

# TCT phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

## Tràng Duệ 3 là động lực tăng trưởng dài hạn

14/12/2023

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
 anhntn@kbsec.com.vn

9T2023, KBC ghi nhận doanh thu 4,798 tỷ VND (+272% yoy) và LNST 2,086 tỷ VND (-2% yoy)

9T2023, KBC ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt 4,798 tỷ VND (+272% yoy) và 2,086 tỷ VND (-2% yoy) nhờ ghi nhận doanh số bán đất lên tới 132 ha. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh nghiệp đã hoàn thành lần lượt 54% doanh thu và 52.2% LNST kế hoạch đề ra cho 2023.

Tuy khó có thể duy trì được mức doanh số như đầu 2023, doanh số cho thuê đất của KBC vẫn ở mức khả quan trong thời gian tới, dự kiến sớm ghi nhận nốt 50ha đã kí MOU

Doanh thu cho thuê đất KCN của KBC sẽ tiếp tục ghi nhận khả quan do: (1) diện tích cho thuê đất KCN của KBC kì vọng ở mức tích cực trong các quý tới đến nhờ các hợp đồng ghi nhớ đã kí kết, quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn, nhu cầu thuê đất KCN vẫn tiếp tục tăng theo đà hồi phục của dòng vốn FDI vào Việt Nam và (2) giá thuê đất KCN dự kiến tăng 6-10%/năm trong 2 năm tới.

Tràng Duệ 3 đã được thông qua quy hoạch điều chỉnh 1/2000, dự kiến hoàn thành thủ tục pháp lý trong nửa đầu 2024

Tháng 11/2023, UBND TP Hải Phòng công bố quy hoạch phân khu tỷ lệ 1/2000 dự án KCN Tràng Duệ 3. Với tiến độ như hiện nay, đặc biệt với sự nhắc nhở đẩy nhanh tiến độ của Hải Phòng, Tràng Duệ 3 dự kiến sẽ hoàn thành thủ tục pháp lý, bắt đầu khởi công dự án trong 1H2024, đóng góp đáng kể cho doanh thu từ KCN của KBC ngay sau khi bắt đầu cho thuê.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 39,300 VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KBC, mức giá mục tiêu là 39,300 VND/cổ phiếu, cao hơn 25% so với mức giá đóng cửa 31,450 VND ngày 13/12/2023.

## Mua duy trì

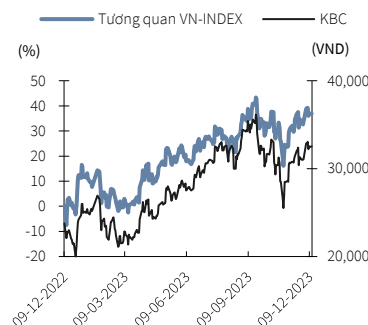
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>39,300 VND</b>
Tăng/giảm (%)	25%
Giá hiện tại (13/12/2023)	31,450 VND
Giá mục tiêu thị trường	36,100 VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/triệu USD)	24,141/995

<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	75%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/ triệu USD)	281/11.6
Sở hữu nước ngoài (%)	21.64%
Cổ đông lớn	Ông Đặng Thành Tâm - Chủ tịch HĐQT (18.1%)

<b>Biến động giá cổ phiếu</b>				
(%)	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối	6	-6	18	37
Tương đối	3	3	17	37

### Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,246	957	6,158	4,148
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	954	1,596	2,393	1,547
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	782	1,547	2,154	1,393
EPS (vnd)	1,586	2,019	2,806	1,814
Tăng trưởng EPS (%)	232%	27%	39%	-35%
P/E (x)	15.3	15.6	11.2	17.3
P/B (x)	2.2	1.0	1.3	1.2
ROE (%)	5.9%	8.9%	12.7%	7.6%
Tỷ suất cổ tức	0.7%	0.4%	0.7%	0.0%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

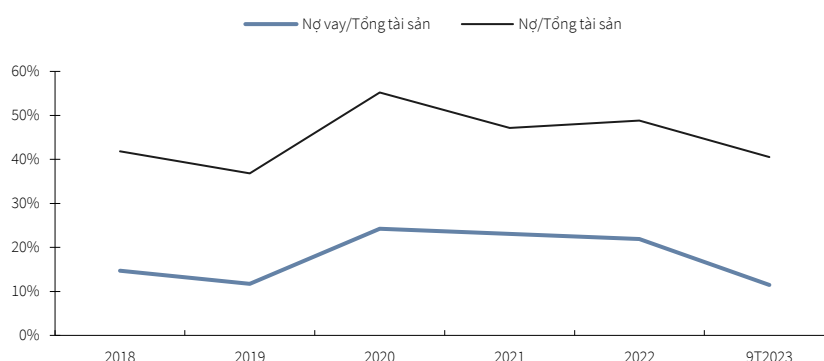
**Bảng 1. Cập nhật KQKD**

	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	9T2022	9T2023	+/-% YoY	Chú thích
<b>Doanh thu thuần</b>	203	247	22%	1,289	4,798	272%	Hoàn thành 54% kế hoạch doanh thu 2023 (9,000 tỷ VND)
-Cho thuê đất KCN & CSHT	76	216	184%	662	4,567	590%	3Q2023, KBC ghi nhận doanh thu cho thuê đất mới. 9T2023, KBC ghi nhận doanh thu cho thuê tổng 132 ha từ Quang Châu, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Tân Phú Trung
-Chuyển nhượng dự án KDT	207	50	-76%	342	79	-77%	
-Cung cấp dịch vụ	95	108	14%	247	280	13%	
Lợi nhuận gộp	97	111	14%	560	3,309	491%	
<i>Biên gộp</i>	47.8%	44.9%	-2.9ppts	43.4%	69.0%	+25.6ppts	Biên gộp tăng do tăng tỷ trọng doanh thu của mảng cho thuê đất KCN, vốn là mảng có biên gộp cao nhất (cao hơn trung bình ngành do đất cho thuê đã chuẩn bị mặt bằng từ lâu, chi phí thấp)
Thu nhập tài chính	83	58	-30%	234	350	50%	Lãi tiền gửi tăng gần 5 tỷ VND. Ngoài ra KBC còn ghi nhận được khoản lãi chuyển nhượng cổ phần tại Công ty TNHH MTV Đầu tư Kinh Bắc – Đà Nẵng gần 109 tỷ VND
Chi phí tài chính	140	39	-72%	441	326	-26%	Chi phí tài chính 3Q2023 giảm mạnh do giảm chi phí nợ vay, tổng nợ của KBC đã giảm chỉ còn hơn 3,800 tỷ VND (-49% YTD), lãi tiền vay đã giảm hơn 100 tỷ VND
SG&A	75	76	1%	324	672	107%	Chi phí bán hàng tăng chủ yếu do khoản tăng hơn 260 tỷ VND phí tư vấn pháp lý và môi giới bán hàng
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh	1,997	-2	-100%	2,210	-1	-100%	9T2023, KBC ghi nhận lỗ từ CTCP Đầu tư Sài Gòn Đà Nẵng hơn 5 tỷ VND, KCN Sài Gòn Nhơn Hội ghi nhận lãi hơn 4 tỷ VND trong khi 2022, KBC ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến từ định giá lại khoản đầu tư vào CTCP Đầu tư Sài Gòn – Đà Nẵng
LNTT	1,959	47	-98%	2,251	2,652	18%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,936</b>	<b>19</b>	<b>-99%</b>	<b>2,135</b>	<b>2,086</b>	<b>-2%</b>	Hoàn thành 52.2% kế hoạch LNST 2023 (4,000 tỷ VND)

Nguồn: KBC, KBSV

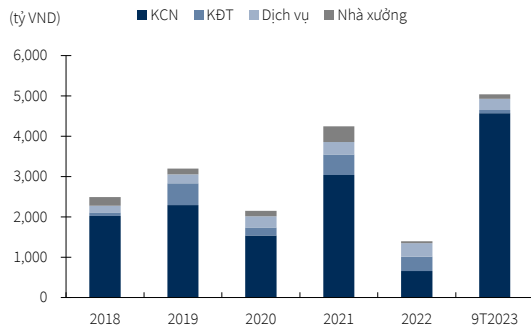
**Biểu đồ 2. Cơ cấu nợ vay KBC từ 2018 đến nay**

Tại thời điểm cuối 3Q2023, tổng nợ phải trả của Kinh Bắc giảm gần 20% so với đầu năm còn 13,684 tỷ VND. Trong đó, nợ tài chính còn 3,868 tỷ VND (-49.4% YTD) do đã thanh toán hết các khoản nợ trái phiếu. Hiện KBC không còn dư nợ trái phiếu, giảm gánh nặng về lãi vay cho doanh nghiệp.



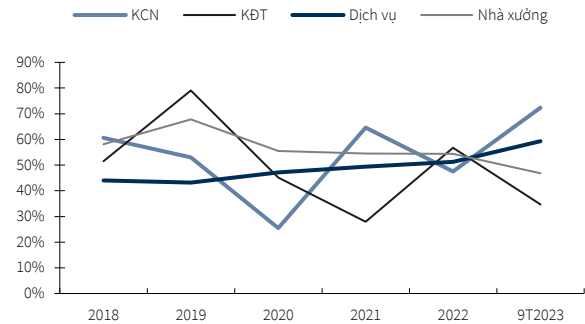
Nguồn: KBC

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu KBC



Nguồn: KBC

Biểu đồ 4. Biên góp các mảng kinh doanh chính của KBC



Nguồn: KBC

Tuy khó có thể duy trì được mức doanh số như đầu 2023, doanh số cho thuê đất của KBC vẫn ở mức khả quan trong thời gian tới do: (1) KBC sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn và (2) nhu cầu thuê đất KCN vẫn tiếp tục tăng theo đà hồi phục của dòng vốn FDI vào Việt Nam

Từ đầu năm đến nay, KBC đã ghi nhận doanh thu cho thuê tổng cộng 132 ha cho Foxconn và Goertek. Dự kiến doanh số cho thuê đất KCN của KBC sẽ tiếp tục ở mức khả quan trong thời gian tới:

- 55ha còn lại KBC đã kí kết hợp đồng ghi nhớ với đối tác nhưng chưa thể ghi nhận doanh thu (do khách thuê vẫn chưa hoàn thiện hồ sơ đầu tư tại Việt Nam kịp thời) kì vọng sẽ hoàn thành chuyển giao từ nay cho đến 1Q2024.
- KBC sở hữu quỹ đất lớn đảm bảo tiềm năng tăng trưởng cho doanh nghiệp trong dài hạn. Tính đến đầu năm nay, KBC có tới hơn 6,386 ha đất KCN – chiếm 5.19% quỹ đất KCN của cả nước, trong đó quỹ đất sẵn sàng cho thuê hiện nằm ở các KCN Quang Châu MR, Tân Phú Trung và Nam Sơn Hạp Lĩnh. Mới đây đầu tháng 11/2023, KBC công bố nghị quyết phê duyệt đầu tư xây dựng KCN sông Hậu 2 với quy mô khoảng 380ha.
- Vốn FDI vào Việt Nam kì vọng sẽ tiếp tục đà hồi phục từ giữa năm đến nay, kéo theo tác động tích cực tới nhu cầu thuê đất KCN. KBC là doanh nghiệp hưởng lợi nhất khi sở hữu quỹ đất lớn tại các vị trí đặc địa tại cả miền Bắc và miền Nam.

Ảnh 5. KCN Quang Châu



Nguồn: KBC

Ảnh 6. KCN Tân Phú Trung



Nguồn: KBC

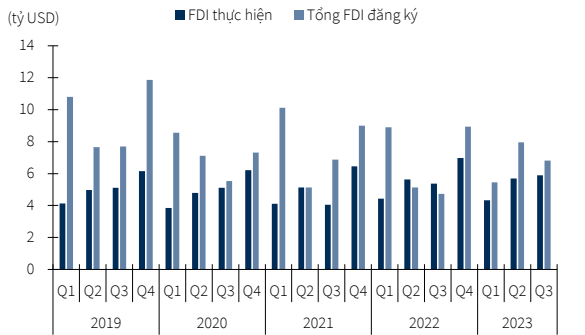
**Giá cho thuê đất KCN của KBC dự kiến tiếp tục tăng từ 6-10% trong 2024**

Theo báo cáo 3Q2023 của CBRE, giá cho thuê đất KCN tại thị trường cấp 1 khu vực phía Nam và phía Bắc lần lượt đạt 189 USD/m<sup>2</sup>/thời gian còn lại (+13% yoy) và 131 USD/m<sup>2</sup>/thời gian còn lại (+12% yoy). Tỷ lệ lấp đầy trung bình tại khu vực miền Nam và miền Bắc lần lượt là 91.8% và 80.2%, ghi nhận tăng so với cùng kỳ 2022. Các KCN của KBC đều nằm ở vị trí đắc địa, thu hút được nhiều tập đoàn nước ngoài lớn vào thuê. Giá các hợp đồng kí kết từ đầu năm đến nay đều ở mức cao hơn 8-10% so với 2022. Chúng tôi dự kiến giá thuê đất KCN của KBC sẽ tiếp tục tăng ở mức từ 6-10%/năm trong 2 năm tới theo đà tăng giá của toàn ngành: (1) nguồn cung mới vẫn đang hạn chế do thủ tục pháp lý kéo dài, (2) dòng vốn FDI vào Việt Nam diễn biến tích cực dẫn đến cầu KCN tăng, kéo giá cho thuê đất KCN tăng theo.

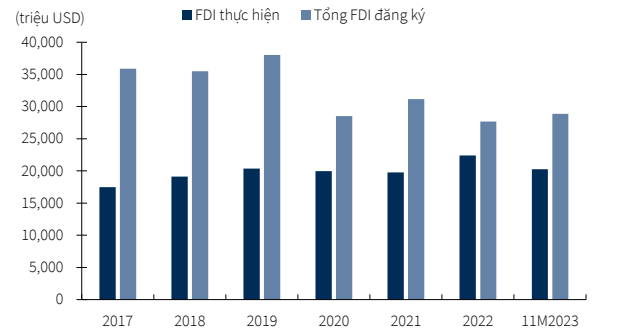
**Luật Thuế tối thiểu toàn cầu (thuế TTTC) áp dụng từ 1/1/2024 dự kiến sẽ ảnh hưởng nhất định tới vốn FDI vào Việt Nam, tuy nhiên dự kiến chưa ảnh hưởng nhiều đến tiềm năng tăng trưởng của KBC**

Ngày 29/11 vừa qua, Quốc hội đã thông qua nghị quyết về việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu từ 01/01/2024. Cụ thể, mức thuế tối thiểu toàn cầu được quy định là 15%, áp dụng với các công ty đa quốc gia có tổng thu nhập hợp nhất toàn cầu từ 750 triệu EUR (800 triệu USD) trong ít nhất 2 năm của 4 năm liền kề gần nhất. Dự kiến có khoảng 122 tập đoàn đa quốc gia đầu tư vào Việt Nam (với hơn 1,000 doanh nghiệp liên quan) sẽ chịu ảnh hưởng.

- Việc áp dụng thuế TTTC sẽ có tác động nhất định đến ngành KCN. Hiện tại các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư vào Việt Nam đang được hưởng nhiều ưu đãi về thuế suất như miễn, giảm thuế những năm đầu tiên. Các ưu đãi thuế này giúp cho thuế thu nhập doanh nghiệp FDI chỉ còn khoảng 12.3%, thậm chí 1 số tập đoàn lớn chỉ chịu mức thuế trung bình 3-6%. Luật thuế tối thiểu toàn cầu được áp dụng sẽ làm mất đi sự hấp dẫn về thuế khi đầu tư vào Việt Nam với các doanh nghiệp nước ngoài, ảnh hưởng đáng kể tới quyết định đầu tư vào Việt Nam trong thời gian tới – yếu tố mật thiết liên quan đến cầu tại các KCN.
- Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tác động của việc áp dụng Thuế TTTC tới dòng vốn FDI vào Việt Nam trong ngắn hạn là chưa đáng lo ngại. FDI đổ vào Việt Nam dự kiến vẫn tiếp tục đà hồi phục từ giữa năm đến nay, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng cho KCN trong thời gian tới do: (1) xu hướng dịch chuyển FDI từ Trung Quốc sang, (2) các lợi thế của Việt Nam về nhân lực giá rẻ, vị trí địa lý thuận lợi, (3) các hiệp định FTA đã kí kết cũng như các văn kiện hợp tác kí kết với Hàn Quốc, Mỹ, Trung Quốc từ tháng 8 đến nay và (4) các chính sách về quỹ hỗ trợ đầu tư, xây dựng môi trường kinh doanh lành mạnh cùng các chính sách ưu đãi mới thay thế cho ưu đãi về thuế đang được Quốc hội xây dựng và dự kiến hoàn thành trong 2024.

**Biểu đồ 7. FDI vào Việt Nam – đăng kí và thực hiện (quý)**

Nguồn: Tổng cục Thống kê

**Biểu đồ 8. FDI thực hiện và đăng ký**

Nguồn: Tổng cục Thống kê

### Tràng Duệ 3 đã được thông qua quy hoạch điều chỉnh 1/20000, dự kiến hoàn thành thủ tục pháp lý trong nửa đầu 2024

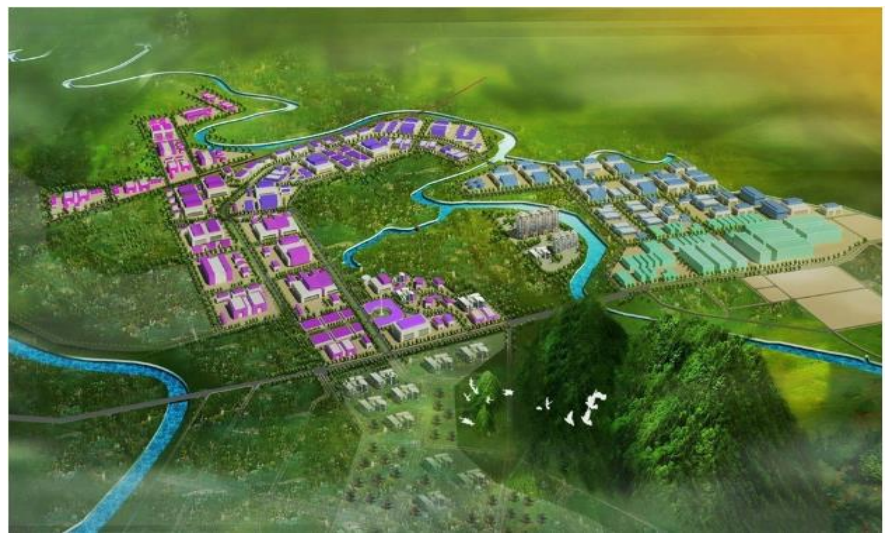
Tháng 11/2023, UBND TP Hải Phòng công bố quy hoạch phân khu tỷ lệ 1/2000 dự án KCN Tràng Duệ 3. Với tiến độ như hiện nay, đặc biệt với sự nhắc nhở đẩy nhanh tiến độ của TP Hải Phòng, Tràng Duệ 3 dự kiến sẽ hoàn thành thủ tục pháp lý để bắt đầu khởi công dự án trong 1H2024, đóng góp đáng kể cho doanh thu từ KCN của KBC ngay sau khi có thể bắt đầu cho thuê. Chúng tôi kỳ vọng việc lấp đầy sẽ diễn ra nhanh chóng do: (1) Tràng Duệ 3 sẽ đón nhận hơn 4 tỷ USD mà LG có kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất tại Việt Nam (phần lớn các nhà cung cấp và công ty con của LG đều nằm trong KCN Tràng Duệ, trong khi Tràng Duệ 1 và 2 gần như đã hết đất cho thuê) và (2) KBC đã kí kết 4 hợp đồng ghi nhớ trong chuyến thăm mới đây của Hàn Quốc về hợp tác đầu tư các dự án ở KCN Tràng Duệ 3 với tổng vốn đầu tư cam kết 1 tỷ USD.

**Ảnh 9. KCN Tràng Duệ 3**

KCN Tràng Duệ do SHP – công ty con của KBC – làm chủ đầu tư, quy mô 1,088 ha với 3 giai đoạn:

-GD1 & GD2 (401 ha) đã được lấp đầy 100%, tổng số vốn thu hút đầu tư FDI 9.6 tỷ USD, trong đó 8.2 tỷ USD là vốn đầu tư từ các dự án thuộc Tập đoàn LG.

- KCN Tràng Duệ 3 thuộc khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải với quy mô 687 ha, tập trung thu hút ngành nghề điện tử, công nghệ cao. KBC bắt đầu triển khai xin phê duyệt dự án từ 2022, đến nay đã hoàn thành giải phóng mặt bằng 300 ha đất.



Nguồn: KBC



### Ảnh 10. KĐT Phúc Ninh

KĐT Phúc Ninh được quy hoạch với diện tích 146 ha nằm tại vị trí đặc địa trung tâm tỉnh Bắc Ninh, cách thủ đô Hà Nội 30km. Tổng mức đầu tư hơn 4,000 tỷ VND.

- KĐT bị chậm tiến độ do vướng mắc ở khâu GPMB, hiện vẫn còn đang vướng tiền sử dụng đất của 22 ha còn lại.
- Trước đây KBC đã kí hợp đồng bán được 12 ha đất với doanh thu khoảng 1,600 tỷ VND nhưng phần lớn vẫn chưa ghi nhận được do thủ tục pháp lý kéo dài.

Dự kiến KBC có thể ghi nhận doanh thu từ Phúc Ninh sau khi hoàn thành nốt tiền sử dụng đất.



Nguồn: KBC

### Ảnh 11. Vị trí KCN - KĐT Tràng Cát

Dự án Tràng Cát được đặt tại TP Hải Phòng, hiện đã được bàn giao 585 ha đất, tổng vốn đầu tư dự kiến 11,328 tỷ VND. Dự án đang trong giai đoạn chờ phê duyệt quy hoạch 1/500, nếu được thông qua quy mô sẽ tăng thêm khoảng 70ha đất thương phẩm.

TP Hải Phòng yêu cầu KBC phải hoàn thành việc thẩm định, cấp phép xây dựng và khởi công dự án trước 6/2024. Tuy nhiên vì thủ tục pháp lý thường sẽ kéo dài, chúng tôi dự kiến KĐT Tràng Cát sẽ có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 2025.



Nguồn: KBC

**Bảng 12. Thông tin các dự án KCN chính của KBC**

Dự án	Vị trí	Diện tích thương phẩm	Tỷ lệ lấp đầy	Giá cho thuê ước tính	Ghi chú
<b>Dự án đang quản lý và mở bán</b>					
Quế Võ 1	Nam Sơn, Quế Võ, Bắc Ninh	192	100%	75	
Quế Võ 2	Nam Sơn, Quế Võ, Bắc Ninh	171	100%	90	
Tràng Duệ 1	An Dương, Hải Phòng	129	100%	80	
Tràng Duệ 2	An Dương, Hải Phòng	133	100%	85	
Quang Châu	Việt Yên, Bắc Giang	306.9	96%	136	Đã đền bù 97% diện tích đất
Quang Châu mở rộng	Việt Yên, Bắc Giang	67	80%	140	Đã kí MOU cho toàn bộ diện tích
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Đại Đồng, Tiên Du, Bắc Ninh	204	46%	140	Còn 108ha chưa đền bù
Tân Phú Trung	Tân Phú Trung, HCM	314	78%	140	Đã đầu tư 1,296 tỷ đến cuối 2022, đã đền bù 94%
<b>KCN đang chuẩn bị thủ tục mở bán/ chờ phê duyệt chủ trương</b>					
Cụm KCN Long An	Long An	110.6	0%	120	Đang đàm phán 100ha cho khách hàng tiềm năng
- Phước Vĩnh Đông 2	Phước Vĩnh Đông, Long An	32.4			Đang thực hiện đền bù, GPMB
- Cụm công nghiệp Tân Tập	Tân Tập, Long An	46.3			
- Phước Vĩnh Đông 4	Phước Vĩnh Đông, Long An	31.9			Đang thực hiện đền bù, GPMB
Cụm KCN Hưng Yên	Hưng Yên	245	0%	115	
KCN Long An	Long An		0%		
- Lộc Giang		327		125	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư từ tháng 4/ 2022
- Nam Tân Tập		159			
- Tân Tập		461		125	Đến hết 2022 đã đầu tư 128 tỷ
Tràng Duệ 3	An Dương, Hải Phòng	456	0%	120	Đã kí MOU cho 115ha, GPMB xong 300ha đất. Thông qua quy hoạch 1/2000

Nguồn: KBC, KBSV

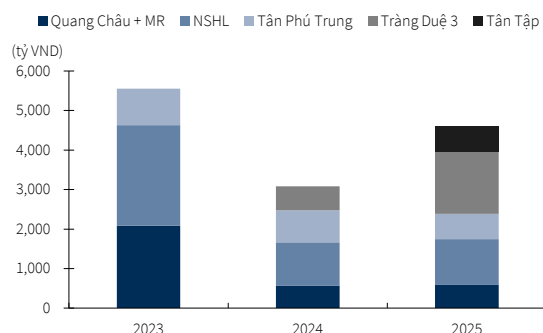
## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

**Bảng 13. Dự phóng kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	957	6,158	543%	4,148	-33%	Hoàn thành 68.4% kế hoạch doanh thu đặt ra cho 2023 (9,000 tỷ VND)
- Cho thuê đất KCN & CSHT	657	5,550	745%	3,083	-44%	Dự phóng 2023 KBC ghi nhận doanh thu cho thuê 157 ha đất KCN (25ha trong 4Q2023). Sang 2024 ghi nhận diện tích đất cho thuê giảm xuống còn 85 ha (trong đó Trảng Duệ 3 đã bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê 20ha đầu tiên)
- Chuyển nhượng dự án KĐT	353	109	-69%	525	382%	2024 bắt đầu ghi nhận doanh thu từ KĐT Phúc Ninh sau khi xác định nộp tiền sử dụng đất
- Cung cấp dịch vụ	337	367	9%	417	14%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	268	4,192	1464%	2,584	-38%	
<i>Biên gộp</i>	28%	68%	+40pts	62%	-6pts	Tăng doanh thu cho thuê đất KCN trong 2023- mảng có biên gộp cao nhất. Chúng tôi ước tính biên gộp cho thuê đất KCN là 70.4%, biên BĐS dân cư là 37%.
Thu nhập tài chính	338	401	19%	387	-3%	
Chi phí tài chính	592	537	-9%	238	-56%	Giảm vì giảm dư nợ vay từ cuối 2Q2023
SG&A	505	911	80%	581	-36%	
LNTT	1,719	2,992	74%	1,758	-41%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	1,596	2,393	50%	1,547	-35%	Hoàn thành 60% kế hoạch lợi nhuận sau thuế đặt ra cho 2023 (4,000 tỷ VND)

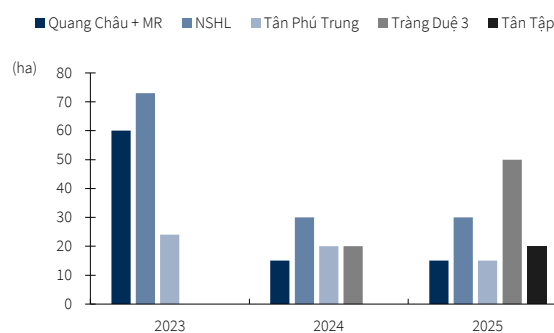
Nguồn: KBC, KBSV

**Biểu đồ 14. Cơ cấu doanh thu dự phóng cho thuê KCN**



Nguồn: KBC, KBSV

**Biểu đồ 15. Dự phóng đất các KCN cho thuê 2023 - 2025**



Nguồn: KBC

### Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 39,300 VND/cổ phiếu

- Chúng tôi duy trì nhận định tích cực với cổ phiếu KBC do (1) kết quả kinh doanh tích cực trong năm 2023 nhờ vào ghi nhận doanh số bán hàng cao đến từ các hợp đồng đã kí kết nhưng chưa bàn giao được trong 2022, (2) KCN Trảng Duệ 3 kì vọng đem lại doanh thu từ 2024, lấp đầy nhanh chóng do cầu KCN tại Hải Phòng vẫn cao, nhiều hợp đồng ghi nhớ thuê Trảng Duệ 3 đã kí kết trong năm nay, (3) hàng loạt các dự án được phê duyệt chủ trương trong 2022 đảm bảo quỹ đất gối đầu, là đà tăng trưởng trong trung và dài hạn của KBC và (4) các hợp đồng gần đây của KBC đều được kí kết với mức giá cao, kì vọng đà tiếp tục tăng trưởng của giá cho thuê đất KCN.
- Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu KCN so với quý trước cho việc bàn giao chậm trễ các hợp đồng đã kí kết, dự kiến sẽ bàn giao khoảng 25ha



trong 4Q2023, phần còn lại sẽ ghi nhận trong 2024.

- Về các dự án KĐT: do tiến độ giải phóng mặt bằng của KĐT Phúc Ninh vẫn đang gặp nhiều khó khăn khó khăn, KĐT Trảng Cát vẫn còn vướng mắc thủ tục pháp lý, chúng tôi dự kiến thời gian ghi nhận doanh thu xuống 2025 với tốc độ bán chậm.

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KBC, mức giá mục tiêu là 39,300 VND/cổ phiếu, cao hơn 25% so với mức giá đóng cửa 31,450 VND ngày 13/12/2023.

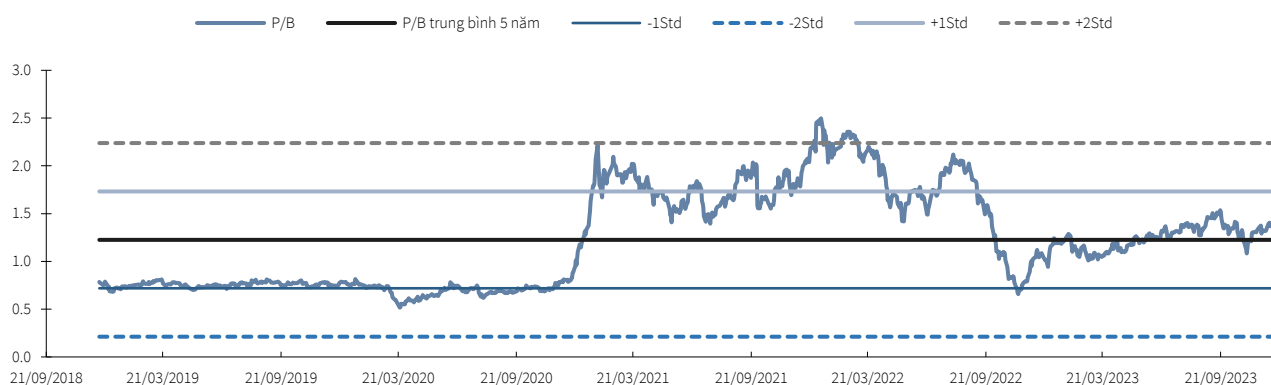
**Bảng 16. Định giá cổ phiếu KBC**

(tỷ VND)

Định giá	Phương pháp	TLSH	Project NPV	Giá trị cho KBC
<b>Khu công nghiệp</b>				<b>15,157</b>
- Quang Châu & Quang Châu mở rộng	DCF	88%	1,819	1,602
- Nam Sơn Hạp Lĩnh	DCF	100%	2,950	2,950
- Trảng Duệ 3	DCF	87%	4,417	3,823
- Tân Phú Trung	DCF	72%	1,581	1,145
- Cụm CN Long An	DCF	83%	783	649
- Cụm CN Hưng Yên	DCF	69%	1,421	976
- Các KCN Long An	DCF	66%	6,084	4,012
<b>Khu đô thị</b>				<b>17,343</b>
- Phúc Ninh	DCF	100%	1,913	1,913
- Trảng Duệ	DCF	87%	618	535
- Trảng Cát	DCF	100%	13,868	13,868
- Nhà ở xã hội TT Nếnh	DCF	74%	1,396	1,027
<b>Khác</b>				<b>645</b>
<b>Giá trị hàng tồn kho định giá lại</b>				<b>33,145</b>
(+) Tiền và tương đương tiền				911
(-) Vay nợ ròng				3,866
<b>RNAV</b>				<b>30,190</b>
SLCP đang lưu hành				767,604,759
<b>Giá trị cổ phiếu</b>				<b>39,300</b>
Giá hiện tại (13/12/2023)				31,450
Tổng mức sinh lời				25.0%

Nguồn: KBC, KBSV

**Biểu đồ 17. Dữ liệu giao dịch P/B lịch sử**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	4,246	957	6,158	4,148
Giá vốn hàng bán	1,779	689	1,965	1,564
Lãi gộp	2,467	268	4,192	2,584
Thu nhập tài chính	170	338	401	311
Chi phí tài chính	541	592	716	586
Trong đó: Chi phí lãi vay	481	523	716	586
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	14	2,199	15	15
Chi phí bán hàng	190	46	295	166
Chi phí quản lý doanh nghiệp	429	459	616	415
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,491	1,708	2,981	1,743
Thu nhập khác	5	21	0	0
Chi phí khác	132	10	0	0
Thu nhập khác, ròng	-127	10	10	15
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,364	1,719	2,992	1,758
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	410	123	598	211
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	954	1,596	2,393	1,547
Lợi ích của cổ đông thiểu số	172	48	239	155
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	782	1,547	2,154	1,393

## Chỉ số hoạt động

(%)	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	58.1%	28.0%	68.1%	62.3%
Tỷ suất EBITDA	47.3%	263.2%	65.1%	65.3%
Tỷ suất EBIT	43.4%	234.1%	60.2%	56.5%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	32.1%	179.5%	48.6%	42.4%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	35.1%	178.5%	48.4%	42.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	22.5%	166.7%	38.9%	37.3%

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Lãi trước thuế	662	1,272	2,992	1,758
Khấu hao TSCĐ	164	278	300	364
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	40	25	0	0
Chi phí lãi vay	32	57	716	586
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	818	1,596	4,008	2,708
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-93	-322	1,864	1,324
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-3	-30	678	1,722
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	210	333	-1,037	844
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-11	-8	-46	-281
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	-6	-10	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	790	1,295	1,551	5,042
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-620	-1,604	-1,193	-1,490
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	53	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-69	-430	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	45	364	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-78	-17	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	20	25	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-650	-1,661	-1,193	-1,490
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	99	20	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	287	716	1,000	0
Tiền trả các khoản đi vay	-175	-293	-3,901	-3,048
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-20	-76	0	0
Cổ tức đã trả	-67	-69	-168	-108
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	124	299	-373	-3,156
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	264	-67	-15	396
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	221	485	415	400
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	485	415	400	796

Nguồn: KBC, KBSV

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Tổng Cộng Tài Sản	30,604	34,932	32,054	30,411
Tài Sản Ngắn Hạn	25,684	27,837	24,066	21,296
Tiền và tương đương tiền	2,562	1,683	400	796
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,016	2,442	2,442	2,442
Các khoản phải thu	9,346	11,142	9,279	7,955
Hàng tồn kho, ròng	11,515	12,254	11,577	9,855
Tài Sản Dài Hạn	4,920	7,095	7,988	9,115
Phải thu dài hạn	1,490	577	577	577
Tài sản cố định	249	360	1,252	2,379
Tài sản dở dang dài hạn	1,074	1,266	1,266	1,266
Đầu tư dài hạn	1,900	4,713	4,713	4,713
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	14,433	17,067	10,537	7,454
Nợ ngắn hạn	6,511	10,638	4,055	3,640
Phải trả người bán	152	607	-430	413
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	2	2	0	0
Vay ngắn hạn	1,515	3,901	948	569
Nợ dài hạn	7,922	6,429	6,482	3,813
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	5	4	4	4
Vay dài hạn	5,539	3,738	3,790	1,122
Vốn Chủ Sở Hữu	16,171	17,865	18,824	20,263
Vốn góp	5,757	7,676	7,676	7,676
Thặng dư vốn cổ phần	3,397	2,744	2,744	2,744
Lãi chưa phân phối	5,099	5,664	8,225	9,880
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

## Chỉ số chính

(x, %, VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	15.3	15.6	11.2	17.3
P/E pha loãng	15.3	15.6	11.2	17.3
P/B	2.2	1.0	1.3	1.2
P/S	8.2	19.4	3.9	5.8
P/Tangible Book	2.2	1.0	1.3	1.2
P/Cash Flow	44	14	16	5
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	17.4	7.4	6.023	8.9
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	19.0	8.3	6.511	10.3

## Hiệu quả quản lý

ROE	5.9%	8.9%	12.7%	7.6%
ROA	3.1%	4.6%	7.5%	5.1%
ROIC	8.0%	8.5%	13.0%	8.8%

## Cấu trúc tài chính

Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.70x	0.39x	0.70x	0.89x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.96x	0.89x	1.15x	1.50x
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.14x	1.44x	2.99x	3.07x
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	34.3%	20.9%	20.1%	5.5%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	18.1%	10.7%	11.8%	3.7%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	9.4%	21.8%	5.0%	2.8%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	5.0%	11.2%	3.0%	1.9%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	40.3%	59.5%	21.5%	18.0%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	21.3%	30.5%	12.6%	12.0%
Tổng công nợ/Vốn CSH	89.2%	95.5%	56.0%	36.8%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	47.2%	48.9%	32.9%	24.5%

## Chỉ số hoạt động

Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	0.5	0.1	0.7	0.5
Hệ số quay vòng HTK	0.2	0.1	0.2	0.2
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	11.4	3.8	14.6	18.3

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

#### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyenn1@kbsec.com.vn

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

#### Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuann1@kbsec.com.vn

#### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@kbsec.com.vn

Khoảng phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhdt@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tiens@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.