầu tư hạ tầng là hơn 11,329 tỷ đồng, đã được bàn giao đất, được chấp thuận san lấp mặt bằng, đã đền bù 582 ha. Công ty đã nộp tiền sử dụng đất 3,500 tỷ đồng, nhưng do điều chỉnh quy hoạch 1/500 diện tích đất thương phẩm tăng thêm 73 ha nên công ty phải đóng bổ sung tiền sử dụng đất để được cấp phép xây dựng, mở bán dự án. Tính tới Q3/24, giá trị đầu tư tại dự án đạt 8,380 tỷ đồng – đây là tiền sử dụng đất, chi phí GPMB.

Công ty sẽ bán buôn tại dự án này, với giá bán hiện khoảng 25-30 triệu đồng/m2. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ hoàn thiện pháp lý trong năm 2025-26. Sau khi hoàn thiện pháp lý, BLĐ công ty chia sẻ có thể bán được 30-50 ha đất mỗi năm, qua đó chúng tôi ước tính doanh thu đạt 8,000-10,000 tỷ đồng/năm, LN đem lại 2,500-3000 tỷ đồng/năm dựa trên mức biên LN gộp 49%. Hiện CTCP Du lịch Sài Gòn – Hàm Tân có liên quan đến Chủ tịch của KBC đã đặt cọc 5,650 tỷ đồng để thực hiện môi giới BĐS của dự án, thời gian hoàn trả tiền đặt cọc là ngày 20/09/2025 nếu không được thực hiện. Đây là nguồn tài chính bổ sung cho KBC để hoàn thành nghĩa vụ tài chính ngay khi được phê duyệt giá đất.

Hình 10: Dự án Tràng Cát



(Nguồn: KBC)



(Nguồn: KBC)

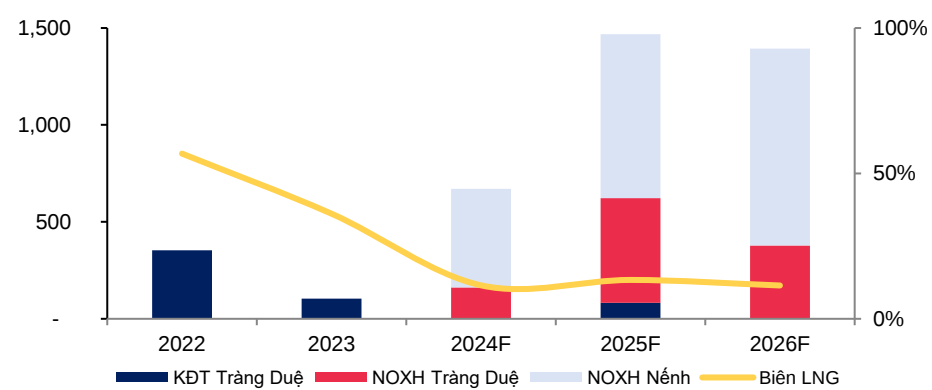
Các dự án BĐS khác đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý

KĐT Tràng Duệ có diện tích đất 42 ha, diện tích đất thương phẩm 23 ha, được triển khai từ năm 2019. Hiện dự án còn 15 căn biệt thự đang chờ hoàn thiện pháp lý để ghi nhận doanh thu. Chúng tôi dự phóng doanh thu ghi nhận còn lại khoảng 80-100 tỷ đồng. Ngoài ra, dự án khu NOXH giai đoạn 1 (768 căn) thuộc KĐT Tràng Duệ đang được xây dựng, chúng tôi kỳ vọng có thể đem lại doanh thu cho KBC trong năm 2024-25, ước khoảng 350 tỷ đồng.

KĐT Phúc Ninh có diện tích là 114.6 ha với tổng mức đầu tư là 4,892 tỷ đồng, gồm 1,300 lô biệt thự song lập, đơn lập và shophouses. Đến nay, tổng diện tích đã đặt chỗ là hơn 12 ha, diện tích đã ghi nhận doanh thu là 2.51 ha. Tổng giá trị thoả thuận đặt chỗ là hơn 1,591 tỷ đồng, đã ghi nhận doanh thu là 345 tỷ đồng. Phần doanh thu còn lại đang chờ phê duyệt pháp lý để được ghi nhận.

Nhìn chung, các dự án BĐS của KBC đang dần được tháo gỡ vướng mắc. Dự án NOXH Nénh và Tràng Duệ đóng góp chính vào doanh thu BĐS của công ty trong năm 2024-25. Doanh thu BĐS ước đạt 670 tỷ đồng (+539% svck)/ 1,469 tỷ đồng (+119% svck)/ 1,394 tỷ đồng (-5% svck) trong năm 2024-26.

Hình 11: Doanh thu BĐS



(Nguồn: KBC, MBS Research)

Phương án chào bán cổ phiếu riêng lẻ

KBC đã thông qua phương án phát hành riêng lẻ 250 triệu CP, tương đương 32.57% SLCPLH, cho 11 NĐT chuyên nghiệp bao gồm cả NĐT trong và ngoài nước. Số cổ phiếu chào bán này sẽ bị hạn chế chuyển nhượng 01 năm. 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-Q3/25 sau khi được chấp thuận. Số tiền thu được sẽ dùng cho tái cơ cấu khoản nợ vay và bổ sung vốn lưu động cho công ty. Quy mô huy động vốn lớn ảnh hưởng nhiều đến lợi ích của cổ đông hiện hữu, chúng tôi xây dựng 3 kịch bản phát hành:

Hình 12: Kịch bản phát hành cổ phiếu riêng lẻ

	Giá phát hành (đồng/CP)	Số tiền thu được (tỷ đồng)	Ghi chú
Kịch bản thận trọng	16,200	4,050	Theo giá tối thiểu
Kịch bản cơ sở	22,000	5,500	Theo 80% giá TB 30 phiên gần nhất
Kịch bản tích cực	25,000	6,250	Theo giá kỳ vọng của công ty

(Nguồn: KBC, MBS Research)

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng năm 2024-26 đi 38%/41%/42% so với báo cáo trước

Hình 13: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024 – 26 theo kịch bản cơ sở (Đơn vị: Tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	2023	2024	svck	% thay đổi	2025	svck	% thay đổi	2026	svck	% thay đổi	Đánh giá
Doanh thu	5,618	3,194	-43%	-28%	3,481	9%	-44%	4,082	17%	-49%	
KCN	5,221	1,908	-63%	-41%	1,346	-29%	-72%	1,969	46%	-62%	Chúng tôi chưa đưa dự án Trảng Duệ 3 vào dự phóng năm 2024-26, kỳ vọng dự án đem lại dòng tiền từ năm 2027.
BĐS	105	670	539%	5%	1,469	119%	89%	1,394	-5%	-33%	Dự án NOXH Nén và Trảng Duệ đem lại doanh thu chính trong năm 2024-26. Chúng tôi chưa đưa dự án KĐT Trảng Cát vào dự phóng do chưa xong pháp lý.
Phí DV	386	413	7%	2%	442	7%	4%	473	7%	6%	Chúng tôi điều chỉnh doanh thu phí DV tăng trưởng 7%/năm.
Lợi nhuận gộp	3,695	1,449	-61%	-42%	1,317	-9%	-59%	1,663	26%	-60%	
KCN	3,527	1,036	-71%	-49%	744	-28%	-73%	1,082	45%	-63%	
BĐS	38	77	104%	-46%	196	154%	1%	160	-19%	-81%	
Phí DV	209	236	13%	4%	261	11%	6%	289	11%	8%	
Biên LNG	66%	45%	-20 điểm%	-11 điểm%	38%	-8 điểm%	-15 điểm%	41%	3 điểm%	-11 điểm%	
KCN	68%	54%	-13 điểm%	-9 điểm%	55%	1 điểm%	-1 điểm%	55%	0 điểm%	-1 điểm%	Điều chỉnh giảm biên LNG do tăng chi phí vốn tại các KCN.
BĐS	36%	12%	-25 điểm%	-11 điểm%	13%	2 điểm%	-12 điểm%	11%	-2 điểm%	-29 điểm%	Điều chỉnh giảm do biên LNG dự án NOXH thấp hơn nhiều so với loại hình BĐS khác.
Phí DV	54%	57%	3 điểm%	1 điểm%	59%	2 điểm%	1 điểm%	61%	2 điểm%	1 điểm%	
% chi phí quản trị bán hành/Doanh thu	14%	18%	3 điểm%	5 điểm%	11%	-7 điểm%	-2 điểm%	11%	0 điểm%	-2 điểm%	
Doanh thu tài chính	426	388	-9%	11%	660	70%	16%	677	3%	9%	Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ trong năm 2025-26 do công ty nhận được tiền từ phát hành tăng vốn và 1 phần ảnh hưởng lên khoản mục này.
Chi phí tài chính	426	266	-38%	-53%	433	63%	-40%	337	-22%	-58%	Chúng tôi dự phóng quy mô vay nợ giảm nhờ thanh toán nợ vay sau khi nhận được nguồn tài chính bổ sung.
LNTT	2,891	988	-66%	-42%	1,145	16%	-50%	1,521	33%	-48%	
LN ròng	2,031	734	-64%	-38%	881	20%	-41%	1,148	30%	-42%	Chúng tôi giảm dự phóng LN ròng năm 2024-26 đi 38%/41%/42% so với dự phóng trước do tiến độ pháp lý và GPMB chậm.

(Nguồn: MBS Research)

Hình 14: Bảng phân tích độ nhạy của dự phóng LN ròng năm 2025-26 theo 3 kịch bản phát hành riêng lẻ (Đơn vị: tỷ đồng)

	2025	svck	% thay đổi so với dự phóng trước	2026	svck	% thay đổi so với dự phóng trước
Kịch bản thận trọng	845	15%	-43%	1,075	27%	-46%
Kịch bản cơ sở	881	20%	-41%	1,148	30%	-42%
Kịch bản tích cực	899	23%	-40%	1,185	32%	-40%

(Nguồn: MBS Research)

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	5,618	3,194	3,481	4,082	LN trước thuế	2,891	988	1,145	1,521
Giá vốn hàng bán	(1,923)	(1,745)	(2,164)	(2,419)	Khấu hao	133	142	152	164
Lợi nhuận gộp	3,695	1,449	1,317	1,663	Thuế đã nộp	-	-	-	-
Chi phí quản lý DN	(458)	(447)	(278)	(327)	Các khoản điều chỉnh khác	70	(5,264)	411	331
Chi phí bán hàng	(354)	(112)	(96)	(125)	Thay đổi VLD	(91)	10,278	(3,058)	(1,511)
LN từ HĐKD	2,883	890	942	1,211	LCTT từ HĐKD	3,002	6,143	(1,350)	506
EBITDA thuần	2,750	748	790	1,047	Đầu tư TSCĐ	(1,251)	(317)	(218)	(147)
LN trước thuế & lãi vay	2,883	890	942	1,211	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	-	-	-
Thu nhập lãi	426	388	660	677	LCTT từ đầu tư	153	(1,079)	(262)	(1,026)
Chi phí tài chính	(426)	(266)	(433)	(337)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	130	-	5,500	-
Thu nhập ròng khác	17	(25)	(25)	(30)	Tiền vay ròng nhận được	(3,997)	2,337	(2,380)	(485)
TN từ các Cty LK & LD	(8)	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	2,891	988	1,145	1,521	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(130)	-	-	-
Thuế TNDN	(646)	(198)	(229)	(304)	LCTT từ hoạt động TC	(3,997)	2,337	3,120	(485)
Lợi nhuận sau thuế	2,245	790	916	1,217	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,683	841	8,242	9,750
Lợi ích cổ đông thiểu số	214	56	35	69	LC tiền thuần trong năm	(842)	7,401	1,508	(1,006)
LN ròng	2,031	734	881	1,148	Tiền & tương đương tiền cuối	841	8,242	9,750	8,745
Chi trả cổ tức	(130)	-	-	-					
Lợi nhuận giữ lại	1,900	734	881	1,148					
					Các chỉ số cơ bản	2023	2024	2025	2026
Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025	2026	Tăng trưởng doanh thu thuần	491%	-43%	9%	17%
Tiền và tương đương tiền	841	8,242	9,750	8,745	Tăng trưởng EBITDA	-957%	-73%	6%	33%
Đầu tư ngắn hạn	1,864	1,996	2,019	2,046	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-1178%	31%	106%	129%
Phải thu khách hàng	615	1,334	1,262	1,247	Tăng trưởng LN trước thuế	70%	-66%	16%	33%
Hàng tồn kho	12,219	13,441	14,785	16,263	Tăng trưởng LN ròng	33%	-64%	20%	30%
Tổng tài sản ngắn hạn	25,029	34,508	38,101	39,389	Tăng trưởng EPS	11%	-66%	11%	13%
Tài sản cố định	449	512	584	666	Biên LN gộp	66%	45%	38%	41%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên EBITDA	56%	35%	41%	41%
BĐS đầu tư	1,201	1,125	1,049	973	Biên LN ròng	36%	23%	25%	28%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	12%	4%	4%	4%
Đầu tư vào công ty LD,LK	4,777	4,787	4,785	4,782	ROAA	6%	2%	2%	2%
Khoản đầu tư dài hạn khác	446	632	702	679	ROIC	9%	3%	3%	4%
Tổng tài sản dài hạn	8,405	8,640	8,076	8,194					
Tổng tài sản	33,434	43,148	46,177	47,582	Vòng quay tài sản	0.16	0.08	0.08	0.09
					Cổ tức chi trả/LN ròng	6%	0%	0%	0%
Vay & nợ ngắn hạn	337	405	486	583	Tổng nợ vay/VCSH	18%	29%	13%	11%
Phải trả người bán	436	299	311	301	Nợ vay ròng/VCSH	14%	-11%	-22%	-20%
Phải trả ngắn hạn khác	3,429	3,207	2,928	3,276	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	8%	-5%	-13%	-12%
Tổng nợ ngắn hạn	6,579	7,281	6,070	6,555	Khả năng thanh toán lãi vay	7.6	3.4	2.2	3.6
Vay & nợ dài hạn	3,322	5,592	3,131	2,549					
Các khoản phải trả khác	3,313	9,264	9,550	9,835	Số ngày phải thu	40	152	132	112
Tổng Nợ dài hạn	6,635	14,856	12,680	12,384	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	2,319	2,811	2,494	2,453
Tổng nợ	13,213	22,137	18,751	18,939	Số ngày phải trả tiền bán	83	63	52	45
Vốn điều lệ	7,676	7,676	10,176	10,176	Khả năng thanh toán ngắn hạn	3.8	4.7	6.3	6.0
Thặng dư vốn cổ phần	2,744	2,744	5,744	5,744	Khả năng thanh toán nhanh	1.9	2.9	3.8	3.5
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	1.4	1.9	1.6
LN giữ lại	7,754	8,488	9,369	10,517					
Các quỹ thuộc VCSH	2	2	2	2	Định giá				
Vốn chủ sở hữu	18,176	18,910	25,291	26,438	EPS	2,646	956	987	1,128
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,045	2,101	2,136	2,205	BVPS	23,679	24,635	24,853	25,981
Tổng vốn chủ sở hữu	20,221	21,011	27,427	28,643	P/E	13.3	36.8	35.7	31.2
Tổng nợ và VCSH	33,434	43,148	46,177	47,582	P/B	1.5	1.4	1.4	1.4

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyến</i> <i>Nguyễn Đức Hảo</i>	Bất động sản <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i>
	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>