

Ngành: **Bất động sản Khu Công nghiệp** | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ		MUA	TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (HSX: KBC) ĐÃ ĐẾN LÚC KỲ VỌNG DỰ ÁN TRÀNG CÁT		
Giá hiện tại:	32,100	Ngày viết báo cáo:	29/5/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:	42,500	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	768	ĐẶNG THÀNH TÂM	24.9%
Giá mục tiêu mới:	38,800	Vốn hóa (tỷ VND)	24,640	KINH BẮC INVESTMENT	8.0%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VND)	7.8	VINATEX	5.1%
Tiềm năng tăng giá	21%	Sở hữu nước ngoài	18.53%		

Bộ phận Research:
Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpg@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

So với Báo cáo cập nhật gần nhất, Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KBC** với giá trị hợp lý năm 2025 là **38,800 VNĐ/CP** (Upside +21% so với giá mở cửa ngày 28/5/2024). So với Báo cáo trước đó, BSC bổ sung thêm CCN Hưng Yên vào danh mục dự án định giá do dự án đã bắt đầu triển khai đền bù, GPMB, tuy nhiên, áp dụng chiết khấu 20% cho dự án Trảng Duệ 3 do phản ánh lùi tiến độ bàn giao từ năm 2024 sang 2025. BSC giảm 9% giá mục tiêu so với Báo cáo trước chủ yếu đến từ chiết khấu 20% dự án Trảng Duệ 3.

Ngoài ra, BSC lưu ý chúng tôi đang áp dụng mức chiết khấu 50% đối với dự án Trảng Cát và 100% đối với các dự án CCN Long An và Tân Tập để phản ánh các rủi ro về tiến độ triển khai.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 5,813 tỷ VNĐ (+3% yoy), LNST – CĐTTS đạt 1,896 tỷ VNĐ (-7% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 2,470 VNĐ/CP, P/E FWD 2024 = 13x, P/B FWD 2024 = 1.1x, chủ yếu nhờ bàn giao 55 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 16 ha KCN Quang Châu, 30 ha KCN Tân Phú Trung và 9 ha các dự án NOXH Trảng Duệ - TT Nền. So với năm 2023, BSC dự báo kết quả kinh doanh KBC sụt giảm 12% YoY chủ yếu do (1) thiếu các dự án KCN mới gối đầu để bàn giao, (2) mức nền cao từ năm 2023 – bàn giao cho Foxconn tại KCN Quang Châu.

Trong năm 2025, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 10,193 tỷ VNĐ (+75% yoy), LNST – CĐTTS đạt 3,295 tỷ VNĐ (+74% yoy), tương đương EPS FWD 2025 = 4,292, P/E FWD 2025 = 7.5x, P/B FWD 2025 = 0.9x, chủ yếu nhờ bàn giao 43 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 30 ha KCN Tân Phú Trung, 50 ha Trảng Duệ 3, 14 ha các dự án NOXH Trảng Duệ - TT Nền, và bán sỉ 20 ha dự án Trảng Cát.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Điểm rơi bàn giao phần còn lại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quang Châu, Tân Phú Trung sẽ tập trung vào 2H.2024. BSC lùi kỳ vọng KBC bàn giao dự án Trảng Duệ sang năm 2025.**
- **Dự án Trảng Cát sẽ sớm được mở khóa, và là động lực tăng trưởng mới cho KBC trong năm 2025:**
- **Định giá đang ở mức thấp: P/E FWD 2025 = 7.5x, P/B FWD 2025 = 0.9x,** thấp hơn so với P/E trung bình của KBC = 19x, P/B trung bình của KBC = 1.3x trong 5 năm gần nhất. Giá trị cổ phiếu đang chiết khấu 43% so với tổng giá trị danh mục dự án RNAV của KBC.

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F	KQKD	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	9.8	12.4	13.0	7.5	Doanh thu thuần	950	5,618	5,813	10,193
PB (x)	0.8	1.2	1.1	0.9	Lợi nhuận gộp	266	3,695	3,470	5,949
PS (x)	15.7	4.5	4.2	2.4	NPATMI	1,526	2,031	1,896	3,295
ROE (%)	9%	10%	8%	13%	EPS	1,988	2,646	2,470	4,292
ROA (%)	4%	6%	5%	8%	Tăng trưởng EPS	3%	33%	-7%	74%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1.2024 – THIẾU ĐẤT BÀN GIAO KHU CÔNG NGHIỆP

Hình: Tóm tắt KQKD của KBC trong Quý 1.2024

BC KQKD				Nhận xét
	Q1.2023	Q1.2024	% YoY	Kết thúc Quý 1.2024, KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 152 tỷ VNĐ (-93% YoY), LNST – CĐTTS đạt -86 tỷ VNĐ so với cùng kỳ ghi nhận lãi 941 tỷ VNĐ chủ yếu do KBC không ghi nhận được bàn giao dự án Khu Công nghiệp.
Doanh thu thuần	2,223	152	-93%	
Thuê đất &CSHT	2,078	-	-100%	
Chuyển nhượng BĐS	21	15	-30%	
Tiện ích	97	93	-4%	
Cho thuê kho	28	44	61%	
Giá vốn	(672)	(78)	-88%	
Lãi gộp	1,551	74	-95%	
Thuê đất &CSHT	1,466	-	-100%	
Chuyển nhượng BĐS	7	5	-28%	
Tiện ích	58	48	-18%	
Cho thuê kho	20	21	8%	
Điều chỉnh giảm trừ doanh thu	-	-		
Doanh thu tài chính	155	68	-56%	
Chi phí tài chính	(132)	(54)	-59%	
Trong đó: Lãi vay	(97)	(53)	-45%	
Lãi từ Công ty liên kết	(4)	(7)	50%	
Chi phí bán hàng	(151)	(4)	-98%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(105)	(111)	6%	
Lãi từ hoạt động kinh doanh	1,315	(33)	-103%	
Thu nhập khác, ròng	(1)	(4)	322%	
Lợi nhuận trước thuế	1,314	(36)	-103%	
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(257)	7	-103%	
Lợi nhuận sau thuế	1,056	(77)	-107%	
Lợi ích CĐTTS	116	9	-92%	
LNST - CĐTTS	941	(86)	-109%	
Biên lợi nhuận gộp	70%	49%	-21%	
Thuê đất &CSHT	71%			
Chuyển nhượng BĐS	34%	35%	1%	
Tiện ích	60%	51%	-9%	
Cho thuê kho	71%	47%	-23%	
Biên lợi nhuận ròng	42.3%	-56.3%	-99%	

Nguồn: KBC, BSC Research tổng hợp

II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm 1: Điểm rơi bàn giao phần còn lại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quang Châu, Tân Phú Trung sẽ tập trung vào 2H.2024

1. BSC kỳ vọng KBC sẽ bàn giao được 55 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh nhờ nút thắt về chỉ tiêu sử dụng đất của huyện Tiên Du, tỉnh Bắc Ninh đã được tháo gỡ

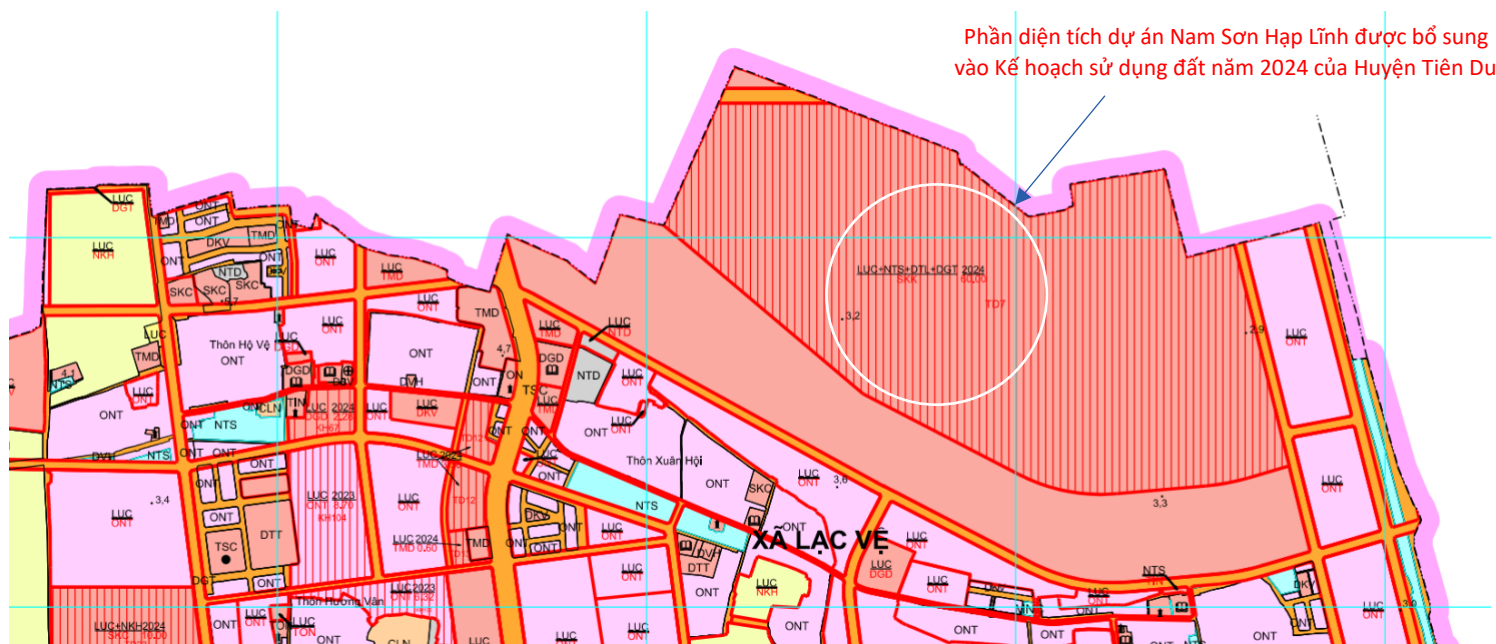
Trong năm 2023, KBC không thể bàn giao đất cho các khách hàng do vướng mắc về chỉ tiêu sử dụng đất. Cụ thể, trong 1H.2023, KBC ghi nhận 71.9 ha dự án KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh. Kể từ Quý 3.2023, mặc dù có 25 ha MOU, nhưng Công ty không thể bàn giao đất cho khách hàng. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc Huyện Tiên Du hết chỉ tiêu sử dụng đất, do đó, UBND Huyện cũng không thể phê duyệt thêm để KBC hoàn thành giải phóng mặt bằng, xây dựng hạ tầng, và bàn giao phần diện tích còn lại cho khách hàng.

Tuy nhiên, BSC nhận thấy nút thắt kể trên đã được tháo gỡ hoàn toàn trong Quý 1.2024 khi:

- (1) Chính phủ thông qua [Quyết định 227/QĐ- TTG ngày 12/3/2024](#) điều chỉnh một số chỉ tiêu sử dụng đất đến năm 2025. Theo đó, tỉnh Bắc Ninh tăng thêm 780 ha, từ 4,760 ha lên 5,540 ha. Đây là cơ sở để tỉnh Bắc Ninh phân bổ thêm chỉ tiêu sử dụng về các huyện.
- (2) Trong tháng 1.2024, huyện Tiên Du (tỉnh Bắc Ninh) ký [Quyết định 657/QĐ-UBND](#); theo đó, đưa 55 ha Khu công nghiệp Nam Sơn Hạp Lĩnh vào trong kế hoạch sử dụng đất năm 2024.

Trên cơ sở (1) Chỉ tiêu sử dụng đất huyện Tiên Du, tỉnh Bắc Ninh đã được nới ra, và (2) KBC có 25 ha MOU, BSC kỳ vọng KBC sẽ bàn giao 55 ha từ dự án này từ nay đến cuối năm, đem về cho KBC doanh thu = 1,069 tỷ VNĐ, biên lợi nhuận gộp = 67%. và điểm rơi bàn giao vào 2H.2024.

Hình: Kế hoạch sử dụng đất năm 2024 của dự án Khu công nghiệp Nam Sơn Hạp Lĩnh được bổ sung + 55-60 ha.



Nguồn: BSC Research tổng hợp

2. BSC kỳ vọng KBC sẽ bàn giao được 30 ha Tân Phú Trung, và 16 ha Quang Châu trong năm 2024. Với việc (1) KBC ghi nhận 10 ha MOU từ dự án Tân Phú Trung đến cuối năm 2023, (2) 2 dự án này đã được trong Kế hoạch sử dụng đất của tỉnh, (3) sở hữu vị trí đẹp, BSC dự báo KBC bàn giao 30 ha từ Tân Phú Trung (doanh thu = 1,509 tỷ VNĐ ,biên lợi nhuận gộp = 76%) và 16 ha từ Quang Châu (doanh thu = 809 tỷ VNĐ, biên lợi nhuận gộp =50%) trong năm 2024.

3. BSC lùi kỳ vọng KBC sẽ bàn giao được 50 ha Trảng Dục 3 sang 1H.2025 do tiến độ triển khai hoàn thành pháp lý chậm. Tính đến cuối năm 2023, dự án mới được phê duyệt Quy hoạch 1/2000, chậm hơn khoảng 4-5 tháng so với kế hoạch đề ra

ban đầu. Công ty đang chờ phê duyệt Chủ trương đầu tư dự án để có thể bắt đầu GPMB, khởi công, xây dựng. Với việc đã tìm khách hàng thuê lớn là LG có nhu cầu 50 – 100 ha từ trước, BSC kỳ vọng KBC sẽ bàn giao 50 ha Trảng Duệ 3 vào 2H.2025, tương ứng doanh thu = 1,761 tỷ VNĐ, biên lợi nhuận gộp = 47%.

Hình: Tiến độ dự án Trảng Duệ 3

Thời gian dự kiến ban đầu	Tiến độ đề ra tại 1H.2023	Đánh giá	Cập nhật tiến độ tới T3.2024
Tháng 7.2023	Phê duyệt Quy hoạch 1/2000 Hoàn thành xin ý kiến Bộ Giao thông Vận tải về đấu nối dự án với Quốc lộ 10	Chậm	Đã hoàn thành Quy hoạch 1/2000 trong Tháng 11.2023
Tháng 9.2023	Phê duyệt Chủ trương dự án	Chậm	Kỳ vọng hoàn thành trong 2H.2024
Tháng 2.2024	Hoàn thành Giải phóng mặt bằng và Nghĩa vụ tài chính	Chậm	
Tháng 5.2024	Khởi công, xây dựng hạ tầng kỹ thuật.	Chậm	

Nguồn: BSC Research tổng hợp

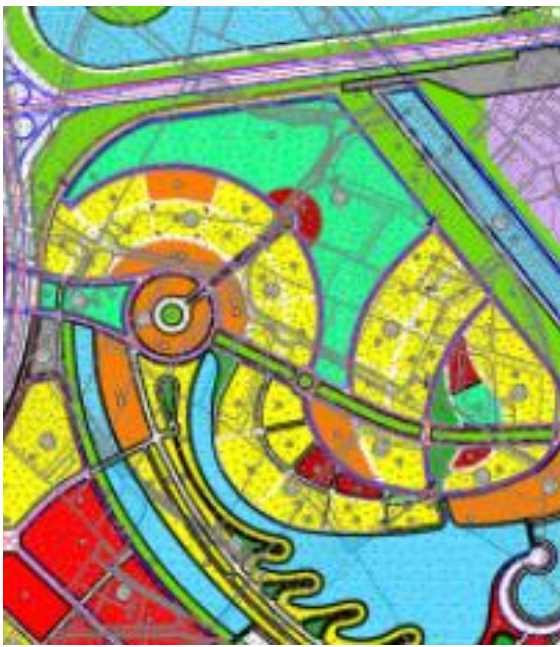
Luận điểm 2: Dự án Trảng Cát sẽ sớm được mở khóa, và là động lực tăng trưởng mới cho KBC từ năm 2025.

BSC nhận thấy một số tín hiệu cho thấy dự án Trảng Cát sẽ hoàn thành xong pháp lý và sẵn sàng mở bán trong thời gian tới. Cụ thể:

- (1) Về pháp lý, BSC kỳ vọng dự án Trảng Cát sẽ sớm phê duyệt giá đất. Trong năm 2023, TP. Hải Phòng đã có Quyết định điều chỉnh quy hoạch chung đến năm 2040, và phê duyệt Quy hoạch thành phố Hải Phòng thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn đến năm 2050. KBC đã được phê duyệt đồ án Điều chỉnh QHCT 1/500 vào Tháng 10.2023.

Khi Luật đất đai sửa đổi sớm được thông qua, tiền sử dụng đất sẽ có xu hướng tăng theo thời gian. Do vậy, BSC cho rằng sẽ có áp lực để KBC sớm hoàn thành tiền sử dụng đất bổ sung cho diện tích thương phẩm mới. BSC kỳ vọng dự án Trảng Cát sẽ có quyết định nộp tiền sử dụng đất vào cuối năm 2024 – 1H.2025.

Hình: Quy hoạch 1/500 cũ của dự án Trảng Cát



Hình: Quy hoạch 1/500 mới của dự án Trảng Cát. Diện tích thương phẩm + 70 ha



Nguồn: BSC Research tổng hợp

- (2) Về tài chính, KBC đã nhận được 5,650 tỷ VNĐ trong Quý 1.2024 từ CTCP Du lịch Sài Gòn – Hàm Tân (Công ty có liên quan với KBC). Chúng tôi kỳ vọng mục đích của khoản vay này để thanh toán (1) tiền sử dụng đất bổ sung cho dự án Trảng Cát

(4,000 tỷ VNĐ), (2) một phần cho một số khoản nợ đến hạn từ PVComBank. Với nguồn vốn vay chuẩn bị sẵn trong 18 tháng tới, BSC cho rằng KBC có đủ năng lực tài chính để hoàn thành đóng tiền sử dụng đất dự án Tràng Cát.

BSC kỳ vọng KBC sẽ bán sỉ 20 ha từ dự án Tràng Cát trong năm 2025, tương ứng với doanh thu = 3,001 tỷ VNĐ, biên lợi nhuận gộp = 50%. BSC cho rằng có áp lực để KBC bán sỉ một phần dự án trong thời gian tới:

- (1) Pháp lý của dự án Tràng Cát cơ bản sẽ hoàn tất trong năm 2024 – 1H.2025 – như đã phân tích kể trên.
- (2) Nhu cầu vốn lớn để đầu tư nhanh các dự án KCN mới trong bối cảnh quỹ đất còn lại từ các dự án cũ không nhiều. Tính đến cuối năm 2024, BSC ước tính KBC chỉ còn khoảng 77 ha diện tích thương phẩm, bao gồm: 34 ha Tân Phú Trung, và 43 ha từ Nam Sơn Hạp Lĩnh. Công ty đang phải đẩy mạnh dự án Tràng Duệ 3, CCN Hưng Yên, CCN Long An để gối đầu, ước tính nhu cầu vốn.

Hình: Cập nhật tiến độ đầu tư các dự án KCN

TT	Khu công nghiệp	TMĐT (tỷ VNĐ)	Diện tích (ha)	Tiến độ tới Tháng 5.2024
1	KCN Tràng Duệ 3	10,000	687	Đang chờ Chấp thuận chủ trương đầu tư
	CCN Hưng Yên: Đặng Lễ, Chính Nghĩa, Kim Động		225	Đã GPMB 32 ha, đang tiếp tục GPMB, đền bù
2	KCN Tân Tập	9,910	654	- Đã có Chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm 2022 Đã trình đề án Quy hoạch chung xây dựng 1/5000 - KBC đã đầu tư 348 tỷ VNĐ (3.5% TMĐT)
3	KCN Lộc Giang – Long An	5,200	466	- Đã có Chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm 2022 - Đang lập QH 1/2000 UBND tỉnh đã thực hiện kiểm đếm, đã phê duyệt đơn giá bồi thường, giao BQL thông qua phương án bồi thường.
4	CCN Long An – Phước Vĩnh Đông 4 (49.8 ha), Phước Vĩnh Đông 2 (49.1 ha)	1,800	100	Đã có đề án Quy hoạch 1/500, đang xin QHCT 1/500
5	CCN Tân Tập	-	71	Đã có đề án Quy hoạch 1/500, đang xin QHCT 1/500
6	CCN phụ trợ Tràng Duệ	-	59	-

Nguồn: BSC Research tổng hợp

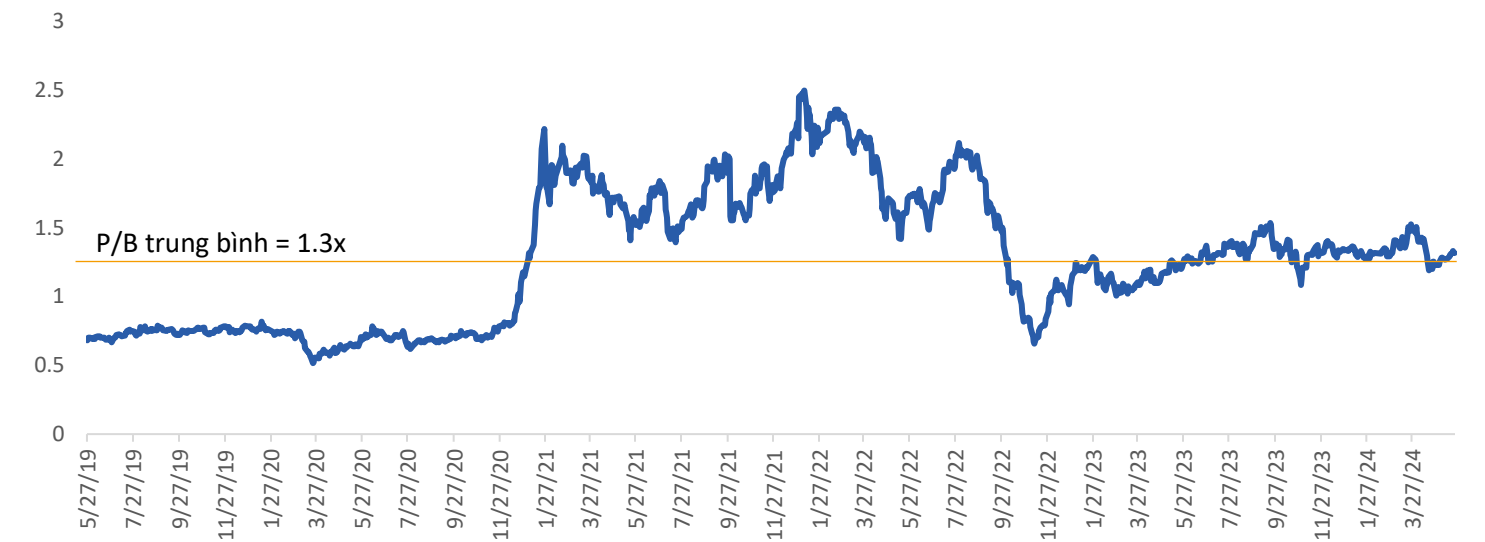
- Áp lực nợ gốc đến hạn từ dự án Tràng Cát trong năm 2025. Theo Báo cáo tài chính tới Quý 1.2024, KBC và nhóm công ty liên quan đang vay 7,631 tỷ VNĐ với PVCombank. Các khoản vay này đã tồn tại từ năm 2020, thông thường sẽ có thời hạn vay là 5 năm, do vậy, theo tìm hiểu của BSC, có thể sẽ bắt đầu đáo hạn từ 2024 – 2025.

Luận điểm 3: Định giá đang ở mức thấp: P/B trailing = 1.2x thấp hơn so với P/B trung bình KBC = 1.3x trong 5 năm gần nhất

Sau đợt giảm Tháng 3.2024, cổ phiếu KBC đang tiệm cận mức định giá hấp dẫn:

- Với kịch bản dự báo của BSC: KBC sẽ bán sỉ 20 ha Tràng Cát và bàn giao 50 ha Tràng Duệ 3, (Chi tiết tại phần định giá), BSC ước tính P/E FWD 2025 = 7.5x, P/B FWD 2025 = 0.9x. Bên cạnh đó, P/B trailing 1Y = 1.24x thấp hơn so với P/B trung bình của KBC = 1.3x trong 5 năm gần nhất.
- Theo ước tính của BSC, giá trị cổ phiếu đang chiết khấu 43% so với tổng giá trị danh mục dự án của KBC (không áp dụng chiết khấu) bao gồm: KCN Quang Châu, Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tân Phú Trung, Tràng Duệ 3, CCN Hưng Yên, dự án Tràng Cát, KĐT Phúc Ninh.

Hình: P/B Trung bình của KBC = 1.3x trong 5 năm gần nhất



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Tổng giá trị danh mục dự án theo ước tính của BSC (trong trường hợp không áp dụng chiết khấu)

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị về KBC (tỷ VNĐ)	Chú thích
Khu Công nghiệp	RNAV	13,219	
Quang Châu		1,086	
Nam Sơn Hạp Lĩnh		1,896	
Tân Phú Trung		1,370	
Tràng Duệ 3		5,724	
CCN Hưng Yên		859	
Phí dịch vụ các KCN đã đi vào hoạt động		2,285	
Khu dân cư	RNAV	26,432	
Tràng Cát		22,960	
KDT Tràng Duệ		50	
KDT Phúc Ninh - Bắc Ninh		3,422	
Các dự án khác (như Tài sản kinh doanh dở dang, KCN Tân Tập, KCN Lộc Giang, NOXH Tràng Duệ, TT Nền . . .)	BV	1,158	
(+) Tiền và Đầu tư ngắn hạn		2,445	BSC loại bỏ 5,650 tỷ VNĐ do dòng tiền từ công ty cùng hệ sinh thái bổ sung cho KBC
(+) Đầu tư dài hạn, tài sản cố định		5,202	
(-) Nợ vay		(4,003)	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		(2,054)	
Giá trị doanh nghiệp		42,400	

Nguồn: BSC Research dự báo

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024 – 2025

Trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 5,813 tỷ VNĐ (+3% yoy), LNST – CĐTTS đạt 1,896 tỷ VNĐ (-7% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 2,470 VNĐ/CP, P/E FWD 2024 = 13.0x, P/B FWD 2024 = 1.1x, chủ yếu nhờ bàn giao 55 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 16 ha KCN Quang Châu, 30 ha KCN Tân Phú Trung và 9 ha các dự án NOXH Trảng Duệ - TT Nền. So với năm 2023, BSC dự báo kết quả kinh doanh KBC sụt giảm 12% YoY chủ yếu do (1) thiếu các dự án KCN mới gói đầu để bàn giao, (2) mức nền cao từ năm 2023 – bàn giao cho Foxconn tại KCN Quang Châu.

Trong năm 2025, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 10,193 tỷ VNĐ (+75% yoy), LNST – CĐTTS đạt 3,295 tỷ VNĐ (+74% yoy), tương đương EPS FWD 2025 = 4,287, P/E FWD 2025 = 7.5x, P/B FWD 2025 = 0.9x, chủ yếu nhờ bàn giao 43 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 30 ha KCN Tân Phú Trung, 50 ha Trảng Duệ 3 và 14 ha các dự án NOXH Trảng Duệ - TT Nền, và bán sỉ 20 ha dự án Trảng Cát.

Hình 1: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2024 – 2025 của KBC

KQKD (Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F	% YoY 2024	% YoY 2025
Doanh thu thuần	950	5,618	5,813	10,193	3%	75%
Giá vốn hàng bán	(685)	(1,923)	(2,343)	(4,244)	22%	81%
Lợi nhuận gộp	266	3,695	3,470	5,949	-6%	71%
Thu nhập tài chính	340	426	328	289	-23%	-12%
Chi phí tài chính	(595)	(426)	(280)	(394)	-34%	41%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(523)	(380)	(256)	(354)	-32%	38%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	2,187	(8)	(8)	(8)	0%	0%
Chi phí BH	(46)	(354)	(407)	(727)	15%	79%
Chi phí QLDN	(464)	(458)	(481)	(553)	5%	15%
Lãi từ HĐKD	1,686	2,874	2,622	4,555	-9%	74%
Thu nhập khác, ròng	10	(6)	-	-	-100%	
LNTT	1,697	2,891	2,622	4,555	-9%	74%
Thuế TNDN	(120)	(226)	(526)	(913)	133%	74%
LNST	1,577	2,245	2,096	3,642	-7%	74%
Lợi ích CĐKKs	50	214	200	348	-7%	74%
LNST Công ty mẹ	1,526	2,031	1,896	3,295	-7%	74%
EPS	1,988	2,646	2,470	4,292	-7%	74%
Giả định						
Doanh thu						
KCN		5,221	4,768	5,871	-9%	23%
KĐT		105	709	3,986	576%	462%
Khác		291	336	336	15%	0%
Lợi nhuận gộp						
KCN		3,527	3,195	3,691	-9%	16%
KĐT		38	107	2,090	182%	1856%
Khác		130	168	168	30%	0%
Biên lợi nhuận gộp		66%	60%	58%	-6%	-1%
KCN		68%	67%	63%	-1%	-4%
KĐT		36%	15%	52%	-21%	37%
Khác		44%	50%	50%	6%	0%
Diện tích bàn giao (ha)			110	157	-22%	43%
Quang Châu		52	16	-	-70%	-100%
Nam Sơn Hạp Lĩnh		72	55	43	-24%	-21%
Tân Phú Trung		17	30	30	78%	0%

CCN Hưng Yên				
Tràng Duệ 3	-	-	50	
Tràng Cát	-	-	20	
NOXH TT Nền, NOXH Tràng Duệ		9	14	45%

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

So với Báo cáo cập nhật gần nhất, Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KBC** với giá trị hợp lý năm 2025 là **38,800 VNĐ/CP** (Upside +21% so với giá mở cửa ngày 28/5/2024). So với Báo cáo trước đó, BSC bổ sung thêm CCN Hưng Yên vào danh mục dự án định giá do dự án đã bắt đầu triển khai đền bù, GPMB; tuy nhiên, áp dụng chiết khấu 15% cho dự án Tràng Duệ 3 do tiến độ triển khai chậm. BSC giảm 9% giá mục tiêu so với Báo cáo trước chủ yếu đến từ chiết khấu 20% dự án Tràng Duệ 3.

Ngoài ra, BSC lưu ý chúng tôi vẫn áp dụng mức chiết khấu 50% đối với dự án Tràng Cát và 100% đối với các dự án CCN Long An và Tân Tập để phản ánh các rủi ro về tiến độ triển khai.

Hình 2: Định giá

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Chiết khấu	Giá trị về KBC
Khu Công nghiệp	RNAV		12,074
Quang Châu			882
Nam Sơn Hạp Lĩnh			1,787
Tân Phú Trung			1,273
Tràng Duệ 3		20%	4,579
CCN Hưng Yên			733
Phí dịch vụ các KCN đã đi vào hoạt động			1,724
Khu dân cư	RNAV		14,952
Tràng Cát		50%	11,480
KDT Tràng Duệ			50
KDT Phúc Ninh - Bắc Ninh			3,422
Các dự án khác (như Tài sản kinh doanh dở dang, KCN Tân Tập, KCN Lộc Giang, . . .)	BV		1,158
(+) Tiền và Đầu tư ngắn hạn	Loại bỏ 5,650 tỷ VNĐ tiền từ hệ thống bên ngoài		2,445
(+) Đầu tư dài hạn, tài sản cố định			5,202
(-) Nợ vay			(4,003)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			(2,054)
Giá trị doanh nghiệp			29,775
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)			767.4
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)			38,800

Nguồn: BSC Research dự báo

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	950	5,618	5,813	10,193
Giá vốn hàng bán	(685)	(1,923)	(2,343)	(4,244)
Lợi nhuận gộp	266	3,695	3,470	5,949
Thu nhập tài chính	340	426	328	289
Chi phí tài chính	(595)	(426)	(280)	(394)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(523)	(380)	(256)	(354)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	2,187	(8)	(8)	(8)
Chi phí BH	(46)	(354)	(407)	(727)
Chi phí QLDN	(464)	(458)	(481)	(553)
Lãi từ HĐKD	1,686	2,874	2,622	4,555
Thu nhập khác, ròng	10	(6)	-	-
LNTT	1,697	2,891	2,622	4,555
Thuế TNDN	(120)	(226)	(526)	(913)
LNST	1,577	2,245	2,096	3,642
Lợi ích CĐKKS	50	214	200	348
LNST Công ty mẹ	1,526	2,031	1,896	3,295
EPS	1,988	2,646	2,470	4,292

CĐKT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	1,683	841	904	2,781
Đầu tư ngắn hạn	2,442	1,864	750	780
Phải thu ngắn hạn	10,896	9,663	12,347	12,594
Hàng tồn kho	12,330	12,219	16,463	16,792
TS ngắn hạn khác	323	443	458	803
TS ngắn hạn	27,674	25,029	30,923	33,751
Phải thu dài hạn	821	1,532	1,609	1,689
TSCĐ nguyên giá	723	859	867	876
Khấu hao	(358)	(411)	(472)	(534)
TSĐT nguyên giá	256	1,365	1,201	1,037
Khấu hao	(88)	(164)	(164)	(164)
TS dở dang dài hạn	1,170	427	435	444
ĐT dài hạn	4,697	4,777	4,777	4,777
TS dài hạn khác	12	19	20	35
TS dài hạn	7,232	8,405	8,273	8,160
Tổng TS	34,907	33,434	39,196	41,911
Nợ phải trả	6,733	6,241	6,506	7,068
Vay ngắn hạn	3,951	337	886	991
Tổng Nợ ngắn hạn	10,684	6,579	7,392	8,059
Vay dài hạn	3,687	3,322	2,675	3,920
Nợ dài hạn khác	2,690	3,313	6,812	3,973
Tổng Nợ dài hạn	6,377	6,635	9,487	7,893
Tổng Nợ phải trả	17,061	13,213	16,879	15,952
Vốn góp	7,676	7,676	7,676	7,676
Thặng dư vốn	2,744	2,744	2,744	2,744
Vốn chủ khác	2	2	2	2
Lãi chưa phân phối	5,646	7,754	9,650	12,944
Lợi ích CĐTS	1,777	2,045	2,245	2,593
Tổng VCSH	17,846	20,221	22,317	25,959
Tổng nguồn vốn	34,907	33,434	39,196	41,911

LCTT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
(Lỗ)/LNTT	1,697	2,891	2,622	4,555
Khấu hao và phân bổ	76	133	61	62
Thay đổi vốn lưu động	(1,077)	(91)	(4,039)	(4,560)
Điều chỉnh khác	(1,913)	70	264	362
LCTT từ HĐKD	(1,218)	3,002	(1,092)	418
Tiền chi mua TSCĐ	(274)	(1,099)	148	147
Đầu tư khác	(249)	1,329	1,106	(38)
LCTT từ HĐĐT	(523)	230	1,254	109
Tiền chi trả cổ tức	(0)	-	-	-
Tiền từ vay ròng	527	1,068	(99)	1,350
Tiền thu khác	335	(9,062)	-	-
LCTT từ HĐTC	861	(7,994)	(99)	1,350
Dòng tiền đầu kỳ	2,562	1,683	841	904
Tiền trong kì	(879)	(842)	63	1,877
Dòng tiền cuối kỳ	1,683	841	904	2,781

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	2.6	3.8	4.2	4.2
Hsố TT nhanh	1.4	1.9	1.9	2.0
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	49%	40%	43%	38%
Hsố Nợ/VCSH	96%	65%	76%	61%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	6,575	2,319	2,564	1,444
Số ngày phải thu ngắn hạn	4,185	628	775	451
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp (%)	28%	66%	60%	58%
Lợi nhuận LNST (%)	166%	40%	36%	36%
ROE (%)	9%	10%	8%	13%
ROA (%)	4%	6%	5%	8%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-78%	491%	3%	75%
Tăng trưởng EBIT	-1%	47%	-12%	71%
Tăng trưởng LNTT	-4%	70%	-9%	74%
Tăng trưởng EPS	3%	33%	-7%	74%
SLCP lưu hành (triệu)	768	768	768	768
BVPS	23,248	26,343	29,073	33,818

Nguồn: BSC Research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8,9 Tòa nhà Thái Holdings, 210 Đường
Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội.

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place, Số 93
Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1,
Thành phố Hồ Chí Minh.

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

