

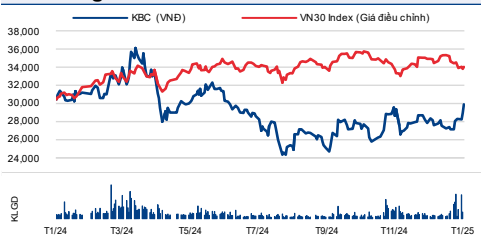
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ36,400

Tiềm năng tăng/giảm: 21.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/1/2025)	29,900
Mã Bloomberg	KBC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,350-36,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	29,033
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	22,951
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	904
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	Đài Truyền hình và Gia Đình (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
LN TT (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 LN TT (%)	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.ph@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 Tràng Cát được phê duyệt; mở ra triển vọng tăng trưởng phía trước

- Ngày 15/1/2025, dự án Tràng Cát nhận được phê duyệt cho giấy chứng nhận đầu tư điều chỉnh, đánh dấu mốc quan trọng đối với KBC ngay sau khi dự án Tràng Duệ 3 được chấp thuận chủ trương đầu tư một ngày trước đó. Điều này giúp mở rộng hơn nữa quỹ đất, thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận và dẫn đến việc định giá lại giá cổ phiếu ở mặt bằng cao hơn trong tương lai.
- HSC dự báo dự án này sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2026 (bàn giao 20 ha đất) và định giá dự án này ở mức 11 nghìn tỷ đồng (theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFE), đóng góp 27% vào định giá của KBC.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 22%. KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 42% so với RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 39%.

Sự kiện: Chính thức phê duyệt dự án Tràng Cát

Ngày 15/1/2025, dự án khu đô thị Tràng Cát (585 ha, Hải Phòng, được đầu tư bởi Công ty TNHH MTV Phát triển đô thị Tràng Cát, KBC sở hữu 100% cổ phần) được Phó Thủ tướng Chính phủ phê duyệt giấy chứng nhận đầu tư điều chỉnh. Sự kiện này trở thành cột mốc quan trọng đối với KBC, ngay sau khi Công ty nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư cho dự án Tràng Duệ 3 vào ngày 14/1/2025.

Lưu ý, dự án Tràng Cát được phê duyệt quy hoạch 1/500 vào năm 2010 và cấp giấy chứng nhận đầu tư vào năm 2012. Ban đầu, dự án này dự kiến tổng vốn đầu tư là 12,3 nghìn tỷ đồng, tổng diện tích đất có thể bán ra là 193 ha, bao gồm 124 ha đất ở, và 69 ha đất thương mại và dịch vụ. KBC đẩy mạnh tiến độ giải phóng mặt bằng trong giai đoạn 2011-2014 với chi phí bồi thường đất khoảng 3.500 tỷ đồng (gần như đã hoàn tất). Năm 2020, KBC đã hoàn tất việc thanh toán tiền sử dụng đất 3.500 tỷ đồng cho thành phố Hải Phòng. Hiện Công ty đang tiến hành san lấp mặt bằng trên diện tích đất 100 ha.

Bổ sung thêm diện tích đất ở để tối ưu hóa hiệu suất kinh doanh

Để tận dụng tiềm năng phát triển của dự án Tràng Cát, KBC đã điều chỉnh quy hoạch 1/500 (được phê duyệt vào năm 2023), tăng diện tích đất ở thêm 71,5 ha lên tổng cộng 195,5 ha trong khi giảm các loại đất khác. Do đó, KBC phải xin điều chỉnh giấy chứng nhận đầu tư và đã được phê duyệt ngày 15/1/2025. Hiện tại, dự án Tràng Cát dự kiến có tổng vốn đầu tư 69,1 nghìn tỷ đồng và sẽ có dân số khoảng 90.110 người, một con số khá lớn theo quan điểm của chúng tôi.

Trong khi đang tiếp tục làm việc với chính quyền địa phương để xác định tiền sử dụng đất cho diện tích đất ở mới được bổ sung (KBC dự kiến 5-6 nghìn tỷ đồng), Công ty cũng có kế hoạch đẩy nhanh tiến độ xây dựng cơ sở hạ tầng cũng như xúc tiến thương vụ bán buôn 30-40 ha đất dự kiến từ năm 2024, bị đình trệ do xin điều chỉnh giấy chứng nhận đầu tư. HSC cho rằng việc hoàn tất công tác xây dựng cơ sở hạ tầng và xin phân lô cũng cần thời gian, trước khi bàn giao đất cho đối tác. Chúng tôi dự báo dự án Tràng Cát sẽ bắt đầu bàn giao đất giai đoạn đầu vào đầu năm 2026 (20 ha với doanh thu dự kiến là 4 nghìn tỷ đồng).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/1.

(Xem tiếp trang 2)

Trong mô hình dự báo lợi nhuận, chúng tôi dự báo dự án Tràng Cát sẽ đóng góp vào lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2036 với tổng doanh thu 81 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận thuần 24,5 nghìn tỷ đồng và giả định doanh thu bán buôn/bán lẻ là 68%/32% cho diện tích đất có thể bán được là 250 ha (đất ở, đất thương mại và dịch vụ). Ngoài ra, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFE) để định giá dự án này ở mức 11 nghìn tỷ đồng, bằng 27% định giá của KBC (RNAV ở mức 39,8 nghìn tỷ đồng).

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá thận trọng, phản ánh rủi ro chậm trễ về mặt pháp lý (vì dự án đã phải đối mặt với những trở ngại kéo dài trong quá trình phát triển) và những thách thức trong quá trình triển khai dự án, vì Tràng Cát là dự án khu đô thị lớn đầu tiên của KBC. Từ trước đến nay, KBC được đánh giá là có kinh nghiệm trong việc phát triển các KCN hơn là khu dân cư. Tuy nhiên, cần nhấn mạnh rằng việc đẩy mạnh công tác mở bán và bàn giao có thể dẫn đến rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi.

Duy trì khuyến nghị Mua vào, giá mục tiêu, và dự báo lợi nhuận

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KBC, với tiềm năng tăng giá 22%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 5,5% trong 1 tháng qua, KBC đang giao dịch ở chiết khấu khá lớn 42% so với RNAV, nhỏ hơn bình quân 3 năm ở mức 39%.

Trong năm 2024, KBC đã phải đối mặt với những thách thức liên quan đến sự chậm trễ trong việc thực hiện các thủ tục pháp lý đối với quỹ đất của Công ty, dẫn đến diện tích đất có sẵn để bán giảm, từ đó ảnh hưởng đến phân khúc BĐS KCN và BĐS nhà ở. Tuy nhiên, KBC có khởi đầu tích cực trong năm 2025. Công ty vừa nhận được giấy chứng nhận đầu tư cho hai dự án lớn nhất vốn đã chờ đợi trong nhiều năm: Dự án KCN Tràng Duệ 3 (652 ha, Hải Phòng) và dự án phát triển khu dân cư Tràng Cát (585 ha, Hải Phòng). Ngoài ra, những tiến triển trong hoạt động bồi thường đất và mở bán tại các dự án KCN lớn giúp củng cố thêm triển vọng lợi nhuận. Những tiến triển này cùng nhau đưa KBC bước vào giai đoạn tăng trưởng mới đầy hứa hẹn, bắt đầu từ năm nay.

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
Sig CP bình quân (triệu đv)	766	768	768	768	768
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	768	768	768	768	768
Sig 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
Phải 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	27,936
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