



# Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

[ Việt Nam / Khu công nghiệp ]

Bloomberg Code (KBC VN) | Reuters Code (KBC.HM)

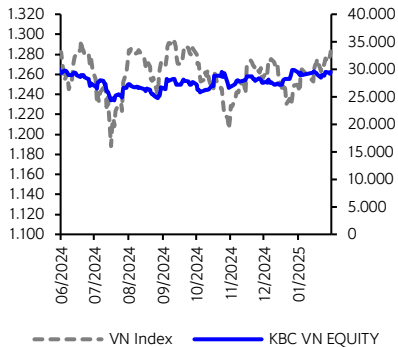
## MUA

Báo Cáo Cập Nhật

**Giá mục tiêu** (12 tháng) **VND 38,000**  
 Giá hiện tại (24/03/2025) VND 29,200  
**Suất sinh lời (%)** **30%**

VNINDEX	1,330
HNXINDEX	246
Vốn hóa (tỷ VND)	22,414
SLCP lưu hành (triệu CP)	488
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	636
52-tuần cao/thấp (VND)	36,300/24,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.67
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	121
Cổ đông lớn (%)	CTCP Đầu tư và Phát triển DTT 11.25%
	CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc 8.11%

Biến động giá	<b>3T</b>	<b>6T</b>	<b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	10.9	10.9	-7.7
So với VN-Index (%)	4.5	9.2	-12.4



Nguồn: Bloomberg

### Tiến Lễ

(84-28) 6299-8011

tien.lc@shinhan.com



## Bước qua giông bão, chờ ngày tỏa sáng

### Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 38,000

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phát triển các dự án khu công nghiệp và bất động sản. Kinh Bắc sở hữu các dự án trên cả ba miền tại các thành phố lớn như Bắc Giang, Hải Phòng, Đà Nẵng, Hồ Chí Minh, Long An. Với việc hai dự án trọng điểm là KCN Trảng Duệ 3 và KĐT Trảng Cát nhận được chủ trương đầu tư, tình hình kinh doanh của KBC dự kiến sẽ khởi sắc trong năm 2025 nhờ: (1) Dòng vốn FDI tăng trưởng ổn định cùng cố nhu cầu thuê đất, (2) Tháo gỡ pháp lý đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu đến từ mảng bất động sản KCN và KĐT. Chúng tôi định giá cập nhật đối với cổ phiếu KBC ở mức giá VND 38,000. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá RNAV để định giá KBC.

### Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2024

Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần 2024 đạt VND 2,776 tỷ đồng (-53% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 460 tỷ đồng (-80% YoY). Diện tích đất KCN cho thuê chỉ đạt 33 ha (-77%) do các vướng mắc liên quan đến việc giải phóng mặt bằng và các vấn đề pháp lý.

### Dòng vốn FDI tăng trưởng ổn định cùng cố nhu cầu thuê đất

Theo Cục Thống kê, vốn FDI thực hiện trong hai tháng đầu năm 2025 ước đạt USD 2.95 tỷ (+5.4% YoY), đạt mức cao nhất trong 5 năm qua. Tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam đạt hơn USD 6.9 tỷ (+35.5% YoY). Nguồn vốn FDI duy trì ổn định tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp tục phát triển bền vững trong tương lai.

### Tháo gỡ pháp lý đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu mảng bất động sản KCN và KĐT

Việc nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư của hai dự án trọng điểm của KBC là KCN Trảng Duệ (Quyết định số 86/QĐ-TTg) và KĐT Trảng Cát (Quyết định số 116/QĐ-TTg) đã giúp KBC tháo gỡ điểm nghẽn về pháp lý tạo điều kiện cho doanh nghiệp có thể ghi nhận lượng lớn doanh thu trong năm 2025 và 2026.

Chúng tôi ước tính doanh thu KBC sẽ đạt khoảng VND 8,188 tỷ (+195% YoY) trong năm 2025, lợi nhuận sau thuế năm dự kiến đạt VND 1,433 tỷ đồng (+212% YoY). Chúng tôi kỳ vọng: (1) Diện tích đất cho thuê KCN sẽ đạt khoảng 157 ha trong năm 2025 và 197 ha trong năm 2026 với sự đóng góp chủ yếu của các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Trảng Duệ 3 và các KCN tại Long An, (2) Mảng bất động sản KĐT sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025 nhờ dự án Nhà ở Xã hội Nénh và KĐT Trảng Duệ, đồng thời kiến sẽ bùng nổ trong năm 2026 khi dự KĐT Trảng Cát bắt đầu ghi nhận doanh thu.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro dòng vốn FDI suy yếu; (2) Rủi ro thị trường bất động sản suy giảm; (3) Rủi ro tiến độ triển khai dự án chậm; (4) Rủi ro pháp lý.

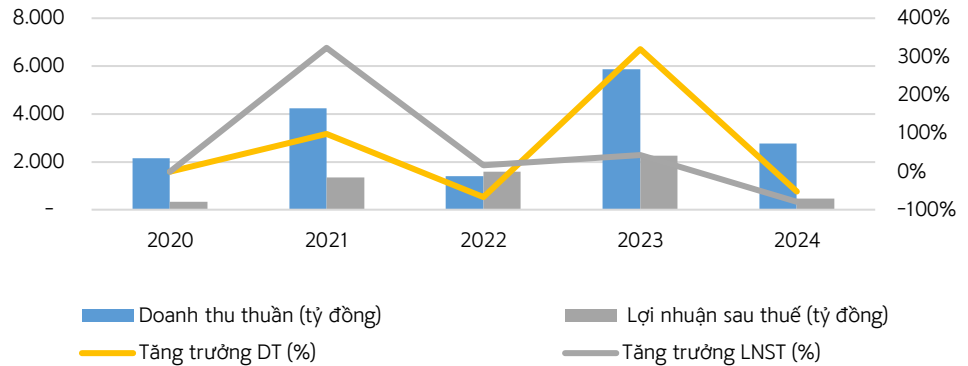
Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>2,776</b>	<b>8,188</b>	<b>14,424</b>	<b>14,636</b>	<b>15,889</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	907	2,083	4,007	4,757	4,714
<b>LNST (tỷ VND)</b>	<b>460</b>	<b>1,433</b>	<b>2,771</b>	<b>3,317</b>	<b>3,272</b>
EPS (đồng)	555	1,730	3,345	4,004	3,950
BPS (đồng)	24,226	25,464	28,309	31,813	35,263
Biên LN HĐKD (%)	33%	25%	28%	32%	30%
Biên LNST (%)	17%	17%	19%	23%	21%
<b>ROE (%)</b>	<b>2%</b>	<b>7%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>
PER (x)	48.99	17.43	9.01	7.53	7.63
PBR(x)	1.01	1.18	1.07	0.95	0.85
EV/EBITDA (x)	22.21	19.40	8.65	4.79	3.97

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure

## Cập nhật KQKD năm 2024

Doanh thu và lợi nhuận Kinh Bắc 2020 – 2024 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Đô thị Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần 2024 đạt VND 2,776 tỷ đồng (-53% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 460 tỷ đồng (-80% YoY), trong đó:

**Mảng khu công nghiệp** đạt VND 1,195 tỷ (-77% YoY), chiếm 43% doanh thu. Ước tính diện tích đất KCN cho thuê được trong 2024 ở khoảng 33 ha. Trong đó, khu công nghiệp Nam Sơn Hạp Lĩnh (19.4 ha), khu công nghiệp Quang Châu (12 ha) và khu công nghiệp Tân Phú Trung (1.4 ha).

**Mảng chuyển nhượng bất động sản khu đô thị** có sự tăng trưởng mạnh mẽ, đạt VND 909 tỷ (+768% YoY), chiếm 32% doanh thu, nhờ việc bàn giao 13,800 m<sup>2</sup> tại dự án Nhà ở xã hội thị trấn Nếnh, tỉnh Bắc Giang.

**Các mảng doanh thu khác** đạt 671 tỷ đồng (+26% YoY), chiếm 24%, nhờ doanh thu các chi phí dịch vụ (điện, nước, xử lý nước thải) và doanh thu cho thuê nhà xưởng tăng so với năm trước.

So với kế hoạch kinh doanh đã đề ra, Đô thị Kinh Bắc chỉ thực hiện được 31% mục tiêu doanh thu và 12% mục tiêu lãi ròng cả năm. Theo kế hoạch năm 2024, KBC dự kiến sẽ bàn giao 150 ha đất KCN trong đó tập trung chủ yếu tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Tân Phú Trung và KCN Quang Châu mở rộng, KCN Tràng Duệ 3. Tuy nhiên doanh nghiệp chỉ mới bàn giao khoảng 33 ha trên tổng 150 ha theo kế hoạch. Tình hình triển khai các dự án còn chậm chủ yếu do các vấn đề về thủ tục pháp lý và đền bù giải phóng mặt bằng, trong đó:

- Dự án KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh: Việc cho thuê đất tại KCN có phần chậm trễ do trong năm 2023 tỉnh Bắc Ninh đã sử dụng hết chỉ tiêu đất được cấp. Trong năm 2024, Thủ tướng đã ban hành Quyết định 227/QĐ-TTg ngày 12/3/2024, qua đó tăng thêm chỉ tiêu sử dụng đất cho tỉnh Bắc Ninh thêm 780 ha (tăng từ 4,760 ha lên 5,540 ha). Đây là cơ sở cho tỉnh phân bổ chỉ tiêu xuống các huyện. Qua đó, huyện Tiên Du (nơi KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh hoạt động) đã ký Quyết định 657/QĐ-UBND ngày 29/12/2023; theo đó bổ sung 55 ha đất KCN vào KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh. Hiện KBC đang vướng mắc GPMB tại 3 lô đất (với tổng diện tích hơn 25 ha) thuộc địa bàn thôn Xuân Hội, xã Lạc Vệ, huyện Tiên Du. Chủ tịch UBND tỉnh Bắc Ninh đã yêu cầu huyện Tiên Du phối hợp bàn giao mặt bằng trong Q1/2025. Trong Q1/2025, KBC cũng công bố vừa ký biên bản ghi nhớ (MOU) với Tập đoàn Goertek Inc (Goertek), theo đó Goertek sẽ thuê lại hơn 30 ha đất tại KCN Nam Sơn - Hạp Lĩnh trong năm 2025.
- Dự án KCN Tân Phú Trung: diện tích đất còn phải đền bù là 33.2 ha. Hiện dự án đang gặp vấn đề liên quan đến đền bù đất do chưa thống nhất được mức giá đền bù hợp lý. Chúng tôi kỳ vọng các luật bất động sản có hiệu lực từ 08/2024 kết hợp với bảng giá đất TP. HCM có thể hỗ trợ doanh nghiệp trong việc đền bù và giải phóng mặt bằng.
- Dự án KCN Tràng Duệ 3: do chưa nhận được chủ trương đầu tư trong năm 2024 nên dự án chưa thể tiến hành đền bù giải phóng mặt bằng và chậm trễ trong việc cho thuê và ghi nhận doanh thu. Tuy nhiên KCN Tràng Duệ 3 đã nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư vào ngày 14/01/2025 (Quyết định số 86/QĐ-TTg).
- Dự án KĐT Tràng Cát: Trong năm 2024 dự án vẫn đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý, do đó chưa thể tiến hành xây dựng cơ sở hạ tầng và chào bán. Bước sang năm 2025

dự án KĐT Trảng Cát đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư vào ngày 15/01/2025 (Quyết định số 116/QĐ-TTg). Tháng 2/2025, UBND TP. Hải Phòng tiếp tục ban hành quyết định điều chỉnh việc giao đất (lần 2) cho Công ty TNHH MTV phát triển đô thị Trảng Cát. Theo đó, diện tích đất xây dựng nhà ở được điều chỉnh từ hơn 124ha lên thành hơn 195.5ha. Theo quyết định số 589/QĐ-UBND ngày 28/2/2025 của UBND TP. Hải Phòng về việc phê duyệt giá đất cụ thể để tính tiền sử dụng đất, tiền thuê đất đối với dự án, số tiền sử dụng đất nhà đầu tư phải nộp là 17,794 tỷ đồng, tăng hơn 6,850 tỷ đồng so với số tiền phải nộp theo quyết định phê duyệt giá đất năm 2020. Với vốn góp tại Công ty TNHH MTV Phát triển Đô thị Trảng Cát là 12,681 tỷ đồng cùng với khoản vay 5,512 tỷ đồng cho dự án KĐT Trảng Cát, chúng tôi đánh giá KBC có đủ năng lực tài chính để đảm bảo thực hiện dự án KĐT Trảng Cát. Chúng tôi ước tính dự án có thể được mở bán từ nửa cuối năm 2025 và bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2026.

- Nhóm các KCN tại Long An vẫn đang trong quá trình pháp lý và giải phóng mặt bằng do đó chưa thể ghi nhận dự án trong năm 2025. Trong đó KCN Lộc Giang đã đền bù được 110 ha/ 466 ha, KCN Nam Tân Tập đền bù được 118 ha/ 158.56 ha. KCN Tân Tập đã được phê duyệt quy hoạch 1/5000 và đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý để triển khai dự án.

Trong năm qua, KBC không đạt được kế hoạch đề ra do các vướng mắc pháp lý, đền bù và giải phóng mặt bằng do đó ảnh hưởng đến tiến độ triển khai dự án. Tuy nhiên, với các dự án trọng điểm đã được tháo gỡ pháp lý và đẩy mạnh triển khai, cùng chiến lược mở rộng diện tích đất KCN, KBC đứng trước cơ hội bứt phá mạnh mẽ trong năm 2025.

Theo kế hoạch, công ty đặt mục tiêu doanh thu thuần đạt 10,000 tỷ đồng, tăng 260% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế kỳ vọng đạt 3,200 tỷ đồng, cao gấp 7 lần năm 2024, phản ánh triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ từ hoạt động kinh doanh cốt lõi.

KBC dự kiến cho thuê hơn 200 ha đất khu công nghiệp, bao gồm:

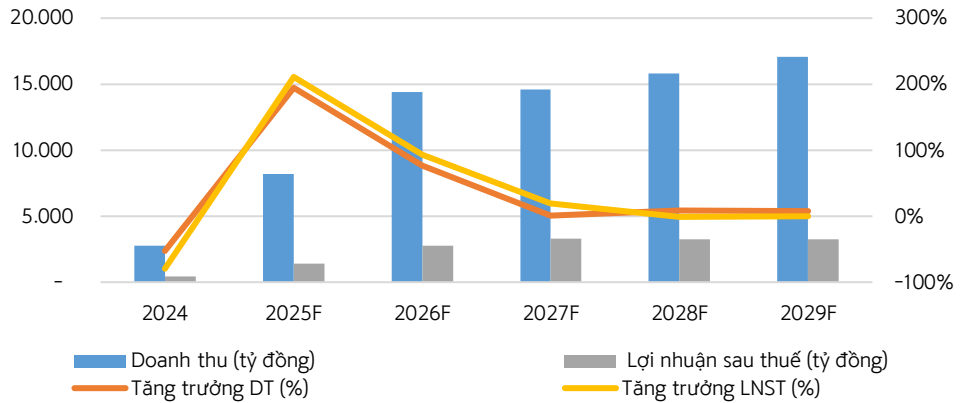
- KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh (70 ha)
- KCN Tân Phú Trung (14 ha)
- Cụm công nghiệp Hưng Yên (95 ha)
- KCN Trảng Duệ 3 (30 ha)

Ngoài ra KBC cũng không ngừng mở rộng quỹ đất làm cơ sở tăng trưởng dài hạn trong tương lai. Vào ngày 22/01/2025, KBC đã nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư Quyết định số 211/QĐ-TTg cho KCN Kim Thành 2 (giai đoạn 1). KCN Kinh Thành 2 (giai đoạn 1) thuộc huyện Kim Thành, tỉnh Hải Dương có tổng diện tích 234.63 ha, với tổng vốn đầu tư là 3,403 tỷ đồng.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

### Tháo gỡ pháp lý thúc đẩy tình hình kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ

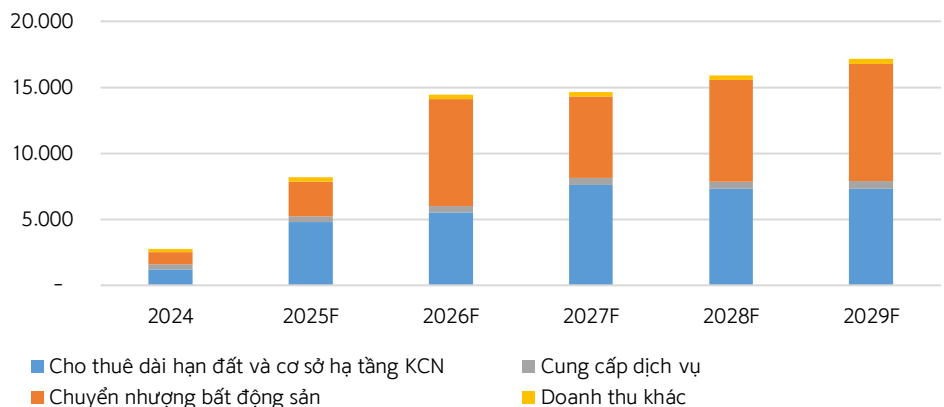
Dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng Kinh Bắc 2024 – 2029F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi dự kiến doanh thu thuần Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc đạt khoảng VND 8,188 tỷ (+195% YoY) trong năm 2025 và VND 14,424 tỷ (+76% YoY) trong năm 2026. Lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt VND 1,433 tỷ đồng (+212% YoY) và lợi nhuận sau thuế năm 2026 dự kiến đạt VND 2,771 tỷ (+93% YoY).

Cơ cấu doanh thu Kinh Bắc 2024 – 2029F (tỷ đồng)

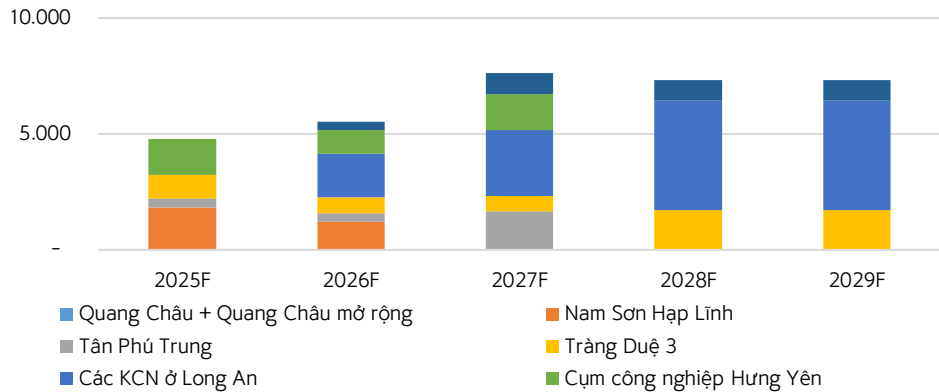


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trong đó nguồn doanh thu và lợi nhuận của KBC trong năm 2025 chủ yếu đến từ mảng cho thuê đất khu công nghiệp và chuyển nhượng dự án kinh doanh bất động sản. Mảng bất động sản KCN ước tính doanh thu đạt 4,774 tỷ đồng (+299% YoY) nhờ các dự án KCN quan trọng đã được tháo gỡ pháp lý và hoàn tất công tác đền bù giải phóng mặt bằng. Mảng bất động sản dân dụng dự kiến đạt doanh thu 2,649 tỷ đồng (+191% YoY) nhờ dự án Nhà ở xã hội Nếnh và KĐT Tràng Duệ. Dự án KĐT Tràng Cát sẽ đóng góp vào doanh thu KBC từ năm 2026 qua đó gia tăng đáng kể doanh thu của KBC trong tương lai. Mảng cung cấp dịch vụ đi kèm (doanh thu cung cấp nước sạch, điện, phí dịch vụ và xử lý nước thải) và mảng cho thuê nhà xưởng sẽ duy trì tăng trưởng ổn định quanh mức 10% nhờ xu hướng mở rộng các khu công nghiệp của KBC.

**Doanh thu mảng KCN dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ nhờ quỹ đất KCN Tràng Duệ 3 và các KCN tại Long An**

**Dự phóng doanh thu mảng khu công nghiệp của Kinh Bắc 2025F – 2029F (tỷ đồng)**

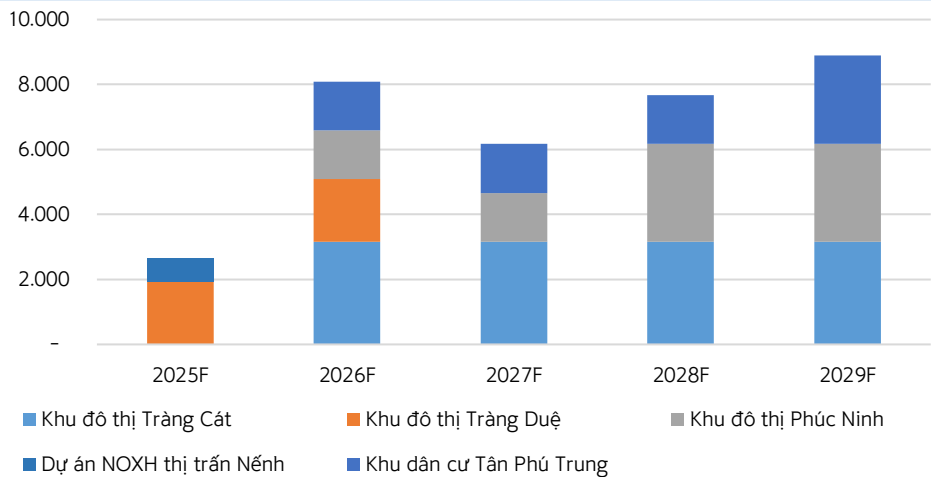


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi ước tính diện tích đất KBC cho thuê được sẽ thấp hơn so với kế hoạch công ty đề ra do các rủi ro tình hình chiến tranh thương mại có thể ảnh hưởng đến nhu cầu cho thuê đất KCN. Chúng tôi dự kiến KBC sẽ cho thuê được khoảng 157 ha trong năm 2025, chủ yếu đến từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (50 ha), KCN Quang Châu mở rộng (3.69 ha), KCN Tân Phú trung (14 ha), KCN Hưng Yên (60 ha) và KCN Tràng Duệ 3 (30 ha). Chúng tôi ước tính các KCN tại Long An và KCN Kim Thành dự kiến sẽ tiến hành cho thuê trong năm 2026 qua đó giúp tăng diện tích KCN cho thuê lên 197 ha .

**Doanh thu chuyển nhượng bất động sản tăng trưởng đột phá nhờ KĐT Tràng Cát**

**Dự phóng doanh thu chuyển nhượng bất động sản của Kinh Bắc 2025F – 2029F (tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Đối với mảng chuyển nhượng bất động sản, chúng tôi kỳ vọng dự án Nhà ở xã hội Nénh sẽ đóng góp khoảng 1.82 ha và KĐT Tràng Duệ sẽ hoàn tất ghi nhận 15 căn biệt thự còn lại. Dự án KĐT Tràng Cát sẽ tiến hành đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng trong Q1 – Q2/2025 và sau đó sẽ được chào bán trong Q3 – Q4/2025. Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng và cho rằng KBC sẽ bắt đầu ghi nhận trong năm 2026 với diện tích ghi nhận doanh thu ước tính khoảng 10 ha. Dự án KĐT Phúc Ninh được kỳ vọng sẽ tháo gỡ vấn đề pháp lý và hoàn tất xây dựng cơ sở hạ tầng trong năm 2025, qua đó đóng góp doanh thu cho KBC từ năm 2026.

## Định giá và Khuyến nghị

### Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 38,000 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá cập nhật với Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt VND 38,000 đồng tương ứng với mức tăng 30%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, KBC có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- 1) Một trong những doanh nghiệp phát triển KCN hàng đầu với quỹ đất lớn
- 2) Dòng vốn FDI tăng trưởng ổn định củng cố nhu cầu thuê đất
- 3) Tháo gỡ pháp lý đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu mảng bất động sản KCN và KĐT

### Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV) để định giá Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC). Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị cổ phiếu KBC ở mức VND 38,000 đồng.

#### Phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV)

Tên dự án	Tỷ lệ sở hữu	Phương pháp định giá	Chiết khấu (%)	Giá trị (tỷ VND)
<b>- Khu công nghiệp</b>				<b>14,930</b>
Nam Sơn Hạp Linh	100%	RNAV		1,519
Tân Phú Trung	73%	RNAV		1,462
Tràng Duệ 3	89%	RNAV		3,260
Cụm công nghiệp Hưng Yên	89%	RNAV		1,470
Khu công nghiệp Kim Thành 2	94%	RNAV		539
Một số KCN khác		RNAV		4,678
Phí dịch vụ các KCN		DCF		2,003
<b>- Khu đô thị</b>				<b>18,301</b>
Tràng Cát	100%	DCF	10%	16,083
KĐT Tràng Duệ	100%	DCF		417
Các dự án khác		DCF		1,800
<b>Tổng cộng</b>				<b>33,231</b>
+ Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn				8,424
+ Đầu tư dài hạn, tài sản cố định				5,478
- Nợ vay				10,113
- Khoản đặt cọc				5761
- Lợi ích cổ đông thiểu số				2,091
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)				29,168
Số lượng cổ phiếu				767,604,759
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>				<b>38,000</b>
Giá hiện tại (VND)				29,200
<b>Upside (%)</b>				<b>30%</b>

Biến	Giá trị
D/E	0.44
Beta	1.2
Lãi suất phi rủi ro	3.1%
Chi phí sử dụng vốn	16.0%
Chi phí nợ	11.2%
WACC	13.8%

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3.1% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của KBC và VNINDEX.

#### Điều chỉnh do phát hành cổ phiếu riêng lẻ

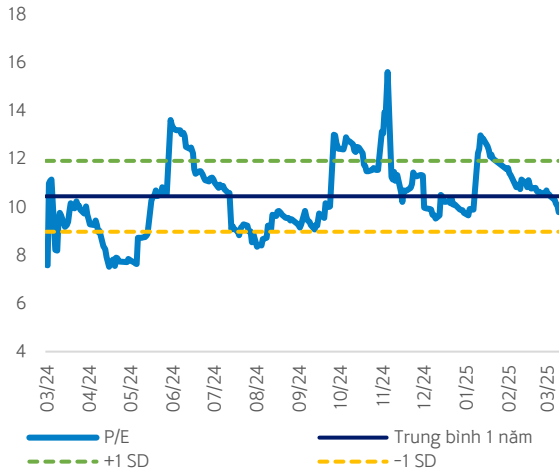
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) đã công bố kế hoạch phát hành riêng lẻ 250 triệu cổ phiếu, tương đương 32.57% lượng cổ phiếu đang lưu hành cho 11 nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. Giá chào bán được xác định ở mức 80% bình quân giá đóng cửa của 30 phiên giao dịch liên tiếp trước thời điểm Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phê duyệt, nhưng không thấp hơn 16,200 đồng/cổ phiếu. Thời gian thực hiện dự kiến từ quý I đến quý III/2025, sau khi hoàn tất thủ tục pháp lý.

Mục đích sử dụng vốn: Tổng giá trị huy động ước tính đạt VND 6,250 tỷ, trong đó 6,090 tỷ đồng được sử dụng để cơ cấu lại các khoản nợ vay, cải thiện tình hình tài chính và tối ưu hóa cơ cấu vốn. Phần còn lại VND 160 tỷ bổ sung vào vốn lưu động, hỗ trợ hoạt động kinh doanh tác động đến cơ cấu sở hữu.

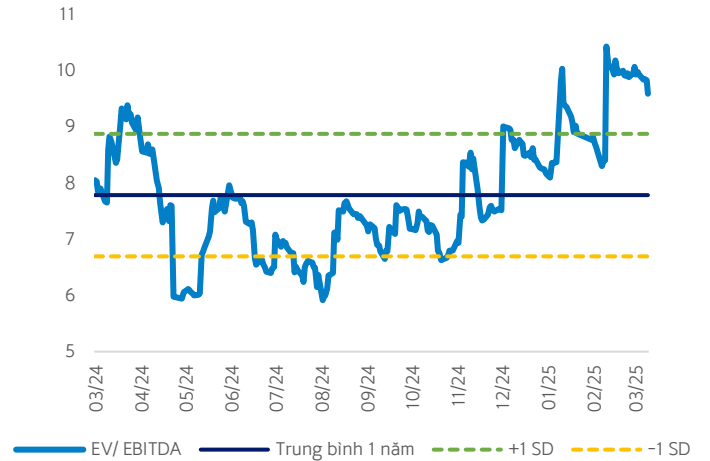
Sau khi hoàn tất phát hành, nhóm 11 nhà đầu tư tham gia sẽ nắm giữ tổng cộng 28.52% vốn điều lệ của KBC.

Với tổng giá trị huy động ước tính đạt VND 6,250 tỷ, tương đương giá phát hành mỗi cổ phiếu là VND 25,000. Chúng tôi tiến hành điều chỉnh giá mục tiêu xuống còn VND 34,800 sau khi cổ phiếu hoàn tất quá trình phát riêng lẻ.

P/E 1 năm qua

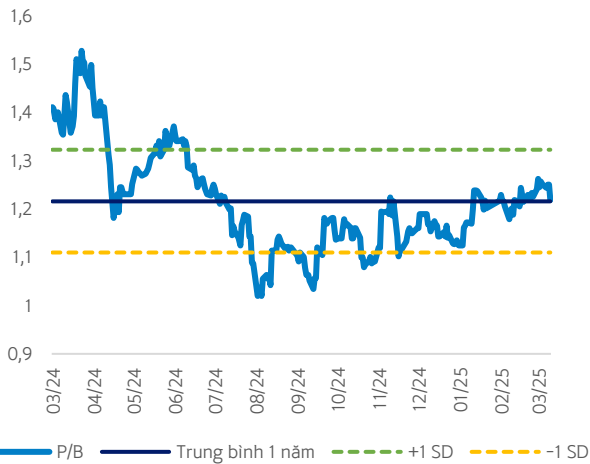


EV/EBITDA 1 năm qua

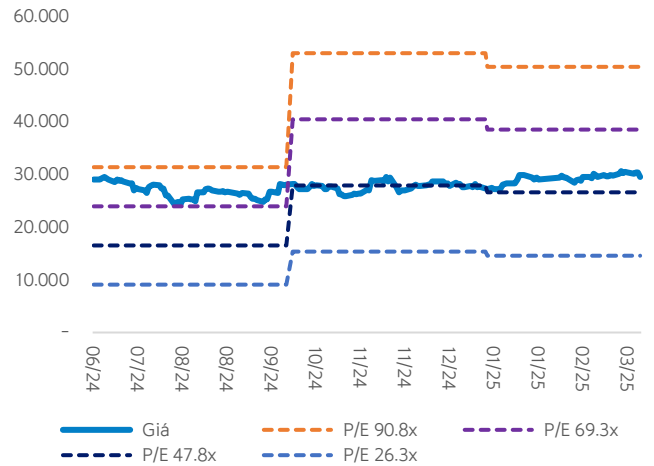


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B 1 năm qua



Giá với các mức P/E

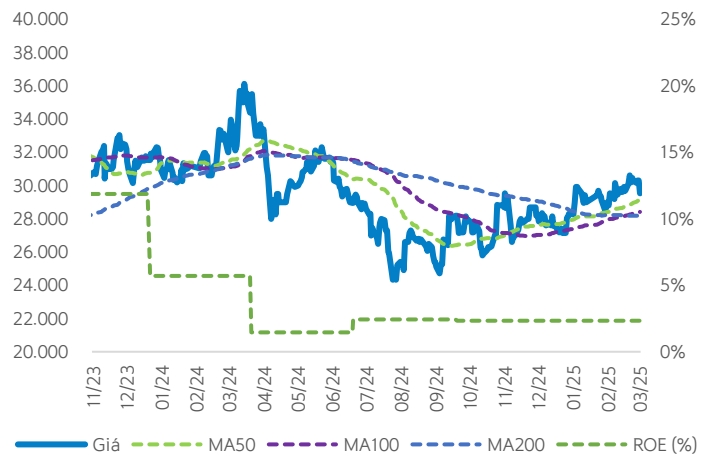


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/B



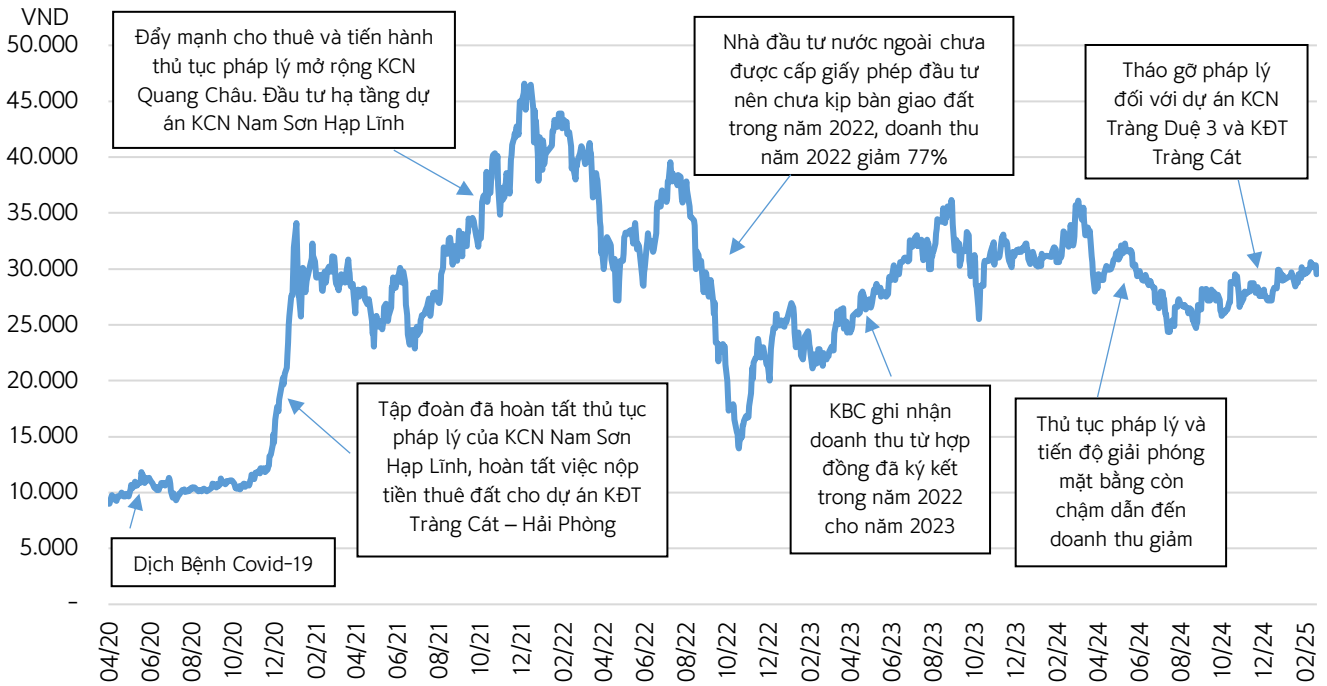
ROE và đường trung bình



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam



Những sự kiện quan trọng của KBC



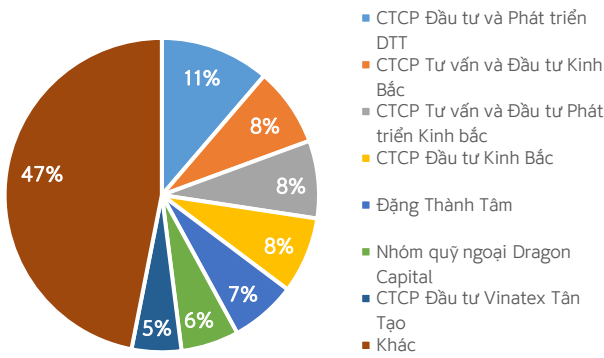
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Tổng quan doanh nghiệp

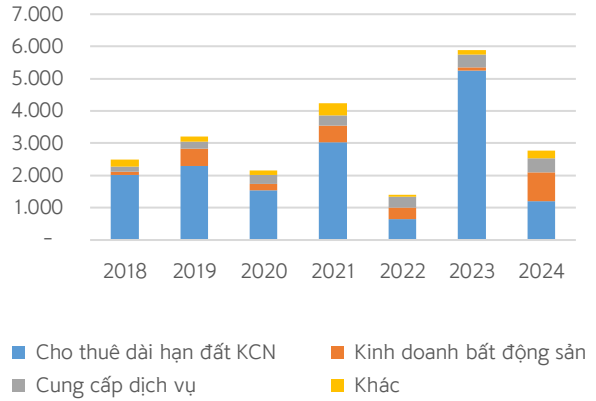
### Lịch sử hình thành doanh nghiệp

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HoSE: KBC) thành lập năm 2002 là một trong những doanh nghiệp phát triển bất động sản khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. KBC có kinh nghiệm làm việc và thu hút các tập đoàn FDI hàng đầu tại Việt Nam. Hơn 90% khách hàng tại khu công nghiệp của KBC là các tập đoàn nước ngoài, đến từ các quốc gia như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc với các tên tuổi lớn như Canon, Foxconn, LG... Tính đến cuối năm 2023, KBC sở hữu quỹ đất lên đến 6,611 ha đất KCN từ Bắc vào Nam.

Cơ cấu cổ đông của KBC



Cơ cấu doanh thu của KBC từ 2018 – 2024 (tỷ đồng)

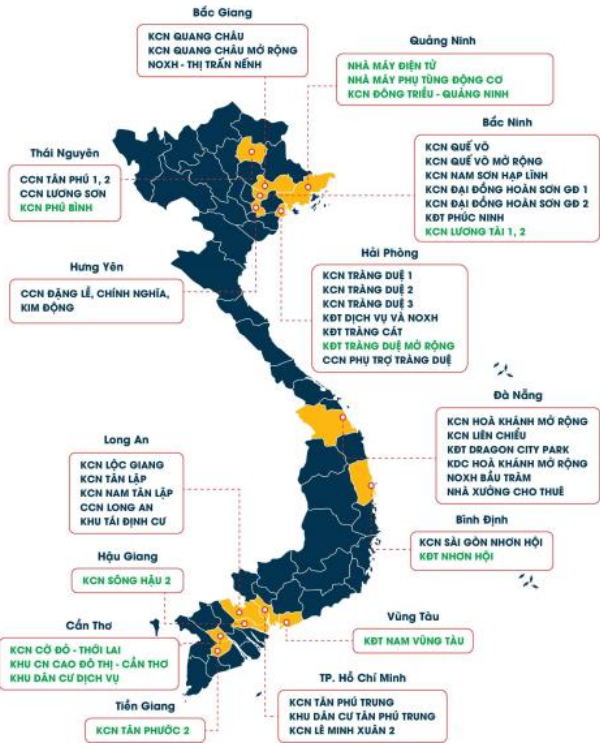


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

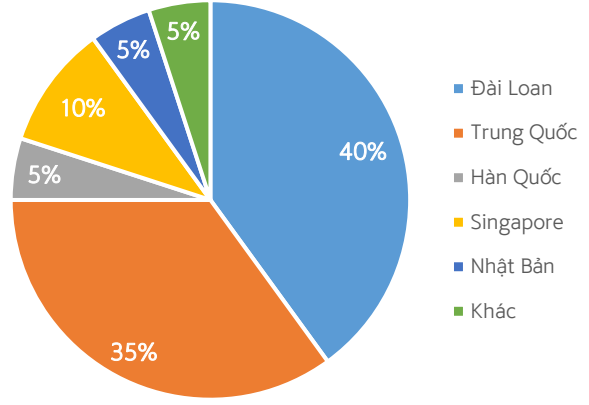
Kinh Bắc được sở hữu phần lớn bởi Chủ tịch HĐQT Đặng Thành Tâm và các công ty liên quan. Trong đó cổ đông lớn chiếm 53% trong cơ cấu cổ đông

Cơ cấu doanh thu của Kinh Bắc chủ yếu đến từ mảng cho thuê dài hạn đất và cơ sở hạ tầng ở các khu công nghiệp, chiếm từ 50% - 70% trong cơ cấu doanh thu của KBC. Bên cạnh đó mảng kinh doanh bất động sản và mảng cung cấp dịch vụ tại khu công nghiệp chiếm lần lượt khoảng 15% và 10%.

Tổng quan các KCN của KBC năm 2024



Cơ cấu khách hàng theo quốc gia của KBC trong năm 2024 (%)

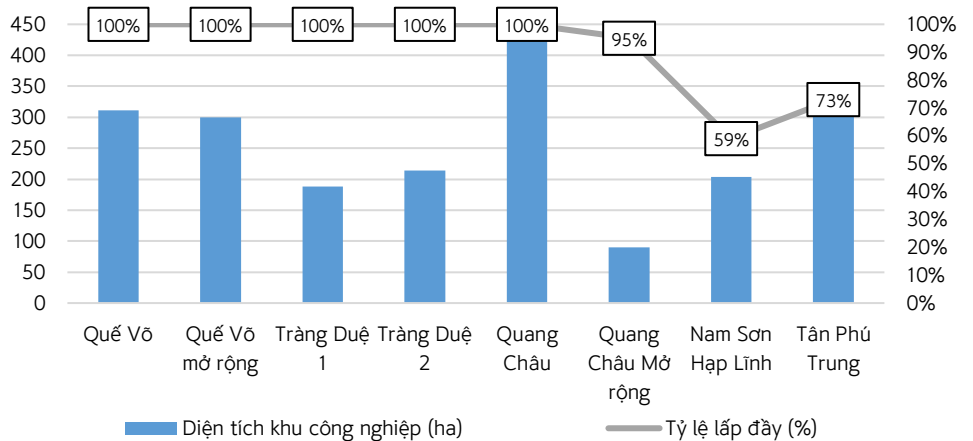


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Các dự án của KBC phân bố tại cả ba miền Bắc – Trung – Nam, tại các thành phố như Bắc Giang, Hải Phòng, Đà Nẵng, Hồ Chí Minh, Long An. Song song với việc phát triển các dự án hiện tại, KBC cũng đang lập các dự án mới ở Hưng Yên, Hải Dương, Quảng Ninh, Tây Ninh, Vũng Tàu, Tiền Giang...

Hơn 90% khách hàng tại các KCN là các doanh nghiệp nước ngoài đến từ Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc, Hồng Kông, v.v. Mỗi một KCN đều có những tập đoàn lớn như Canon, Foxconn, LG, JA Solar, Luxshare – ICT, Goertek, Fuyu, Jufeng, Ingrasys, ... Trong đó khách hàng đến từ Đài Loan, Trung Quốc là nhóm khách hàng chính tại các khu công nghiệp tại KBC.

Diện tích và tỷ lệ lấp đầy tại các khu công nghiệp đã triển khai của KBC 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Các khu công nghiệp tại KBC nằm chủ yếu tại các thành phố lớn với tỷ lệ lấp đầy cao. Trong tổng số 6,611 ha đất KCN nói trên, có 05 KCN với tổng diện tích 1,439 ha đạt tỷ lệ lấp đầy 100%. Thông thường KBC mất khoảng 6 năm để đạt tỷ lệ lấp đầy trên 90%.

## Phụ lục: Báo cáo tài chính

## Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>44,765</b>	<b>48,579</b>	<b>52,887</b>	<b>57,766</b>	<b>66,634</b>
Tài sản ngắn hạn	34,339	37,803	41,754	46,251	54,705
Tiền và tương đương tiền	6,566	8,032	9,789	11,871	17,655
Đầu tư TC ngắn hạn	1,858	1,858	1,858	1,858	1,858
Các khoản phải thu	12,048	13,353	14,818	16,469	18,336
Hàng tồn kho	13,867	14,560	15,288	16,053	16,855
Tài sản dài hạn	10,427	10,776	11,133	11,515	11,929
Tài sản cố định	408	448	459	463	460
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-
Tài sản khác	10,018	10,328	10,674	11,052	11,469
<b>Tổng nợ</b>	<b>24,084</b>	<b>26,953</b>	<b>29,077</b>	<b>31,266</b>	<b>37,486</b>
Nợ ngắn hạn	7,404	9,406	11,876	14,713	18,323
Khoản phải trả	528	1,546	2,399	2,125	2,366
Vay và nợ thuê tài chính	368	1,186	2,629	5,556	8,734
Khác	6,508	6,674	6,848	7,032	7,224
Nợ dài hạn	16,680	17,547	17,202	16,554	19,162
Vay và nợ thuê tài chính	9,745	10,564	12,006	12,738	13,532
Khác	6,935	6,983	5,195	3,816	5,630
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>20,682</b>	<b>21,626</b>	<b>23,809</b>	<b>26,499</b>	<b>29,148</b>
Vốn góp chủ sở hữu	7,676	7,676	7,676	7,676	7,676
Thặng dư vốn	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
Lợi nhuận giữ lại	4,319	5,263	7,447	10,137	12,785
Vốn khác	3,863	3,863	3,863	3,863	3,863
Lợi ích CĐ không kiểm soát	2,080	2,080	2,080	2,080	2,080
*Tổng nợ vay	10,113	11,750	14,635	18,294	22,266
*Nợ ròng (tiền)	3,547	3,718	4,845	6,423	4,611

Nguồn: Dữ liệu công ty, ShinhanSecurities Vietnam

## Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,776</b>	<b>8,188</b>	<b>14,424</b>	<b>14,636</b>	<b>15,889</b>
Tăng trưởng (%)	-53%	195%	76%	1%	9%
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(1,492)</b>	<b>(4,783)</b>	<b>(7,422)</b>	<b>(6,576)</b>	<b>(7,320)</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,283</b>	<b>3,404</b>	<b>7,002</b>	<b>8,060</b>	<b>8,569</b>
Biên lợi nhuận gộp (%)	46%	42%	49%	55%	54%
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>(627)</b>	<b>(1,625)</b>	<b>(2,862)</b>	<b>(2,904)</b>	<b>(3,153)</b>
<b>LN từ HDKD</b>	<b>657</b>	<b>1,780</b>	<b>4,139</b>	<b>5,156</b>	<b>5,416</b>
Tăng trưởng (%)	-77%	171%	133%	25%	5%
Biên LN từ HDKD (%)	24%	22%	29%	35%	34%
<b>LN khác</b>	<b>107</b>	<b>178</b>	<b>(354)</b>	<b>(623)</b>	<b>(945)</b>
Thu nhập tài chính	451	301	183	156	132
Chi phí tài chính	(258)	(646)	(964)	(1,203)	(1,482)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(268)	(646)	(964)	(1,203)	(1,482)
Lợi nhuận ròng từ HDKD khác	(86)	523	427	424	405
<b>LNTT</b>	<b>764</b>	<b>1,958</b>	<b>3,786</b>	<b>4,532</b>	<b>4,471</b>
Thuế TNDN	(304)	(525)	(1,015)	(1,215)	(1,199)
<b>LNST</b>	<b>460</b>	<b>1,433</b>	<b>2,771</b>	<b>3,317</b>	<b>3,272</b>
Tăng trưởng (%)	-80%	212%	93%	20%	-1%
Biên lợi nhuận ròng (%)	17%	17%	19%	23%	21%
LNST cổ đông công ty mẹ	426	1,328	2,568	3,074	3,032
Lợi ích CBTS	34	105	203	243	240
<b>LN trước thuế và lãi vay</b>	<b>1,032</b>	<b>2,604</b>	<b>4,750</b>	<b>5,735</b>	<b>5,953</b>
Tăng trưởng (%)	-68%	152%	82%	21%	4%
Biên LN (%)	37%	32%	33%	39%	37%
<b>LN trước thuế, lãi vay và khấu hao</b>	<b>1,193</b>	<b>2,677</b>	<b>4,831</b>	<b>5,824</b>	<b>6,048</b>
Tăng trưởng (%)	-65%	124%	80%	21%	4%
Biên LN (%)	43%	33%	33%	40%	38%

Nguồn: Dữ liệu công ty, ShinhanSecurities Vietnam

## Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền từ HDKD</b>	<b>731</b>	<b>325</b>	<b>(651)</b>	<b>(1,101)</b>	<b>2,288</b>
Lợi nhuận ròng	764	1,958	3,786	4,532	4,471
Khấu hao TSCĐ	161	73	81	88	95
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(475)	-	-	-	-
Lãi vay	(2,367)	(646)	(964)	(1,203)	(1,482)
Thay đổi vốn lưu động	3,126	(283)	(2,139)	(2,807)	973
Thay đổi khác	(477)	(777)	(1,415)	(1,711)	(1,769)
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(1,386)</b>	<b>(113)</b>	<b>(92)</b>	<b>(92)</b>	<b>(92)</b>
Chi dùng vốn	(156)	(113)	(92)	(92)	(92)
Tiền thu do thanh lý, nhượng	-	-	-	-	-
Thay đổi khác	(1,230)	-	-	-	-
<b>Tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>6,380</b>	<b>1,254</b>	<b>2,501</b>	<b>3,275</b>	<b>3,588</b>
Thay đổi vốn cổ phần	1	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	6,379	1,638	2,885	3,659	3,972
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	(384)	(384)	(384)	(384)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>5,725</b>	<b>1,466</b>	<b>1,757</b>	<b>2,081</b>	<b>5,785</b>
Tổng tiền đầu năm	841	6,566	8,032	9,789	11,871
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	6,566	8,032	9,789	11,871	17,655

Nguồn: Dữ liệu công ty, ShinhanSecurities Vietnam

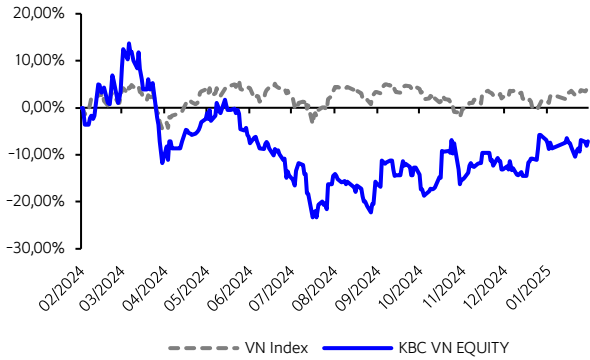
## Chỉ số tài chính

Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
EPS (đồng)	555	1,730	3,345	4,004	3,950
BPS (đồng)	24,226	25,464	28,309	31,813	35,263
DPS (đồng)	-	500	500	500	500
PER (x)	48.99	17.43	9.01	7.53	7.63
PBR (x)	1.01	1.18	1.07	0.95	0.85
EV/EBITDA (x)	22.21	19.40	8.65	4.79	3.97
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	2%	2%	2%	1%
Lãi cố tức (%)	0%	2%	2%	2%	2%
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên EBITDA (%)	43%	33%	33%	40%	38%
Biên LN từ HDKD (%)	24%	22%	29%	35%	34%
Biên LNST (%)	17%	17%	19%	23%	21%
ROA (%)	1%	3%	5%	6%	5%
ROE (%)	2%	7%	12%	13%	12%
<b>Khả năng tài chính</b>					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	49%	54%	61%	69%	76%
Nợ vay ròng/EBITDA (%)	297%	139%	100%	110%	76%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	89%	85%	82%	81%	96%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	3.85	4.03	4.93	4.77	4.02
<b>Hiệu quả hoạt động (%)</b>					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	1,715	634	378	391	378
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	1,394	541	337	366	371
Số ngày khoản phải thu (ngày)	118	79	97	126	112

Nguồn: Dữ liệu công ty, ShinhanSecurities Vietnam

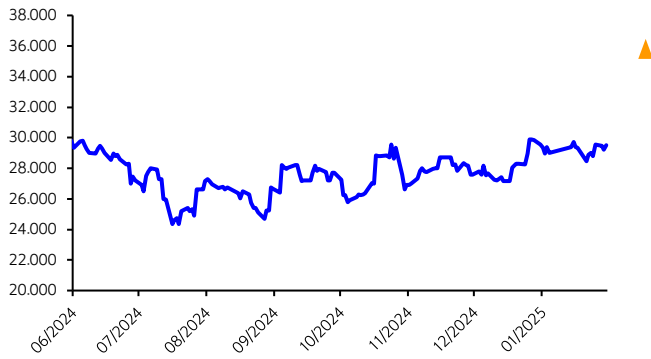
## Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

### Biến động giá cổ phiếu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
29/12/2023 (BC lần đầu)	MUA	42,400	50	16/114
11/03/2024 (BC cập nhật)	MUA	42,400	48	16/103
26/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	34,600	14	-5/43
24/03/2025 (BC cập nhật)	MUA	38,000	25	5/57

### Giá mục tiêu (VNĐ)



Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

### Shinhan Securities Vietnam

#### Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

#### Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

## Compliance & Disclosure Notice

### Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Tien Le

### Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: KBC VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

### Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



## Shinhan Investment Network

### SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd  
Shinhan Investment Tower  
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.  
1325 Avenue of the Americas Suite 702,  
New York, NY 10019  
Tel : (1-212) 397-4000  
Fax : (1-212) 397-0032

### Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.  
Unit 7705 A, Level 77  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon, Hong Kong  
Tel : (852) 3713-5333  
Fax : (852) 3713-5300

### Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia  
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.  
22-23, Jakarta, Indonesia  
Tel : (62-21) 5140-1133  
Fax : (62-21) 5140-1599

### Shanghai

Shinhan Investment Corp.  
Shanghai Representative Office  
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,  
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China  
Tel : (86-21) 6888-9135/6  
Fax : (86-21) 6888-9139

### Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,  
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

### Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
Hanoi Branch  
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,  
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000