

## Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HSX: KBC)

- Q1/24, KBC ghi nhận lỗ 86 tỷ đồng do không ghi nhận doanh thu mảng cho thuê đất KCN;
- Chúng tôi dự báo LN ròng sẽ giảm 42% svck trong năm 2024 do ghi nhận doanh thu KCN giảm, tuy nhiên LN ròng sẽ tăng 26% svck vào năm 2025 với sự đóng góp của KCN Tràng Duệ 3;
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với KBC với giá mục tiêu 39,200 đ/CP.

### Q1/24 ghi nhận lỗ ròng do không ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN

KQKD Q1/24 của KBC không khả quan khi doanh thu đạt 152 tỷ đồng (-93% svck) và lỗ ròng 86 tỷ đồng. Nguyên nhân do công ty không ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN. Công ty còn khoảng 30 ha diện tích đất ký MOU từ năm 2023, phần diện tích này sẽ được bàn giao trong năm nay. Doanh thu mảng BĐS đạt 15 tỷ đồng (-30% svck), ghi nhận từ dự án Tràng Duệ và NOXH Nếnh.

### Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2024 giảm 42% svck, sau đó tăng trưởng 26% svck vào năm 2025 nhờ đóng góp từ KCN Tràng Duệ 3

Năm 2024-25, chúng tôi kỳ vọng mảng cho thuê đất KCN tích cực nhờ dòng vốn FDI, qua đó giúp diện tích cho thuê đất KCN đạt 80 ha/130 ha, doanh thu đạt 3,209 tỷ đồng (-39% svck)/4,807 tỷ đồng (+50% svck). Mảng BĐS sẽ có sự tăng trưởng tốt nhờ dự án NOXH Tràng Duệ và Nếnh đang dần hoàn thiện, dự kiến đưa vào kinh doanh trong năm nay. Chúng tôi ước doanh thu mảng BĐS năm 2024-25 đạt 637 tỷ đồng (+508% svck)/778 tỷ đồng (+22% svck). Tổng hợp lại, chúng tôi dự báo doanh thu KBC có thể đạt 4,411 tỷ đồng (-21% svck)/6,187 tỷ đồng (+40% svck), lợi nhuận ròng ước đạt 1,185 tỷ đồng (-42% svck)/1,492 tỷ đồng (+26% svck) trong năm 2024-25. Dự phóng KQKD 2024 của chúng tôi dựa trên cơ sở thận trọng khi xem xét đến khả năng dự án Tràng Duệ 3 chậm tiến độ, không ghi nhận doanh thu trong năm nay mà phải đợi sang năm 2025.

### Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là 39,200 đồng/CP

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu KBC với định giá là 39,200 đồng/CP dựa trên phương pháp SOTP. Luận điểm đầu tư: (1) Triển vọng ngành BĐS KCN khởi sắc khi thu hút FDI sẽ tích cực hơn sau khi Việt Nam tăng cường hợp tác với Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc (2) Quỹ đất thương phẩm còn lại lớn đảm bảo phát triển dài hạn (3) Dự án Tràng Duệ 3 và Tràng Cát đang được đẩy nhanh tiến độ để sớm đưa vào kinh doanh (4) Tình hình tài chính lành mạnh hơn sau khi thanh toán hết trái phiếu trước hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	950	5,618	4,411	6,187
LN ròng	1,526	2,031	1,185	1,492
Tăng trưởng doanh thu thuần	-77.6%	491.3%	-21.5%	40.3%
Tăng trưởng LN ròng	39.4%	33.0%	-41.6%	25.9%
Biên LN gộp	28.0%	65.8%	56.4%	52.4%
Biên EBITDA	225.5%	55.9%	48.1%	46.0%
ROAE	10.1%	11.9%	6.3%	7.4%
ROAA	4.6%	5.9%	3.2%	3.5%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,273	2,646	1,544	1,943
BVPS (VND/cổ phiếu)	20,933	23,679	25,222	27,166

(Nguồn: KBC, MBS Research)

### KHẢ QUAN

#### Giá mục tiêu

VND 39,200

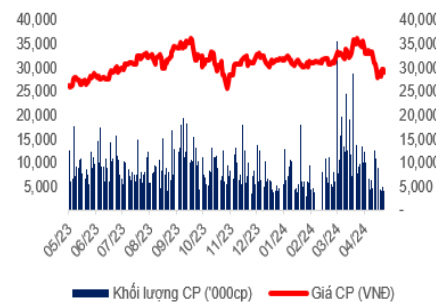
So với giá thị trường

27.3%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	30,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	36,100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25,500
Vốn hóa (tỷ VND)	23,834
P/E (TTM)	14.8
P/B	1.7
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	49%

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

- Triển vọng ngành BĐS KCN khởi sắc khi thu hút FDI sẽ tích cực hơn sau khi Việt Nam tăng cường hợp tác với Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc;
- Quỹ đất thương phẩm còn lại lớn đảm bảo phát triển dài hạn;
- Dự án Tràng Duệ 3 và Tràng Cát đang được đẩy nhanh tiến độ để sớm đưa vào kinh doanh;
- Tình hình tài chính lành mạnh hơn sau khi thanh toán hết trái phiếu trước hạn.

#### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu KBC với giá mục tiêu **39,200 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá 27.3% 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
<b>Khu công nghiệp</b>			<b>6,545</b>		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 15.9%. Các KCN khác tại Long An, Thái Nguyên, Hậu Giang, Hải Phòng vẫn đang trong quá trình xin chủ chương đầu tư hoặc xây dựng quy hoạch nên chúng tôi không đưa vào mô hình định giá
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	100%	1,864	1,864	DCF	
Quang Châu mở rộng	89%	280	249	DCF	
Tân Phú Trung	73%	2,114	1,539	DCF	
Tràng Duệ 3	89%	2,254	2,012	DCF	
CCN Hưng Yên	94%	938	881	DCF	
<b>Khu dân cư</b>			<b>14,688</b>		Dự án Tràng Duệ và NOXH Nén được đưa vào kinh doanh từ năm nay nên chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV. Dự án Tràng Cát, Phúc Ninh và Khu Ngoại giao đoàn đang hoàn thiện pháp lý nên chúng tôi áp dụng hệ số 1.5 lần giá trị BV.
Tràng Duệ	89%	239	213	RNAV	Đã bao gồm khu NOXH
Tràng Cát	100%	12,257	12,257		
Phúc Ninh	100%	1,670	1,670		
NOXH Nén	76%	511	388	RNAV	
Khu Ngoại giao đoàn	100%	160	160		
<b>Khác</b>			<b>1,993</b>		

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về KBC	Phương pháp	Ghi chú
<b>Tổng giá trị tài sản</b>			<b>23,226</b>		
(+) Tiền & tương đương tiền			580		
(+) Đầu tư ngắn hạn			7,515		
(+) Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết			4,372		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			398		
(-) Nợ vay			4,003		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			2,054		
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>			<b>30,034</b>		
Số lượng cổ phiếu			767,604,759		
<b>Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)</b>			<b>39,127</b>		

(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	58,800	78,000	Khả quan	60,858	50.8	30.2	3.3	3.1	6.5	10.6	2.3	3.8
Kinh Bắc	KBC	30,800	39,200	Khả quan	23,834	25.4	20.2	1.6	1.4	6.3	7.4	3.2	3.4
IDICO	IDC	62,700	55,500	Trung lập	20,691	12.4	12.1	3.9	3.7	32.4	31.1	9.5	9.9
Sonadezi Châu Đức	SZC	43,250	39,300	Trung lập	7,784	19.5	18.0	2.5	2.3	13.8	13.4	4.3	4.9
Viglacera	VGC	55,000	NA	Không khuyến nghị	24,659	16.0	15.5	2.4	2.3	15.8	16.1	6.2	6.3
<b>Trung bình ngành</b>						<b>24.8</b>	<b>19.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>15.0</b>	<b>15.7</b>	<b>5.1</b>	<b>5.7</b>

(Nguồn: MBS Research, Bloomberg)

### Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro suy thoái kinh tế khiến nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm sút;
- (2) Rủi ro giải phóng mặt bằng tại các dự án Trảng Duệ 3, Trảng Cát bị chậm tiến độ ảnh hưởng đến hiệu quả dự án;
- (3) Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao;
- (4) Rủi ro chính sách vĩ mô của Việt Nam, rào cản thương mại, hiệp định khu vực, toàn cầu mà Việt Nam tham gia.

## Cập nhật KQKD Q1/24

### Q1/24 ghi nhận lỗ ròng do không ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN

Hình 3: Tình hình KQKD Q1/24 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q1/24	Tăng trưởng yoy (%)	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>152</b>	<b>-93%</b>	
- KCN	0	-100%	Q1/24 công ty không ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN. Công ty còn khoảng 30 ha diện tích đất ký MOU từ năm 2023 (KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh 10 ha, Quang Châu mở rộng 16 ha, Tân Phú Trung 3 ha). Phần diện tích này sẽ được bàn giao trong năm nay.
- BĐS	15	-30%	Doanh thu ghi nhận từ NOXH Nénh và KĐT Trảng Duệ: Dự án NOXH Nénh đã khởi công 5 toà chung cư từ năm 2022, đang trong quá trình hoàn thiện và sẽ đưa vào sử dụng trong năm 2024. Dự án KĐT Trảng Duệ còn 15 căn biệt thự đang hoàn thiện thủ tục pháp lý để bàn giao và ghi nhận doanh thu trong năm nay.
- Phí DV	93	-4%	Đây là phí cung cấp dịch vụ điện, nước và dịch vụ khác trong KCN.
<b>Biên LNG</b>	<b>49%</b>	<b>-21%</b>	Biên LNG giảm do mảng cho thuê đất KCN không ghi nhận doanh thu trong kỳ, đây là mảng có biên LNG cao đạt 68% trong năm 2023
- KCN	N/A	N/A	
- BĐS	35%	1 điểm %	Biên LNG dự án NOXH thấp hơn so với loại hình BĐS khác
- Phí DV	51%	-9 điểm %	
Chi phí bán hàng	4	-98%	
Chi phí QLDN	111	17%	
Chi phí quản trị & bán hàng	114	-53%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	75%	+64 điểm %	
Doanh thu tài chính	68	-56%	Lãi tiền gửi, tiền cho vay giảm do lãi suất thấp hơn nhiều svck năm 2023
Chi phí tài chính	54	-59%	Chi phí vay giảm do quy mô nợ vay giảm sau khi công ty mua lại hết trái phiếu trong năm 2023
LNTT	-36	N/A	
Thuế TNDN	40	-84%	
<b>LN ròng</b>	<b>-86</b>	<b>N/A</b>	KBC lỗ ròng trong Q1/2024 do không ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN.

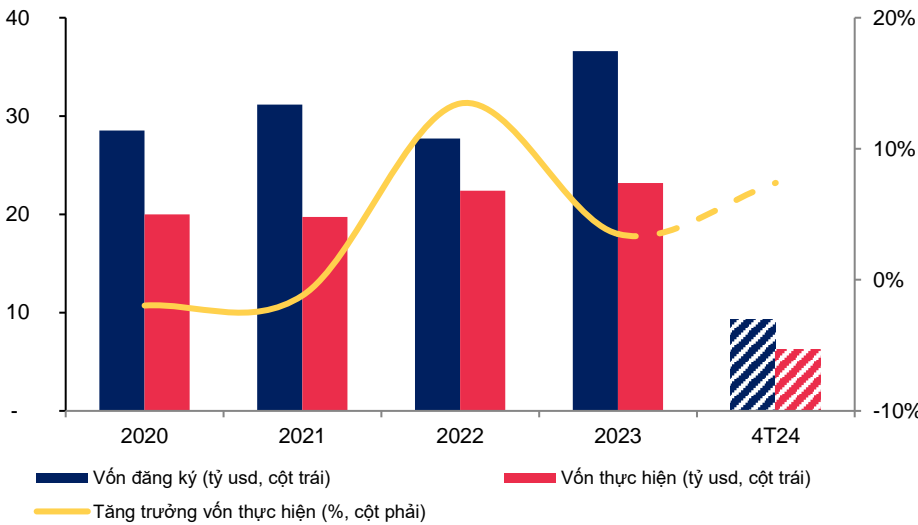
(Nguồn: KBC, MBS Research)

## Mảng KCN: Tiềm năng phát triển dài hạn nhờ quỹ đất lớn

### Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng mạnh trong 4 tháng đầu năm

Trong 4 tháng đầu năm 2024, vốn FDI đăng ký đạt 9.27 tỷ USD và vốn FDI giải ngân đạt 6.28 tỷ USD, tăng trưởng lần lượt 4.5% và 7.4% svck. Bắc Ninh và TPHCM là hai địa phương nằm trong Top 5 cả nước về thu hút FDI với vốn đăng ký lần lượt đạt 0.99 tỷ USD (+62.4% svck) và 0.91 tỷ USD (-6.5% svck). Đây là mức thu hút vốn đầu tư tốt trong bối cảnh kinh tế thế giới khó khăn khi nhiều quốc gia thắt chặt chính sách tiền tệ. Dòng vốn FDI duy trì đà tăng tốt là nhờ: (1) các hiệp định FTA đã ký (2) năng suất lao động đang được cải thiện tích cực (3) chi phí điện hấp dẫn (4) cơ sở hạ tầng giao thông được đầu tư.

Hình 4: Dòng vốn FDI vào Việt Nam



(Nguồn: Bộ KHĐT)

### Quỹ đất lớn, khả năng lấp đầy nhanh nhờ vị trí thuận lợi

Hình 5: Dự án KCN đang kinh doanh

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng DT (ha)	DT thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	2023			2024F			2025F		
					Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu
<b>Dự án đã lấp đầy</b>													
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%									
<b>Dự án đang triển khai</b>													
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	100%	300	204	50%	145	71.9	2,504	155	25	989	166	25	1,079
Quang Châu mở rộng	89%	90	67	77%	130	51.7	2,025	137	16	546			
Tân Phú Trung	73%	543	347	68%	190	16.9	774	200	25	1,272	209	25	1,362
Tràng Duệ 3	89%	687	456	0%							149	50	1,936
CCN Hưng Yên	94%	225		0%				105	15	402	110	15	430

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng DT (ha)	DT thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	2023			2024F			2025F		
					Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu
<b>Dự án sẽ triển khai</b>													
Tân Tập	57%	654	461										
Lộc Giang	73%	466	327										
Phú Bình		675											
Sông Hậu 2		380											
CCN Tân Tập	89%	71											
CCN Phước Vĩnh Đông 1	100%	50	35										
CCN Phước Vĩnh Đông 2	89%	49	31										
CCN Phước Vĩnh Đông 4	73%	50	36										
CCN phụ trợ Trảng Duệ	89%	59											

(Nguồn: KBC, MBS Research)

KBC đang đầu tư, quản lý 10 KCN tại Việt Nam với tổng diện tích quy hoạch gần 3,300 ha, diện tích đất thương phẩm khoảng 2,200 ha, diện tích còn lại để cho thuê tính tới cuối năm 2023 là hơn 900 ha tại 5 dự án KCN gồm Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quang Châu và Quang Châu mở rộng, Tân Phú Trung, Trảng Duệ 3 và cụm công nghiệp tại Hưng Yên.

**Dự án đang kinh doanh:**

- ✓ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh tại tỉnh Bắc Ninh có vị trí rất thuận lợi, nằm tiếp giáp Quốc lộ 38, cách thành phố Hà Nội 42 km. Tỷ lệ lấp đầy đạt gần 50% chỉ sau 3 năm vận hành, giá cho thuê đạt 140-150 USD/m<sup>2</sup>. Tại Bắc Ninh, diện tích đất dành cho phát triển KCN không còn nhiều (tỷ lệ lấp đầy đạt trên 90%), 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 nghệ cao. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ lấp đầy trong 4-5 năm tới, giá cho thuê tăng trưởng 7% (ngang với mức tăng tại tỉnh Bắc Ninh năm 2023), diện tích cho thuê hàng năm đạt 25 ha, doanh thu và lợi nhuận năm 2024 dự phóng đạt 989 tỷ đồng và 443 tỷ đồng.
- ✓ KCN Quang Châu mở rộng có diện tích 90 ha, diện tích đất thương phẩm là 67.4 ha. Năm 2023, dự án đã ghi nhận doanh thu khoảng 2,000 tỷ đồng cho 51.71 ha. Phần diện tích còn lại đã có KH thuê. Công ty sẽ ghi nhận doanh thu trong năm 2024, ước đạt 546 tỷ đồng, lợi nhuận đạt 286 tỷ đồng, biên LNST đạt trên 50%. Dự án lấp đầy sau 2 năm hoạt động.
- ✓ KCN Tân Phú Trung tại TP.HCM – đây là thị trường tiêu dùng rộng lớn, năng động nhất cả nước, dễ tuyển lao động, giá cho thuê đất tốt – có diện tích thương phẩm còn lại khoảng 100 ha, giá cho thuê cao đạt 190 USD/m<sup>2</sup>. Chúng tôi cho rằng giá cho thuê đất KCN tại TPHCM sẽ tăng trưởng 5%/năm thấp hơn so với trung bình cả nước do chi phí thuê mặt bằng và chi phí dịch vụ cao hơn nhiều so với các tỉnh lân cận là cản trở cho doanh nghiệp đầu tư tại đây. Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê đạt 25 ha, giá cho thuê đạt 200 USD/m<sup>2</sup>, doanh thu ước đạt 1,272 tỷ đồng (+64% svck).

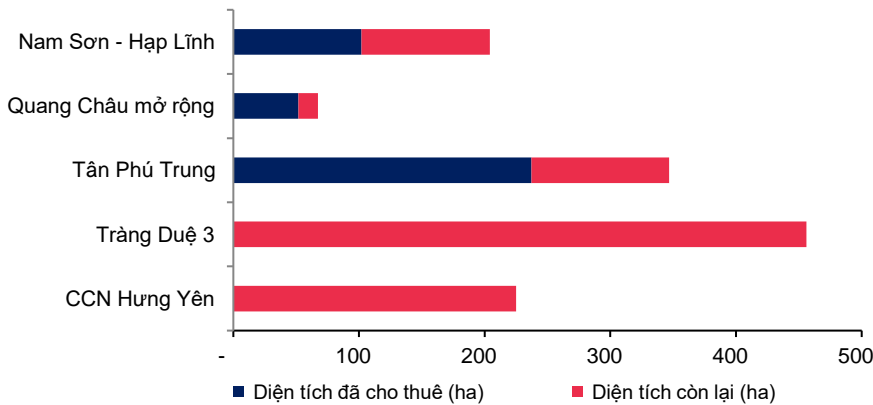


**Dự án sắp triển khai**

- ✓ KCN Tràng Duệ 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, dự kiến đưa vào vận hành vào năm 2024-25. Theo thông tin từ KBC, diện tích thương phẩm ước tính trên diện tích đã đền bù khoảng 200 ha. KBC đã kí MOU cho thuê hơn 100 ha, trong đó LG Display dự kiến thuê 80 ha, giá thuê khoảng 130-140 USD/m<sup>2</sup>. Chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê trung bình hàng năm đạt 50 ha, doanh thu trung bình trong 3 năm tới đạt 1,900-2,300 tỷ đồng.
- ✓ 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 kiến đưa vào kinh doanh trong năm 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.

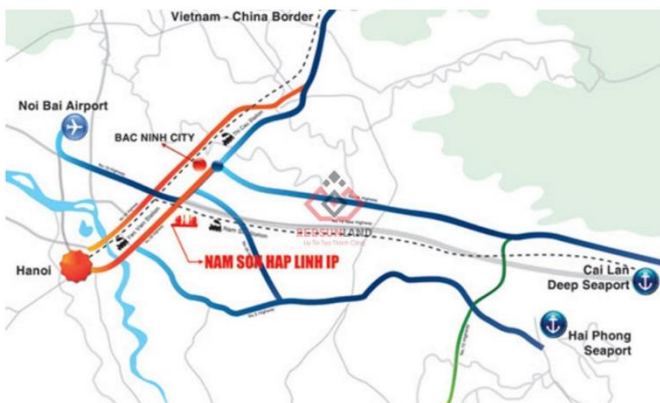
Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê đất KCN năm 2024-25 đạt 80 ha/130 ha. Doanh thu cho thuê đất KCN năm 2024-25 đạt 3,209 tỷ đồng (-39% svck)/4,807 tỷ đồng (+50% svck).

**Hình 6: Diện tích cho thuê tại các dự án KCN cuối năm 2023**

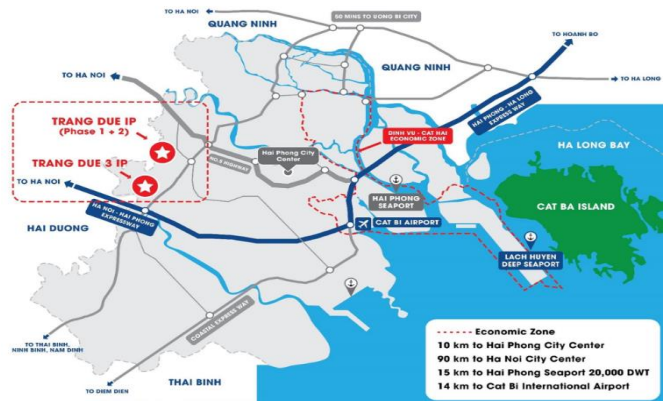


(Nguồn: KBC)

**Hình 7: KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh**



**Hình 8: KCN Tràng Duệ 3**



(Nguồn: KBC)

## Mảng BĐS: Các vấn đề về pháp lý đang dần được tháo gỡ

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 trong năm 2024. 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 bán 80% căn hộ trong năm 2024.
Tràng Cát	Hải Phòng	100%	585	Đã có quy hoạch 1/500, đang chờ phê duyệt cấp phép xây dựng. Chúng tôi dự kiến dự án có thể đưa vào kinh doanh vào cuối 2025.
Phúc Ninh	Bắc Ninh	100%	115	Đang chờ phê duyệt thủ tục pháp lý để ghi nhận doanh thu
NOXH Nếnh	Bắc Giang	76%	13	Đưa vào sử dụng 5 toà trong năm 2024
Khu Ngoại giao đoàn	Hà Nội	100%	2	Tìm kiếm đối tác hợp tác đầu tư

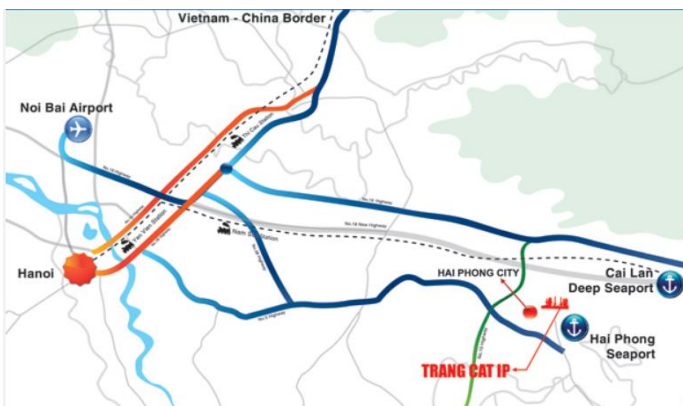
(Nguồn: KBC)

### 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 là hơn 11,329 tỷ đồng. Tính tới Q1/24, dự án đã GPMB được khoảng 100 ha, giá trị đầu tư đạt 8,243 tỷ đồng – đây là tiền sử dụng đất, chi phí đền bù GPMB. Công ty sẽ bán buôn tại dự án này, giá bán hiện khoảng 25-30 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Về pháp lý, dự án đã được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500, hiện đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý còn lại để được cấp phép xây dựng, mở bản dự án.

Theo thông tin từ KBC, công ty đang đàm phán với đối tác Đài Loan để phát triển dự án. Mới đây, 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. Hiện tại dự án gần như chưa có công trình hạ tầng nào được triển khai xây dựng, còn một số thủ tục pháp lý cần hoàn thiện. Chúng tôi đánh giá dự án khó kịp tiến độ để thực hiện kinh doanh trong năm 2024 theo kế hoạch của doanh nghiệp mà có thể phải lùi tiến độ kinh doanh sang cuối năm 2025.

Hình 10: Dự án Tràng Cát



(Nguồn: KBC)



(Nguồn: Cafeland)



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

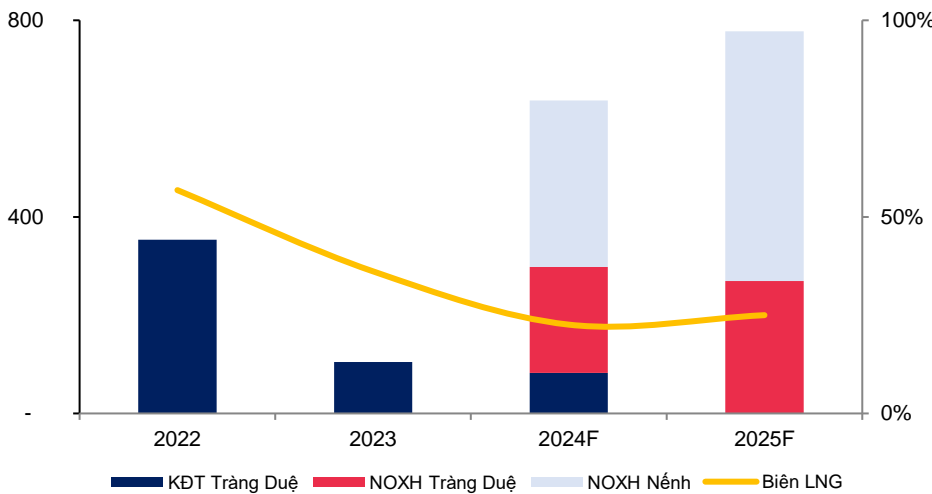
KĐT Tràng Duệ có diện tích đất 42 ha, diện tích đất thương phẩm 23 ha, được triển khai từ năm 2019. Hiện dự án còn 15 căn biệt thự đang chờ hoàn thiện pháp lý để ghi nhận doanh thu trong năm nay. Chúng tôi dự phóng doanh thu ghi nhận còn lại khoảng 80-100 tỷ đồng. Điểm tích cực của dự án là khu NOXH giai đoạn 1 (768 căn) đang được hoàn thiện xây dựng, dự kiến bán 80% căn hộ trong năm nay với doanh thu ước đạt 260 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 cuối năm 2023, 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.

Ngoài ra, dự án Tân Phú Trung (47 ha) cũng đang trong giai đoạn hoàn thiện thủ tục pháp lý, dự án tái định cư Lộc Giang (31 ha) đang trong quá trình lập quy hoạch 1/500.

Nhìn chung, các dự án BĐS của KBC đang dần được tháo gỡ vướng mắc. Dự án NOXH Tràng Duệ và Nénh sẽ đóng góp chính vào doanh thu BĐS của công ty trong năm 2024-25. Doanh thu BĐS ước đạt 637 tỷ đồng (+508% svck)/778 tỷ đồng (+22% svck) trong năm 2024-25.

**Hình 11: Doanh thu dự án BĐS**



(Nguồn: MBS Research)

**Hình 12: Tiến độ kinh doanh các dự án BĐS**

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Sau 2026
KĐT Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	■	■	■	■	■	■	■
NOXH Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	■	■	■	■	■	■	■
Tràng Cát	Hải Phòng	100%	■	■	■	■	■	■	■
NOXH Nénh	Bắc Giang	76%	■	■	■	■	■	■	■

(Nguồn: KBC, MBS Research)

## Dự phóng LN ròng năm 2024 giảm 42% svck

Hình 13: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024 – 25 (Đơn vị: Tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	2023	2024	svck	2025	svck	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>5,618</b>	<b>4,411</b>	<b>-21%</b>	<b>6,187</b>	<b>40%</b>	
<i>KCN</i>	5,221	3,209	-39%	4,807	50%	Chúng tôi chưa đưa dự án Trảng Duệ 3 vào năm 2024 do dự án chưa hoàn thiện xong thủ tục pháp lý để đưa vào kinh doanh. Kỳ vọng sang năm 2025, dự án cho thuê được 50 ha.
<i>BDS</i>	105	637	508%	778	22%	Thị trường BĐS có dấu hiệu hồi phục. Một số dự án đang hoàn thiện, sẵn sàng ghi nhận doanh thu trong năm 2024-25 như dự án NOXH Trảng Duệ, NOXH Nénh.
<i>Phí DV</i>	386	406	5%	426	5%	Phí DV tăng trưởng đều 5%/năm khi KH trong KCN hết thời hạn được miễn, giảm phí trong những năm đầu hoạt động.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,695</b>	<b>2,490</b>	<b>-33%</b>	<b>3,241</b>	<b>30%</b>	
<i>KCN</i>	3,527	2,039	-42%	2,708	33%	
<i>BDS</i>	38	144	280%	194	35%	
<i>Phí DV</i>	209	227	9%	247	9%	
<b>Biên LNG</b>	<b>66%</b>	<b>56%</b>	<b>-9 điểm %</b>	<b>52%</b>	<b>-4 điểm %</b>	
<i>KCN</i>	68%	64%	-4 điểm %	56%	-7 điểm %	
<i>BDS</i>	36%	23%	-14 điểm %	25%	2 điểm %	Chúng tôi dự phóng doanh thu từ KĐT Trảng Duệ đạt 83 tỷ đồng, biên LNG đạt 49% trong năm 2024. Biên LNG dự án NOXH thấp hơn so với loại hình BDS khác.
<i>Phí DV</i>	54%	56%	2 điểm %	58%	2 điểm %	
<b>% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>-2 điểm %</b>	<b>13%</b>	<b>0%</b>	Tỷ lệ này duy trì ổn định khoảng 13-15%
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>426</b>	<b>351</b>	<b>-18%</b>	<b>567</b>	<b>61%</b>	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>426</b>	<b>571</b>	<b>34%</b>	<b>716</b>	<b>25%</b>	Chúng tôi dự phóng công ty tăng quy mô vay nợ trong năm 2024-25 để tài trợ vốn cho dự án Trảng Duệ 3 và Trảng Cát. Theo thông tin từ BLĐ, công ty có thể phát hành trái phiếu trong năm nay nếu thị trường thuận lợi.
<b>LNTT</b>	<b>2,891</b>	<b>1,692</b>	<b>-41%</b>	<b>2,284</b>	<b>35%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>2,031</b>	<b>1,185</b>	<b>-42%</b>	<b>1,492</b>	<b>26%</b>	Dự phóng lợi nhuận năm 2024 giảm 42% từ mức lợi nhuận cao nhất trong lịch sử của năm 2023.
<b>EPS (đồng/CP)</b>	<b>2,646</b>	<b>1,544</b>	<b>-42%</b>	<b>1,943</b>	<b>26%</b>	

(Nguồn: MBS Research)

Năm 2024 KBC đặt kế hoạch doanh thu đạt 9,000 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 4,000 tỷ đồng, diện tích cho thuê đất KCN đạt 150 ha. Chúng tôi cho rằng kế hoạch kinh doanh năm 2024 đặt ra là rất thách thức nếu dự án Trảng Duệ 3 và Trảng Cát tiếp tục chậm triển khai. Với kịch bản thận trọng, chúng tôi chưa đưa hai dự án này vào dự báo KQKD năm 2024, qua đó chúng tôi dự phóng doanh thu năm nay ước đạt 4,411 tỷ đồng (bằng 49% kế hoạch) và lợi nhuận ước đạt 1,354 tỷ đồng (bằng 34% kế hoạch).

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKDK	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu thuần	950	5,618	4,411	6,187	LN trước thuế	1,697	2,891	1,692	2,284
Giá vốn hàng bán	(685)	(1,923)	(1,921)	(2,946)	Khấu hao	76	133	142	152
Lợi nhuận gộp	266	3,695	2,490	3,241	Thuế đã nộp	-	-	-	-
Chi phí quản lý DN	(464)	(458)	(353)	(495)	Các khoản điều chỉnh khác	(1,913)	70	(4,961)	696
Chi phí bán hàng	(46)	(354)	(200)	(288)	Thay đổi VLD	(1,077)	(91)	(3,451)	(1,918)
LN từ HKDK	(245)	2,883	1,937	2,458	<b>LCTT từ HKDK</b>	<b>(1,218)</b>	<b>3,002</b>	<b>(6,578)</b>	<b>1,214</b>
EBITDA thuần	(321)	2,750	1,795	2,305	Đầu tư TSCĐ	(274)	(1,251)	(317)	(218)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>(245)</b>	<b>2,883</b>	<b>1,937</b>	<b>2,458</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	-	-	-
Thu nhập lãi	340	426	351	567	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(523)</b>	<b>153</b>	<b>5,363</b>	<b>(922)</b>
Chi phí tài chính	(595)	(426)	(571)	(716)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	335	130	-	-
Thu nhập ròng khác	10	17	(25)	(25)	Tiền vay ròng nhận được	527	(3,997)	1,735	570
TN từ các Cty LK & LD	2,187	(8)	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>1,697</b>	<b>2,891</b>	<b>1,692</b>	<b>2,284</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(0)	(130)	-	-
Thuế TNDN	(120)	(646)	(338)	(457)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>861</b>	<b>(3,997)</b>	<b>1,735</b>	<b>570</b>
Lợi nhuận sau thuế	1,577	2,245	1,354	1,827	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,562	1,683	841	1,361
Lợi ích cổ đông thiểu số	50	214	169	335	LC tiền thuần trong năm	(879)	(842)	520	861
<b>LN ròng</b>	<b>1,526</b>	<b>2,031</b>	<b>1,185</b>	<b>1,492</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>1,683</b>	<b>841</b>	<b>1,361</b>	<b>2,222</b>
Chi trả cổ tức	(0)	(130)	-	-	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>Dec-22</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	<b>Dec-25</b>
Lợi nhuận giữ lại	1,526	1,900	1,185	1,492	Tăng trưởng doanh thu thuần	-78%	491%	-21%	40%
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>Dec-22</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	<b>Dec-25</b>	Tăng trưởng EBITDA	-118%	-957%	-35%	28%
Tiền và tương đương tiền	1,683	841	1,361	2,222	Tăng trưởng LN từ HKDK	-13%	-1178%	67%	127%
Đầu tư ngắn hạn	2,442	1,864	7,646	7,669	Tăng trưởng LN trước thuế	-4%	70%	-41%	35%
Phải thu khách hàng	958	615	1,334	1,262	Tăng trưởng LN ròng	39%	33%	-42%	26%
Hàng tồn kho	12,330	12,219	13,441	14,785	Tăng trưởng EPS	17%	11%	-45%	26%
Tổng tài sản ngắn hạn	27,674	25,029	33,276	36,223	Biên LN gộp	28%	66%	56%	52%
Tài sản cố định	365	449	512	584	Biên EBITDA	226%	56%	48%	46%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên LN ròng	161%	36%	27%	24%
BĐS đầu tư	168	1,201	1,125	1,049	ROAE	10%	12%	6%	7%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAA	5%	6%	3%	3%
Đầu tư vào công ty LD, LK	4,697	4,777	4,787	4,785	ROIC	6%	9%	4%	5%
Khoản đầu tư dài hạn khác	1,181	446	634	704	Vòng quay tài sản	0.03	0.16	0.12	0.15
Tổng tài sản dài hạn	7,232	8,405	7,850	7,946	Cổ tức chi trả/LN ròng	0%	6%	0%	0%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>34,907</b>	<b>33,434</b>	<b>41,126</b>	<b>44,169</b>	Tổng nợ vay/VCSH	43%	18%	25%	25%
Vay & nợ ngắn hạn	3,951	337	1,560	1,619	Nợ vay ròng/VCSH	33%	14%	19%	16%
Phải trả người bán khác	453	436	299	311	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	17%	8%	10%	8%
Phải trả ngắn hạn khác	3,983	3,429	2,529	2,815	Khả năng thanh toán lãi vay	-0.5	7.1	3.4	3.4
Tổng nợ ngắn hạn	10,684	6,579	6,453	6,873	Số ngày phải thu	368	40	110	74
Vay & nợ dài hạn	3,687	3,322	3,834	4,345	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	6,575	2,319	2,554	1,832
Các khoản phải trả khác	2,690	3,313	9,264	9,550	Số ngày phải trả tiền bán	242	83	57	39
Tổng Nợ dài hạn	6,377	6,635	13,099	13,894	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.6	3.8	5.2	5.3
<b>Tổng nợ</b>	<b>17,061</b>	<b>13,213</b>	<b>19,552</b>	<b>20,767</b>	Khả năng thanh toán nhanh	1.4	1.9	3.1	3.1
Vốn điều lệ	7,676	7,676	7,676	7,676	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.4	1.4	1.4
Thặng dư vốn cổ phần	2,744	2,744	2,744	2,744	<b>Định giá</b>				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS	2,273	2,646	1,544	1,943
LN giữ lại	5,646	7,754	8,939	10,431	BVPS	20,933	23,679	25,222	27,166
Các quỹ thuộc VCSH	2	2	2	2	P/E	17.2	14.8	25.4	20.2
Vốn chủ sở hữu	16,068	18,176	19,361	20,853	P/B	1.9	1.7	1.6	1.4
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,777	2,045	2,214	2,549					
Tổng vốn chủ sở hữu	17,846	20,221	21,575	23,402					
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>34,907</b>	<b>33,434</b>	<b>41,126</b>	<b>44,169</b>					

(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](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

**Giám đốc Khối Nghiên cứu**  
Trần Thị Khánh Hiền

**Trưởng phòng**  
Nguyễn Tiến Dũng

**Vĩ mô & Chiến lược thị trường**  
Ngô Quốc Hưng  
Lê Minh Anh  
Nguyễn Phú Cường

**Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính**  
Đinh Công Luyến  
Đỗ Lan Phương  
Nguyễn Đức Hào

**Bất động sản**  
Nguyễn Minh Đức  
Nguyễn Minh Trí  
Lê Hải Thành

**Dịch vụ - Tiêu dùng**  
Nguyễn Quỳnh Ly

**Công nghiệp – Năng lượng**  
Nguyễn Hà Đức Tùng  
Phạm Thị Thanh Huyền