

Ngành Khu công nghiệp

Báo cáo cập nhật

Tháng 08, 2024

Mã giao dịch: KBC

Reuters: KBC.HM

Bloomberg: KBC VN Equity

Các nút thắt pháp lý dần được cởi bỏ, mở ra một giai đoạn tăng trưởng mới

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **41.503**

Giá thị trường (07/8/2024) **24.750**

Lợi nhuận kỳ vọng **+67,7%**

Nút thắt pháp lý ở các dự án lớn rất gần tới thời điểm được cởi bỏ, mở ra một giai đoạn tăng trưởng mới

Khu công nghiệp Trảng Duyệt 3 đã được phê duyệt 1/2000 vào tháng 11/2023 và đang chờ chủ trương đầu tư để đưa vào kinh doanh; kỳ vọng đưa vào kinh doanh trong 2025. KĐT Phúc Ninh và KĐT Trảng Cát đều đang chờ UBND thành phố phê duyệt tiền sử dụng đất mới để đóng bổ sung. Trong nửa cuối 2023, KBC khá tích cực trong việc thu xếp tài chính để có thể kịp thời đóng bổ sung tiền sử dụng đất, đưa dự án vào kinh doanh khi có phê duyệt.

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	24.350-36.150
Vốn hóa	18.998 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	767.604.759
KLGD bình quân 10 ngày	2.718.167
% sở hữu nước ngoài	20,24%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	2,08

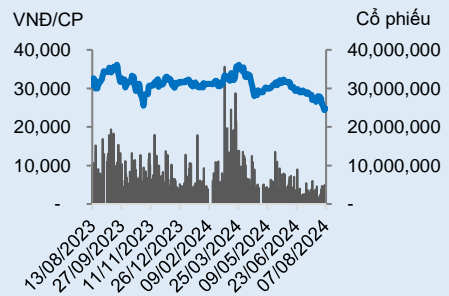
Dự báo LNST 2025 tăng trưởng mạnh nếu doanh thu từ Trảng Cát kịp ghi nhận

Trong 2025, kịch bản doanh thu từ KĐT Trảng Cát kịp ghi nhận, với diện tích đóng góp doanh thu dự kiến là 50ha, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST-MI trong 2025 lần lượt là 11.371 tỷ đồng (+261% so với 2024F) và 4.667 tỷ đồng (+294% so với 2024F). Đóng góp cho kết quả tích cực này còn có 2.748 tỷ đồng doanh thu từ KCN Tân Phú Trung (14ha); Nam Sơn Hạp Lĩnh (26ha) và Trảng Duyệt 3 (30ha).

Định giá tài sản đang chiết khấu lớn so với giá thị trường

Chúng tôi ước tính giá trị quỹ đất thương phẩm đã đền bù của các dự án KCN và KĐT của KBC, đồng thời cũng trích lập 30% các khoản phải thu với các công ty liên quan không có thuyết minh cụ thể, giá trị tài sản của KBC ước tính 47.251 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu là 34.025 tỷ đồng tương đương 44.326 đồng/cp; lớn hơn nhiều so với giá thị trường.

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
KBC	-21,6%	-14,4%	-18,9%	-21,3%
VNIndex	7,4%	-5,3%	-4,2%	0,5%

Ngoài ra, KBC rất tích cực trong việc đi phát triển thêm quỹ đất, nhiều dự án mới như CCN Phước Vĩnh Đông 1, 2, 4 với 149ha (Long An), Tân Tập 654ha và Lộc Giang 466ha (Long An), Kim Động Ân Thi 375ha (Hưng Yên), Bình Giang 860 (Hải Dương) sẽ là các dự án gối đầu, động lực tăng trưởng dài hạn cho KBC.

Khuyến nghị

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng trung và dài hạn của KBC đến từ quỹ đất lớn còn lại từ các khu công nghiệp và các khu đô thị lớn, và còn nhiều dư địa. Ngoài ra, nhiều dự án trọng điểm của KBC đang rất gần tới thời điểm được tháo gỡ pháp lý, có thể đưa vào kinh doanh ngay trong 2025 cũng là điểm nhấn hỗ trợ cho giá cổ phiếu. Với trung bình hai phương pháp NAV và PB, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá hợp lý cho 12 tháng tới là **41.503 đồng/cp**; tương đương +67,7% so với giá đóng cửa ngày 07/8/2024.

Rủi ro:

- Tiền sử dụng đất nộp thêm cho KĐT Trảng Cát và Phúc Ninh sẽ gia tăng áp lực tài chính.
- Sự kéo dài pháp lý dẫn đến ghi nhận Trảng Cát và Phúc Ninh trì hoãn sang 2026 sẽ làm lợi nhuận 2025 ở mức rất thấp.
- Quỹ đất KCN sẵn sàng cho thuê tiếp tục giảm trong 2025.
- Rủi ro pha loãng cổ phiếu từ phát hành riêng lẻ.

Chuyên viên phân tích

Trần Phương Thảo

(84 24) 3928.8080 ext. 207

thaotp@bvsc.com.vn

Các dự án hiện hữu hấp dẫn nhà đầu tư nhưng quỹ đất đang giảm dần

Tóm tắt tình hình chung của các dự án

KCN (đvt: ha)	Sở hữu	Vị trí	Quy mô	Đất thương phẩm	Tỷ lệ đền bù	Diện tích thương phẩm còn lại	Diện tích thương phẩm đã GPMB	Tình trạng
Tân Phú Trung	72,4% (SCD)	TP.HCM	542	346	91%	47	28	Diện tích đất còn phải đền bù là 33,2 ha; còn 81,54 ha đất (tương đương 47ha đất thương phẩm).
Quang Châu MR	72,4% (SBG)	Bắc Giang	90	79	65%	-	-	Còn 15,96ha đất sẽ được bàn giao trong 2024.
Nam Sơn Hạp Lĩnh	100,0%	Bắc Ninh	300	204	64%	66	-	Còn 102,2 ha đất (tương đương khoảng 66ha đất thương phẩm) chưa hoàn thành đền bù và GPMB.
Tràng Duệ 3	86,5% (SHP)	Hải Phòng	687	470	200%	470	137	Đang chờ chấp thuận chủ trương đầu tư để đưa vào kinh doanh trong Q4.2024.

Nguồn: KBC, BVSC ước tính

- **KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh:** còn 102,2ha đất (tương đương khoảng 66ha đất thương phẩm) chưa hoàn thành đền bù và GPMB do có vướng mắc về chỉ tiêu sử dụng đất của huyện Tiên Sơn, Bắc Ninh. Ngày 06/06/2024, Ủy ban Nhân dân tỉnh Bắc Ninh đã phê duyệt và cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư cho dự án FCPV Foxconn Bắc Ninh tại Khu công nghiệp Nam Sơn – Hạp Lĩnh, huyện Tiên Du, tỉnh Bắc Ninh. Tổng diện tích đất thực hiện dự án là 14,27ha với tổng vốn đầu tư là 9.466,75 tỷ đồng. Trước đó, Foxconn đã có các nhà máy tại các KCN Quế Võ (KBC), Đại Đồng – Hoàn Sơn (SGT), VSIP Bắc Ninh (VSIP), Quang Châu (KBC), Đông Mai (VGC).
- **KCN Tân Phú Trung:** có tổng diện tích 542ha, diện tích đất thương phẩm 346,46ha, tỷ lệ lấp đầy là 68,46%, diện tích đất còn phải đền bù là 33,2ha; còn 81,54ha đất (tương đương 47ha đất thương phẩm) đang tiếp tục thu hút đầu tư.
- **KCN Quang Châu MR:** còn 15,96ha đất sẽ được bàn giao trong 2024.

Các dự án mở rộng KCN và xin cấp phép mới hỗ trợ câu chuyện dài hạn

KBC rất tích cực trong việc phát triển thêm quỹ đất, nhiều dự án mới như CCN Phước Vĩnh Đông 1, 2, 4 (Long An); Tân Tập và Lộc Giang (Long An), Kim Động Ân Thi (Hưng Yên), Bình Giang (Hải Dương) sẽ là các dự án gối đầu, động lực tăng trưởng dài hạn cho KBC.

Tên KCN	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	Diện tích quy hoạch (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tình trạng pháp lý
Tân Tập	56,8% (SHP)	Long An	654	9.911	Chấp thuận chủ trương 3.2022.
Lộc Giang	72,4% (SCD)	Long An	466	5.198	Chấp thuận chủ trương 4.2022. Năm 2023, SCD đã đầu tư vào dự án là 47,17 tỷ đồng, dự án đang hoàn thiện quy hoạch 1/2000, lập phương án đền bù, thu xếp vốn, đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng.
Phước Vĩnh Đông 1, 2, 4	88,1% (SCD)	Long An	149	NA	Chấp thuận 1/500; Đang thực hiện quá trình đền bù, GPMB.
Nam Tân Tập	21,5% (*)	Long An	245	NA	Chấp thuận chủ trương: 8.2021; Phê duyệt phương án bồi thường với số tiền 2.112 tỷ đồng vào 12.2022. Đến hết 9.2023, dự án đã bồi thường được 55,84% về diện tích.
Bình Giang	NA	Hải Dương	860	NA	Chấp thuận chủ trương GD1: 495ha; GD2: 365ha
Kim Động Ân Thi	93,93% (HYC)	Hưng Yên	375	NA	Chấp thuận chủ trương. Đang tiến hành phương án đền bù và san lấp mặt bằng, đã được Ngân hàng tài trợ vốn. Đã đền bù được 32ha.

(*) Chủ đầu tư là Công ty TNHH Saigontel Long An; trong đó CTCP Công nghệ - Viễn thông Sài Gòn (SaigonTel) góp vốn 337,5 tỷ đồng, tương đương 75% vốn điều lệ; 112,5 tỷ đồng còn lại (tương đương 25%) do CTCP Khu công nghiệp Sài Gòn - Hải Phòng nắm giữ. KBC nắm giữ 86,54% Sài Gòn - Hải Phòng.

Nguồn: KBC, BVSC ước tính

Pháp lý ở các dự án lớn chờ bỏ tạo quỹ đất mới cho KBC trong 2025-2027

KCN Trảng Duệ 3: Ngày 13/11/2023, UBND Thành phố Hải Phòng ban hành Quyết định số 3758/QĐ-UBND "Về việc phê duyệt Quy hoạch phân khu tỷ lệ 1/2000 Dự án đầu tư xây dựng và kinh doanh kết cấu hạ tầng khu công nghiệp Trảng Duệ 3" với quy mô khoảng 687ha; đang chờ chấp thuận chủ trương đầu tư để đưa vào kinh doanh. Đồng thời, KBC cũng đang tích cực làm việc với LG và các công ty vệ tinh của LG về việc đầu tư vào KCN Trảng Duệ 3. KCN Trảng Duệ 3 nằm tại 4 xã Trường Thọ, Trường Thành, An Tiến và Bát Trang huyện An Lão. BVSC dự báo KCN Trảng Duệ 3 có thể được đưa vào kinh doanh trong 2025.

KĐT Trảng Cát: Theo Quyết định 1516/QĐ-TTg, thành phố Hải Phòng đã hoàn thành quy hoạch chung vào 12/02/2023. Tiếp đó, ngày 27/10/2023, UBND Thành phố Hải Phòng ban hành Quyết định số 5225/QĐ-BQL về việc phê duyệt đề án Điều chỉnh Quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 Khu đô thị và dịch vụ Trảng Cát với quy mô 584,9ha với diện tích thương phẩm mới là 282,14ha. KBC đang tiếp tục làm việc với cơ quan quản lý xin chủ trương đầu tư và tiền sử dụng đất bổ sung. Công ty TNHH Trảng Cát ngày 30/10/2023 đã tăng vốn điều lệ từ 6.630 tỷ đồng lên 12.681 tỷ đồng, tích cực thu xếp nguồn vốn cho dự án để nộp tiền sử dụng đất.

KĐT Phúc Ninh: Tổng diện tích 114,55ha, diện tích thương phẩm 45ha. Tính đến 31/12/2023, Dự án đã đền bù giải phóng mặt bằng được 88,2ha; đã được bàn giao đất trên thực địa 74,38 ha; được UBND tỉnh phê duyệt mục đích sử dụng đất cho 68,2ha và đã nộp tiền sử dụng đất gần 17,1ha đất thương phẩm. Dự án đã hoàn thành 119 căn biệt thự và liền kề trên tổng số 150 căn, được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho 121 lô đất. Tổng diện tích đã đặt chỗ hơn 12ha, tổng diện tích đã ghi nhận doanh thu là 2,51ha. Tổng giá trị các Thỏa thuận đặt chỗ, chưa bao gồm VAT đã ký kết hơn 1.591 tỷ đồng, tổng số tiền còn phải thu hơn 1.231,9 tỷ đồng, tổng doanh thu đã ghi nhận là 345,85 tỷ đồng. KBC đang chờ UBND tỉnh Bắc Ninh phê duyệt tiền sử dụng đất bổ sung cần nộp cho dự án để đủ điều kiện ghi nhận doanh thu. Dự kiến tiền sử dụng đất cần nộp bổ sung là 3.000 tỷ đồng.

KĐT (đvt: ha)	Sở hữu	Vị trí	Quy mô	Đất TP	Tỷ lệ đền bù	DTTP (*) còn lại	DTTP (*) đã GPMB	Tình trạng
Tràng Cát	100%	Khu KT Đình Vũ – Cát Hải, Hải Phòng	584,9	282,1	99%	282,1	280,7	KBC đang tiếp tục làm việc với cơ quan quản lý xin chủ trương đầu tư và tiền sử dụng đất bổ sung.
Phúc Ninh	100%	Bắc Ninh	114,6	44,5	77%	42,0	32,3	Chờ UBND tỉnh Bắc Ninh phê duyệt tiền sử dụng đất bổ sung cần nộp cho dự án để đủ điều kiện ghi nhận doanh thu. Dự kiến tiền sử dụng đất cần nộp bổ sung là 3.000 tỷ đồng.

(*) DTTP: Diện tích thương phẩm

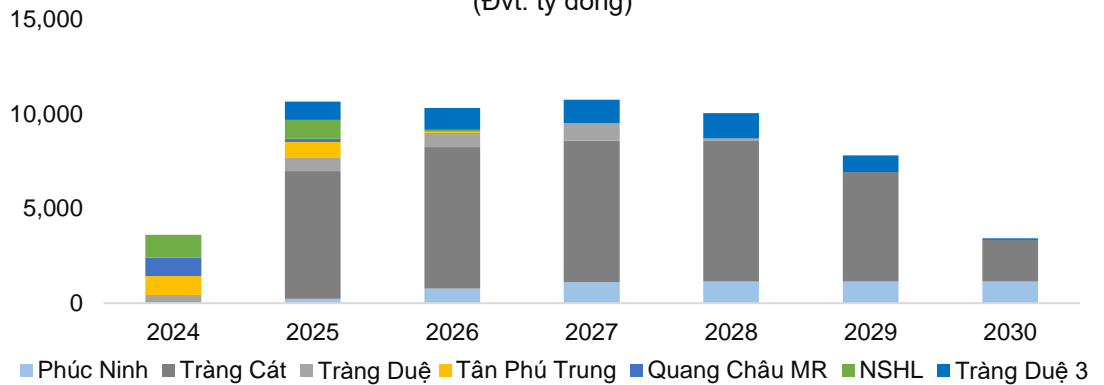
Nguồn: BVSC tổng hợp

Dự báo về kế hoạch cho thuê và khai thác quỹ đất trong dài hạn

Từ quỹ đất các dự án hiện hữu và kỳ vọng ở các dự án mới, BVSC ước tính tiến độ kinh doanh các dự án như sau:

Tiến độ cho thuê/chào bán từng năm (đvt: ha)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Giá chào bán ước tính trong 2024
Khu công nghiệp							USD/m2/kỳ thuê
Tân Phú Trung	18	14	0	0	0	0	250
Quang Châu MR	16	0	0	0	0	0	145
Nam Sơn Hạp Lĩnh	30	26	0	0	0	0	150
Tràng Duệ 3	0	30	30	30	30	17	140
Khu đô thị							triệu đồng/m2
Tràng Cát		50	50	50	50	37	15
Phúc Ninh		2	3	3	3	3	35

Nguồn: BVSC dự báo

Ước tính giá trị hợp đồng từ các dự án của KBC
(Đvt: tỷ đồng)

Lợi nhuận năm 2024 có thể suy giảm

Trong 2024, các khu công nghiệp đang vận hành và chào thuê của KBC còn diện tích thương phẩm hạn chế, nhiều phần diện tích chưa giải phóng mặt bằng. Các dự án mới đang ở trong quá trình hoàn thiện pháp lý hoặc tiến hành giải phóng mặt bằng. Trong 2023, KBC cũng ghi nhận hai hợp đồng chào thuê tại Quang Châu MR với Ingrasys (thuộc Foxconn) xây dựng Nhà máy công nghệ chính xác Fulian 49,6 ha và NSHL với Goertek 71,8ha giúp doanh thu từ Khu công nghiệp tăng lên 4.981 tỷ đồng trong 2023 chiếm 88% tổng doanh thu. BVSC dự báo doanh thu từ mảng KCN trong 2024 sẽ giảm đáng kể so với 2023 đạt 2.639 tỷ đồng (-47% yoy). Doanh thu và LNST-MI đạt lần lượt là 3.214 tỷ đồng (-43% yoy) và 1.184 tỷ đồng (-47% yoy).

(đvt: tỷ đồng)	2023	2024F	yoy	Ghi chú
Doanh thu	5.645	3.149	-44%	-Doanh thu 2024 giảm do doanh thu từ mảng KCN kém hơn so với 2023. Trong đầu năm 2023, KBC có ghi nhận 2 hợp đồng lớn đã ký từ 2022 mà chưa ghi nhận được. Doanh thu trong 2024 thiếu vắng đóng góp từ KCN Quang Châu MR do KCN đã lấp đầy.
- KCN	4.981	2.333	-53%	Ghi nhận từ những KCN sau: - Tân Phú Trung: 18ha - Quang Châu MR: 15,96ha - Nam Sơn Hạp Lĩnh: 30ha
- BĐS	105	231	120%	2024 chủ yếu ghi nhận doanh thu còn lại từ KĐT Trảng Duệ.
- Khác	559	585	5%	Doanh thu xử lý nước thải và các doanh thu khác tăng nhẹ cùng chiều với tỷ lệ lấp đầy tại các KCN tăng dần.
Giá vốn hàng bán	1.958	894	-54%	
Lợi nhuận gộp	3.686	2.255	-39%	
- KCN	3.287	1.750	-47%	Biên LNG 2024 cao hơn do trong 2023, KBC ghi nhận hai hợp đồng lớn với Foxconn và Goertek, diện tích lớn lần lượt là 49,6ha và 71,8ha với giá chào thuê chiết khấu so với giá chào thuê các deal nhỏ hơn.
- BĐS	38	85	123%	
- Khác	361	420	16%	
LNG biên	65%	72%	6%	
LNTT	2.865	1.730	-40%	
LNST-MI	2.218	1.184	-47%	

Dự báo lợi nhuận sau thuế 2025 tăng trưởng mạnh nếu doanh thu từ Trảng Cát kịp ghi nhận

(Đvt: tỷ đồng)	2024F	2025F	yoy	Ghi chú
Doanh thu	3.149	11.371	261%	Doanh thu tăng mạnh tới từ ghi nhận KĐT Trảng Cát và KĐT Phúc Ninh.
- KCN	2.333	2.748	18%	Cụ thể ghi nhận tại các KCN như sau: - Tân Phú Trung: 14ha - Nam Sơn Hạp Lĩnh: 26ha - Trảng Duệ 3: 30ha
- BĐS	231	8.009	3366%	KĐT Trảng Cát dự kiến sẽ đóng góp doanh thu trong 2025 với 50ha ghi nhận. KĐT Phúc Ninh ghi nhận 2,51ha.
- Khác	585	614	5%	Doanh thu xử lý nước thải và các doanh thu khác tăng nhẹ cùng chiều với tỷ lệ lấp đầy tại các KCN tăng dần.
Giá vốn hàng bán	894	4.223	372%	
Lợi nhuận gộp	2.255	7.148	217%	
- KCN	1.750	2.151	23%	
- BĐS	85	4.548	5255%	
- Khác	420	449	7%	
LNG biên	72%	63%	-9%	
LNTT	1.730	6.070	251%	
LNST-MI	1.184	4.667	294%	

Năm 2025, **kịch bản dự án KĐT Trảng Cát chưa kịp ghi nhận**, LNST thuộc công ty mẹ nhiều khả năng sẽ hạ nhiệt; không tăng trưởng mạnh do (i) các quỹ đất KCN hiện hữu không còn nhiều; và ii) các dự án mới phần lớn giai đoạn triển khai pháp lý. Chi tiết dự báo như sau:

(Đvt: tỷ đồng)	2024F	2025F	yoy	Ghi chú
Doanh thu	3.149	4.621	47%	Doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động cho thuê KCN và chuyển nhượng BĐS.
- KCN	2.333	2.748	18%	Cụ thể ghi nhận tại các KCN như sau: - Tân Phú Trung: 14ha - Nam Sơn Hạp Lĩnh: 26ha - Trảng Duệ 3: 30ha
- BĐS	231	1.259	445%	Trảng Cát chưa kịp ghi nhận doanh thu. KĐT Phúc Ninh ghi nhận 2,51ha.
- Khác	585	614	5%	Doanh thu xử lý nước thải và các doanh thu khác tăng nhẹ cùng chiều với tỷ lệ lấp đầy tại các KCN tăng dần.
Giá vốn hàng bán	894	1.604	79%	
Lợi nhuận gộp	2.255	3.017	34%	
- KCN	1.750	2.151	23%	
- BĐS	85	417	391%	
- Khác	420	449	7%	
LNG biên	72%	65%	-6%	
LNTT	1.730	2.411	39%	
LNST-MI	1.184	1.718	45%	

Phát hành cổ phiếu riêng lẻ giúp tăng quy mô vốn hoạt động và năng lực tài chính

Số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành tối đa 250 triệu cổ phiếu; với tổng giá trị tối đa theo mệnh giá là 2.500 tỷ đồng.

Mục đích: (i) bổ sung vốn lưu động; (ii) tái cơ cấu khoản nợ; và (iii) đầu tư góp vốn công ty con, liên doanh, liên kết. Giá chào bán được xác định theo nguyên tắc không thấp hơn 80% giá đóng cửa bình quân của 30 phiên giao dịch liền trước ngày Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có Công văn chấp thuận/xác nhận việc nhận đầy đủ hồ sơ đăng ký và không thấp hơn giá trị sổ sách. Chào bán cho NĐT chuyên nghiệp và hạn chế chuyển nhượng 1 năm. Thời gian dự kiến: Trong 2024-2025 sau khi được UBCKNN chấp thuận.

Hiện tại, KBC đang thực hiện cùng lúc khá nhiều dự án KCN, cùng với khoản tiền sử dụng đất dự kiến nộp bổ sung cho KĐT Phúc Ninh và KĐT Tràng Cát; Phát hành riêng lẻ giúp KBC tăng quy mô vốn hoạt động và năng lực tài chính để thực hiện dự án.

Kết quả định giá

BVSC dùng phương pháp NAV và so sánh PB để xác định giá trị hợp lý của KBC với tỷ lệ lần lượt là 50% và 50%.

Phương pháp NAV

- BVSC ước tính giá trị còn lại quỹ đất thương phẩm đã đền bù các dự án KCN và KĐT. Các dự án mới được chấp thuận đầu tư hoặc đang trong quá trình xử lý pháp lý chưa được xem xét đến.
- KĐT Tràng Cát giả định bán sỉ với giá 15 triệu đồng/m², thời gian bán hàng từ 2025 – 2030.
- BVSC cũng trích lập 30% các khoản phải thu của KBC với các công ty liên quan, không có thuyết minh cụ thể.

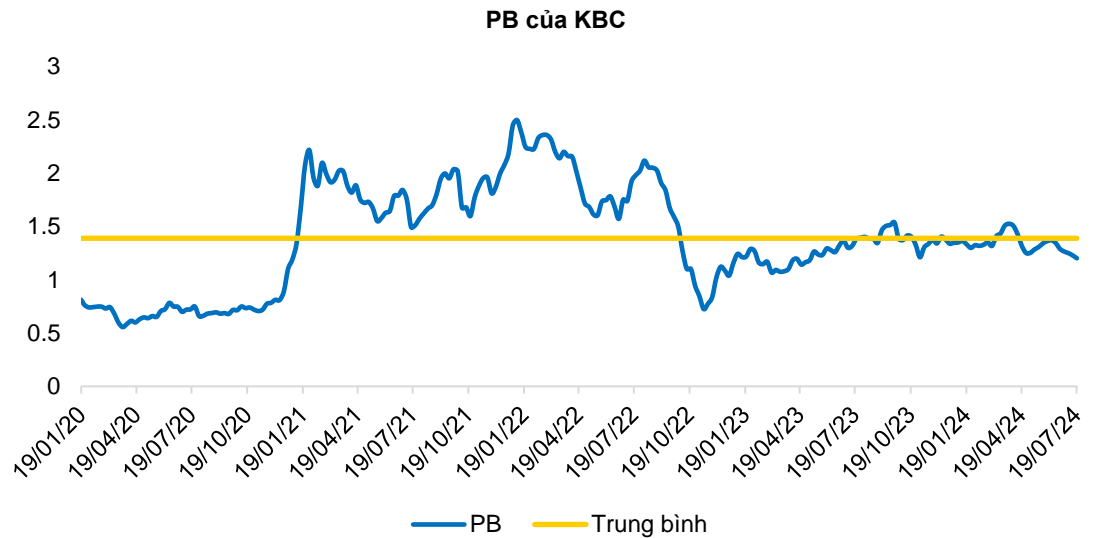
Giá trị đánh giá lại như sau:

(Đvt: tỷ đồng)	Dự án	Sở hữu	NPV	Giá trị thuộc về KBC
Dự án do KBC làm chủ đầu tư				
1	Tân Phú Trung	72,4%	1.050	760
2	Quang Châu MR	72,4%	1.484	1.075
3	Nam Sơn Hạp Lĩnh	100,0%	1.257	1.257
4	Tràng Duệ 3	86,5%	2.385	2.063
5	KĐT Phúc Ninh	100,0%	1.144	1.144
6	KĐT Tràng Cát	100,0%	8.429	8.429
7	KĐT Tràng Duệ	100,0%	487	487
Total			15.979	14.980

Khoản mục (Đvt: tỷ đồng)	Giá trị	Đánh giá lại
Tổng tài sản	33.420	47.252
Tài sản ngắn hạn	25.291	39.123
- Tiền và các khoản tương đương tiền	786	786
- Phải thu ngắn hạn	9.933	8.549
- Hàng tồn kho	12.211	27.427
- Tài sản khác	2.361	2.361
Tài sản dài hạn	8.129	8.129
Nợ phải trả	13.226	13.226
Vốn chủ sở hữu	20.194	34.026
Số lượng cổ phiếu lưu hành (CP)	767.604.759	767.604.759
Giá cổ phiếu (đồng/cp)		44.328

Phương pháp so sánh P/B

BVSC sử dụng PB trung bình của KBC từ 2020 tới nay theo khung tuần, theo đó, mức PB trung bình là 1,3 lần. Hiện tại, KBC đang giao dịch ở mức PB là 1,2 lần, thấp hơn so với trung bình quá khứ, và thấp hơn so với trung bình ngành là 2,1 lần. Theo đó, kết quả định giá theo so sánh PB là **38.679 đồng/cp**, với P/B mục tiêu là 1,3 lần.



Kết quả định giá

Phương pháp định giá	Giá (đồng/cp)	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền (đồng/cp)
NAV	44.328	50%	22.164
PB	38.679	50%	19.339
Giá mục tiêu			41.503

Khuyến nghị

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng trung và dài hạn của KBC đến từ quỹ đất lớn còn lại từ các khu công nghiệp và các khu đô thị lớn, và còn nhiều dư địa. Ngoài ra, nhiều dự án trọng điểm của KBC đang rất gần tới thời điểm được tháo gỡ pháp lý, có thể đưa vào kinh doanh ngay trong 2025 cũng là điểm nhấn hỗ trợ cho giá cổ phiếu. Với trung bình hai phương pháp NAV và P/B, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá hợp lý cho 12 tháng tới là **41.503 đồng/cp**; tương đương +67,7% so với giá đóng cửa ngày 07/8/2024.

Rủi ro:

- Tiền sử dụng đất nộp thêm cho KĐT Trảng Cát và Phúc Ninh sẽ gia tăng áp lực tài chính.
- Sự kéo dài pháp lý dẫn đến ghi nhận Trảng Cát và Phúc Ninh trì hoãn sang 2026 sẽ làm lợi nhuận 2025 ở mức rất thấp.
- Quỹ đất KCN sẵn sàng cho thuê tiếp tục giảm trong 2025.
- Rủi ro pha loãng cổ phiếu từ phát hành riêng lẻ.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	2.151	4.246	950	5.618
Giá vốn	(1.462)	(1.779)	(685)	(1.923)
Lợi nhuận gộp	689	2.467	266	3.695
Doanh thu tài chính	314	170	340	426
Chi phí tài chính	(230)	(541)	(595)	(426)
Lợi nhuận sau thuế	224	1.095	1.526	2.031

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023
Tiền & khoản tương đương tiền	1.050	2.562	1.683	841
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.385	1.928	958	615
Hàng tồn kho	11.534	11.515	12.330	12.219
Tài sản cố định hữu hình	256	248	365	449
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	661	2.298	4.697	4.777
Tổng tài sản	23.786	31.002	34.907	33.434
Nợ ngắn hạn	6.962	6.511	10.684	6.579
Nợ dài hạn	6.171	7.922	6.377	6.635
Vốn chủ sở hữu	10.653	16.569	17.846	20.221
Tổng nguồn vốn	23.786	31.002	34.907	33.434

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-33,0%	97,4%	-77,6%	491,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-75,6%	388,7%	39,4%	33,0%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	32,0%	58,1%	28,0%	65,8%
Lợi nhuận thuần biên	10,4%	25,8%	160,6%	36,1%
ROA	1,1%	4,0%	4,6%	5,9%
ROE	2,1%	8,0%	8,9%	10,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	55,2%	46,6%	48,9%	39,5%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	123,3%	87,1%	95,6%	65,3%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	471	1.902	1.988	2.646
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	22.394	28.780	23.248	26.343

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Phương Thảo** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888