



# Cập nhật KBC – MUA

Ngày 13/11/2024

---

## Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

trucptt@acbs.com.vn

## Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

**MUA**

HOSE: KBC

Bất động sản

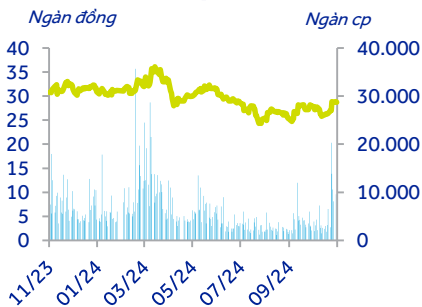
|                              |        |
|------------------------------|--------|
| Giá hiện tại (VND)           | 28.700 |
| Giá mục tiêu (VND)           | 39.000 |
| Tỷ lệ tăng giá               | 35,9%  |
| Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng | 0,0%   |
| Tổng tỷ suất lợi nhuận       | 35,9%  |

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

|           | YTD   | 1T  | 3T   | 12T   |
|-----------|-------|-----|------|-------|
| Tuyệt đối | -9,6  | 3,2 | 14,5 | -5,7  |
| Tương đối | -21,6 | 6,1 | 11,7 | -21,3 |

Nguồn: Bloomberg

### Biểu đồ giao dịch



### Cơ cấu sở hữu

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| Đặng Thành Tâm (Chủ tịch)           | 18,06% |
| CTCP Tư vấn & Đầu tư Kinh Bắc       | 8,11%  |
| Dragon Capital và các bên liên quan | 4,99%  |

### Thông kê

| Mã Bloomberg                | 12/11/24        | KBC VN |
|-----------------------------|-----------------|--------|
| Thấp/Cao 52 tuần (VND)      | 24.200 – 36.300 |        |
| SL lưu hành (triệu cp)      | 768             |        |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 22.030          |        |
| Vốn hóa (triệu USD)         | 865             |        |
| Room khối ngoại còn lại (%) | 29,7            |        |
| Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) | 55,5            |        |
| KLGD TB 3 tháng (cp)        | 3.814.853       |        |
| VND/USD                     | 25.480          |        |
| Index: VNIndex / HNX        | 1244,82/226,69  |        |

## TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC - CTCP (KBC VN)

KQKD Q3/2024 tăng trưởng mạnh svck nhưng KQKD 9T2024 vẫn kém khả quan do diện tích khu công nghiệp bàn giao thấp. Giảm dự phóng lợi nhuận 2024 60% xuống 586 tỷ đồng. Kỳ vọng tăng trưởng cao trong năm 2025 khi KCN Tràng Duệ 3 được phê duyệt. Giá mục tiêu cuối năm 2025 là 39.000 đ/cp, giảm 9% so với giá mục tiêu cuối 2024 do giãn thời gian bàn giao các dự án khu công nghiệp.

**Kinh Bắc công bố KQKD Q3/2024 tăng trưởng mạnh svck với doanh thu đạt 950 tỷ đồng (+284% svck) và LNST đạt 201 tỷ đồng (+986% svck) chủ yếu nhờ:**

- Doanh thu cho thuê khu công nghiệp (KCN) tăng 23 lần svck, đạt 585 tỷ đồng đến từ việc bàn giao 14,4 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (12,4 ha) và KCN Quang Châu (2 ha) trong khi Q3/2023 bàn giao 3,9 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh,
- Doanh thu bất động sản (BĐS) nhà ở tăng gần 4 lần svck lên 196 tỷ đồng đến từ việc bàn giao 13,800 m2 tại dự án Nhà ở xã hội thị trấn Nénh, tỉnh Bắc Giang trong khi Q3/2023 bàn giao 3.900 m2 tại Khu đô thị Tràng Duệ.

**Lũy kế 9T2024, KBC đạt doanh thu 1.994 tỷ đồng (-58% svck) và LNST đạt 397 tỷ đồng (-81% svck), hoàn thành 10% kế hoạch lợi nhuận và 30% dự phóng.** Sự sụt giảm chủ yếu do:

- Doanh thu cho thuê KCN giảm 76% svck xuống 1.117 tỷ đồng do diện tích bàn giao thấp hơn (29,7 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quang Châu trong 9T2024 so với 131,8 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quang Châu và Tân Phú Trung trong 9T2023) và
- Biên lợi nhuận gộp (BLNG) giảm từ 69% xuống 45% do BLNG mảng cho thuê KCN giảm từ 72% xuống 53% chủ yếu do điều chỉnh chi phí giá vốn tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh.

Do việc bàn giao và ghi nhận doanh thu từ KCN trong 9T2024 thấp hơn dự kiến nên chúng tôi điều chỉnh giảm tổng diện tích bàn giao cả năm 2024 từ 77ha xuống 44 ha. Do đó, **dự phóng doanh thu 2024 điều chỉnh giảm 35% xuống 2.718 tỷ đồng (-52% svck) và LNST giảm 60% xuống 586 tỷ đồng (-74% svck).**

**Chúng tôi kỳ vọng KCN Tràng Duệ 3 được phê duyệt và ghi nhận doanh thu trong năm 2025.** Doanh thu 2025 ước đạt 4.030 tỷ đồng (+48% svck) và LNST ước đạt 973 tỷ đồng (+66% svck) chủ yếu đến từ các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tân Phú Trung và Tràng Duệ 3. **Giá mục tiêu cuối năm 2025 là 39.000 đ/cp, giảm 9% so với giá mục tiêu cuối 2024 do giãn thời gian bàn giao tại các KCN. Lập lại khuyến nghị Mua.**

|                       | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| DT Thuần (tỷ đồng)    | 4.246  | 950    | 5.618  | 2.718  | 4.030 |
| Tăng trưởng           | 97,4%  | -77,6% | 491,2% | -51,6% | 48,3% |
| EBITDA (tỷ đồng)      | 1.924  | (168)  | 3.015  | 870    | 1.468 |
| Tăng trưởng           | 322,8% | n/a    | n/a    | -71,1% | 68,7% |
| NPATMI (tỷ đồng)      | 782    | 1.526  | 2.031  | 530    | 880   |
| Tăng trưởng           | 249,1% | 95,2%  | 33,0%  | -73,9% | 65,9% |
| EPS (hiệu chỉnh, VND) | 1.190  | 1.993  | 2.646  | 691    | 1.147 |
| Tăng trưởng           | 232,6% | 67,5%  | 32,8%  | -73,9% | 65,9% |
| ROE                   | 6,6%   | 10,2%  | 11,9%  | 2,9%   | 4,7%  |
| ROIC                  | 3,8%   | 5,1%   | 6,1%   | 1,2%   | 2,2%  |
| Nợ ròng/EBITDA (x)    | 1,3    | -20,9  | 0,3    | -3,5   | 2,5   |
| EV/EBITDA (x)         | 9,6    | -109,5 | 6,1    | 21,2   | 12,6  |
| P/E (lần)             | 24,1   | 14,4   | 10,8   | 41,5   | 25,0  |
| P/B (lần)             | 1,2    | 1,4    | 1,2    | 1,2    | 1,1   |
| Cổ tức (đồng)         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     |
| Suất sinh lợi cổ tức  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%  |

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q3/2024 và 9T2024**

| Đơn vị: tỷ đồng           | Q3/2023    | Q3/2024    | Tăng trưởng svck | 9T2023       | 9T2024       | Tăng trưởng svck | Kế hoạch 2024 | % Hoàn thành |
|---------------------------|------------|------------|------------------|--------------|--------------|------------------|---------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>          | <b>247</b> | <b>950</b> | <b>+284%</b>     | <b>4.798</b> | <b>1.994</b> | <b>-58%</b>      | <b>9.000</b>  | <b>22%</b>   |
| Trong đó: KCN             | 26         | 585        | +2157%           | 4.567        | 1.117        | -76%             |               |              |
| BDS nhà ở                 | 50         | 196        | +294%            | 79           | 422          | +432%            |               |              |
| Cho thuê kho, xưởng       | 64         | 53         | -17%             | 111          | 144          | +30%             |               |              |
| Cung cấp điện, nước       | 108        | 116        | +7%              | 280          | 311          | +11%             |               |              |
| Lợi nhuận gộp             | 111        | 360        | +224%            | 3.309        | 898          | -73%             |               |              |
| Doanh thu tài chính       | 58         | 116        | +101%            | 350          | 294          | -16%             |               |              |
| Chi phí tài chính         | 39         | 85         | +119%            | 326          | 193          | -41%             |               |              |
| Chi phí bán hàng và QLDN  | 76         | 132        | +74%             | 672          | 412          | -39%             |               |              |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b> | <b>19</b>  | <b>201</b> | <b>+986%</b>     | <b>2.087</b> | <b>397</b>   | <b>-81%</b>      | <b>4.000</b>  | <b>10%</b>   |

*Nguồn: KBC, ACBS.*
**Cập nhật các dự án KCN chính: tiến độ bàn giao trong năm 2024 khá chậm, kỳ vọng tiến độ pháp lý và giải phóng mặt bằng sẽ cải thiện vào năm 2025**

Hiện nay, KBC đang kinh doanh 3 dự án là KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quang Châu mở rộng và Tân Phú Trung với diện tích thương phẩm còn lại có thể cho thuê tính đến cuối Q3/2024 là khoảng 170 ha. KCN Tràng Duệ 3 là dự án tiềm năng sẽ đóng góp chính vào kết quả kinh doanh của KBC trong các năm tới.

**KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh:** Dự án có tổng diện tích 300 ha tại Bắc Ninh, trong đó diện tích thương phẩm là 204 ha và đã lấp đầy 58,5% tính đến cuối Q3/2024. KCN nằm sát Quốc lộ 38 nối Bắc Ninh với Hải Dương, Hưng Yên, Hà Nam và thu hút nhiều dự án sản xuất linh kiện điện tử. Quá trình đền bù khoảng 60 ha còn lại diễn ra khá chậm trong năm 2024 do chờ Luật đất đai mới được áp dụng. Chúng tôi kỳ vọng giá đền bù phần diện tích còn lại sẽ được phê duyệt trong năm 2025 và công ty sẽ đẩy nhanh quá trình đền bù và ghi nhận doanh thu. Chúng tôi dự phóng KBC bàn giao khoảng 18 ha và 38 ha trong năm 2024 và 2025 và ghi nhận doanh thu tương ứng là 675 tỷ đồng và 1.531 tỷ đồng.

**KCN Quang Châu mở rộng:** Dự án nằm trên quốc lộ 1 và gần quốc lộ 18 thuộc tỉnh Bắc Giang, có vị trí thuận lợi ra các cảng biển, sân bay Nội Bài, cửa khẩu Hữu Nghị. KCN có tổng diện tích là 90 ha, trong đó diện tích thương phẩm là 67 ha, thu hút được dự án lớn của Ingrasys (thuộc Foxconn) với diện tích cho thuê gần 50 ha. Dự án đạt tỷ lệ lấp đầy gần 95% tính đến cuối Q3/2024. Chúng tôi dự phóng KBC sẽ bàn giao khoảng 3,5 ha trong Q4/2024 và ghi nhận doanh thu cả năm 2024 khoảng 500 tỷ đồng.

**KCN Tân Phú Trung:** nằm trên quốc lộ 22 (thuộc dự án đường Xuyên Á nối liền TP.HCM với Campuchia) có tổng diện tích là 543 ha, trong đó diện tích thương phẩm là 346ha. Dự án đạt tỷ lệ lấp đầy là 68,5% tính đến cuối Q3/2024. Trong 9T2024 KBC không ghi nhận doanh thu từ dự án này. Chúng tôi kỳ vọng công ty bàn giao khoảng 8 ha trong Q4/2024 và ghi nhận doanh thu khoảng 361 tỷ đồng cho cả năm 2024.

**KCN Tràng Duệ 3:** Dự án có tổng diện tích 687 ha, trong đó diện tích thương phẩm là 456 ha nằm trên trục đường Quốc lộ 10 và giữa quốc lộ 5A và cao tốc từ Hà Nội đến Hải Phòng. KCN được UBND tỉnh phê duyệt Quy hoạch 1/2000 vào tháng 11/2023 và đang chờ Thủ tướng phê duyệt chủ trương đầu tư. KBC đã đền bù khoảng 200 ha và đang thu hút được nhiều dự án tiềm năng như LG và các công ty vệ tinh (62-100 ha), dự án sản xuất bếp từ, bếp nướng từ Trung Quốc (60 ha) và dự án sản xuất pin CNC từ Hàn Quốc (20 ha).

Ngoài ra, KBC cũng có một dự án mới là Cụm công nghiệp phụ trợ Trảng Duệ với quy mô 58,75 ha được UBND huyện An Dương phê duyệt Quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 vào tháng 2/2024.

Các dự án khác ở Long An và Hưng Yên đang trong giai đoạn lập Quy hoạch và đền bù.

**Bảng 2: Các KCN của KBC**

| STT                        | Tên dự án             | Vị trí    | TLSH   | Tổng DT (ha) | DT thương phẩm (ha) | Tỷ lệ lấp đầy cuối Q3/2024 | Giá thuê trung bình (USD/m <sup>2</sup> /kỳ hạn còn lại) | Tiến độ  |
|----------------------------|-----------------------|-----------|--------|--------------|---------------------|----------------------------|--|--|
| <b>KCN đã lấp đầy</b>      |                       |           |        |              |                     |                            |  |  |
| 1                          | KCN Quế Võ 1          | Bắc Ninh  | 100,0% | 311          | 192                 | 100,0%                     |  |  |
| 2                          | KCN Quế Võ 2          | Bắc Ninh  | 100,0% | 300          | 173                 | 100,0%                     |  |  |
| 3                          | KCN Quang Châu        | Bắc Giang | 89,0%  | 426          | 307                 | 100,0%                     |  |  |
| 4                          | KCN Trảng Duệ 1       | Hải Phòng | 89,3%  | 188          | 129                 | 100,0%                     |  |  |
| 5                          | KCN Trảng Duệ 2       | Hải Phòng | 89,3%  | 214          | 133                 | 100,0%                     |  |  |
| <b>KCN đang kinh doanh</b> |                       |           |        |              |                     |                            |  |  |
| 6                          | KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh  | Bắc Ninh  | 100,0% | 300          | 204                 | 58,5%                      | 146  | Còn khoảng 60 ha chưa đền bù. Diện tích thương phẩm còn lại 85 ha  |
| 7                          | KCN Quang Châu mr     | Bắc Giang | 89,0%  | 90           | 67                  | 94,8%                      | 130  | Diện tích thương phẩm còn lại 3,5 ha   |
| 8                          | KCN Tân Phú Trung     | TP.HCM    | 72,8%  | 543          | 346                 | 68,5%                      | 182  | Còn khoảng 33 ha chưa đền bù. Diện tích thương phẩm còn lại 82 ha  |
| <b>KCN sẽ triển khai</b>   |                       |           |        |              |                     |                            |  |  |
| 9                          | KCN Trảng Duệ 3       | Hải Phòng | 89,3%  | 687          | 456                 | n/a                        | n/a  | Đã có Quy hoạch 1/2000. Đang chờ chấp thuận chủ trương đầu tư  |
| 10                         | CCN Trảng Duệ         | Hải Phòng | 89,3%  | 59           | n/a                 | n/a                        | n/a  | Đã có Quy hoạch 1/500  |
| 11                         | KCN Trảng Cát         | Hải Phòng | 100,0% | 206          | 126                 | n/a                        | n/a  |  |
| 12                         | CCN Phước Vĩnh Đông 1 | Long An   | 100,0% | 50           | 35                  | n/a                        | n/a  | Được duyệt chủ trương đầu tư. Triển khai phương án đền bù, lập thiết kế cơ sở, thẩm định báo cáo đánh giá tác động môi trường, làm việc với các Ngân hàng để thu xếp nguồn vốn |
| 13                         | CCN Phước Vĩnh Đông 2 | Long An   | 89,0%  | 49           | 31                  | n/a                        | n/a  |  |
| 14                         | CCN Phước Vĩnh Đông 4 | Long An   | 72,8%  | 50           | 36                  | n/a                        | n/a  |  |
| 15                         | CCN Tân Tập           | Long An   | 89,3%  | 71           | 42                  | n/a                        | n/a  |  |
| 16                         | KCN Tân Tập           | Long An   | 66,0%  | 654          | 461                 | n/a                        | n/a  | Được duyệt chủ trương đầu tư. Đang lập Quy hoạch 1/2000 và phương án đền bù. Năm 2023 đã đầu tư 349 tỷ đồng.   |
| 17                         | KCN Lộc Giang         | Long An   | 72,8%  | 466          | 327                 | n/a                        | n/a  | Được duyệt chủ trương đầu tư. Đang lập QH 1/2000 và phương án đền bù. Năm 2023 đã đầu tư 47 tỷ đồng.   |
| 18                         | CCN Hưng Yên          | Hưng Yên  | 93,9%  | 225          | 151                 | n/a                        | n/a  | Đã đền bù 32ha.  |

Nguồn: ACBS tổng hợp.

**Bảng 3: Các dự án tiềm năng thu hút đầu tư năm 2024-2025**

| Tên dự án                          | Quốc gia   | KCN              | Diện tích thuê dự kiến (ha) |
|------------------------------------|------------|------------------|-----------------------------|
| Sản xuất pin CNC                   | Hàn Quốc   | Tràng Duệ 3      | 20                          |
| Sản xuất bếp từ, bếp nướng         | Trung Quốc | Tràng Duệ 3      | 60                          |
| Sản xuất linh kiện điện tử         | Trung Quốc | Nam Sơn Hạp Lĩnh | 20                          |
| Sản xuất các sản phẩm nhựa         | Trung Quốc | Nam Sơn Hạp Lĩnh | 30                          |
| Sản xuất bảng mạch in (PCB)        | Đài Loan   | Nam Sơn Hạp Lĩnh | 14                          |
| Nhà kho, logistics                 | Singapore  | Nam Sơn Hạp Lĩnh | 18                          |
| Sản xuất thiết bị điện tử gia dụng | Trung Quốc | Nam Sơn Hạp Lĩnh | 15                          |
| Sản xuất linh kiện điện tử         | Trung Quốc | Phú Bình         | 20                          |

*Nguồn: KBC*
**Cập nhật các dự án nhà ở: doanh thu 2024-2025 chủ yếu đến từ dự án Nhà ở xã hội thị trấn Nénh và Nhà ở xã hội trong Khu đô thị Tràng Duệ.**

**KĐT Tràng Cát:** có quy mô 585ha và đã đền bù 582ha, san lấp 80ha, cơ bản hoàn thành nộp tiền sử dụng đất 3.500 tỷ đồng, được duyệt điều chỉnh Quy hoạch 1/500 vào tháng 10/2023. Do điều chỉnh Quy hoạch chung của tỉnh Hải Phòng nên dự án này có thêm 73ha diện tích thương phẩm và dự kiến đóng tiền sử dụng đất thêm 4.000 tỷ đồng. Trong năm 2023, KBC tăng vốn cho Công ty TNHH MTV Phát triển Đô thị Tràng Cát từ 6.630 tỷ đồng lên 12.681 tỷ đồng. Trong Q1/2024, KBC nhận được khoản đặt cọc 5.650 tỷ đồng từ CTCP Du lịch Sài Gòn Hàm Tân để đảm bảo việc ký kết và thực hiện hợp đồng dịch vụ môi giới bất động sản cho 40ha.

**KĐT Tràng Duệ:** có quy mô 42ha, còn 15 căn biệt thự chưa ghi nhận doanh thu và đất thương mại dịch vụ chưa đưa vào kinh doanh. Dự án nhà ở xã hội (NOXH) bên trong KĐT này có quy mô 3,1ha, tổng vốn đầu tư gần 1.600 tỷ đồng gồm 10 tòa nhà ở chung cư cao 15 tầng và 2.538 căn hộ. Năm 2023 dự án đã khởi công xây dựng giai đoạn 1 gồm 3 tòa nhà, tương đương với 768 căn hộ. Trong năm 2024, KBC hoàn thiện 3 tòa này và mở bán số căn hộ trên.

**Nhà ở xã hội thị trấn Nénh:** có quy mô 12,6ha tại tỉnh Bắc Giang, bao gồm 16 tòa chung cư cao 20 tầng, 7.000 căn hộ với tổng vốn đầu tư hơn 4.000 tỷ đồng. Giai đoạn 1 bao gồm 5 tòa đã bàn giao và ghi nhận doanh thu trong 9T2024 đạt 422 tỷ đồng. Năm 2024 triển khai xây dựng tiếp 5 tòa.

**Khu phức hợp quy mô lớn tại Hưng Yên:** Trong tháng 10/2024, Tập đoàn Phát triển Hưng Yên (có vốn góp của KBC) ký kết hợp tác với Trump organization để xây dựng tổ hợp quy mô lớn với tổng vốn đầu tư khoảng 1,5 tỷ USD, bao gồm hệ thống sân golf 54 hố, khách sạn, villa, đô thị, v.v.



**Bảng 4: Các dự án nhà ở**

| STT | Tên dự án                             | Vị trí    | TLSH | DT đất (ha) | Tiến độ  |
|-----|---------------------------------------|-----------|------|-------------|--|
| 1   | Khu ngoại giao đoàn                   | Hà Nội    | 100% | 2,0         | Đang trong quá trình tìm kiếm đối tác để hợp tác phát triển  |
| 2   | KĐT Phúc Ninh                         | Bắc Ninh  | 100% | 136,5       | Đã đến bù 88,2 ha. 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. Nhận đặt cọc cho 12 ha với tổng giá trị gần 1.600 tỷ đồng và đã ghi nhận doanh thu 346 tỷ đồng cho 2,51 ha. Chờ hoàn thiện thủ tục pháp lý để tiếp tục ghi nhận doanh thu. |
| 3   | KDC Tân Phú Trung                     | TP.HCM    | 73%  | 47,7        | Đã đến bù 100%, hiện đang hoàn thiện thủ tục pháp lý   |
| 4   | KĐT Tràng Cát                         | Hải Phòng | 100% | 584,9       | Đã đến bù 582ha, san lấp 80ha, nộp tiền sử dụng đất 3.500 tỷ đồng, được duyệt điều chỉnh Quy hoạch 1/500 vào tháng 10/2023. Đang làm thủ tục tăng quy mô dự án.  |
| 5   | KĐT Tràng Duệ                         | Hải Phòng | 89%  | 42,1        | Còn 15 căn biệt thự chưa ghi nhận doanh thu và đất thương mại dịch vụ chưa đưa vào kinh doanh, dự án NOXH đã khởi công xây dựng từ năm 2023. Trong năm 2024, KBC hoàn thiện và mở bán giai đoạn 1 của dự án NOXH bao gồm 3 tòa với 768 căn hộ.   |
| 6   | NOXH thị trấn Nếnh                    | Bắc Giang | 76%  | 12,6        | Năm 2024 hoàn thành bàn giao đưa vào sử dụng, ghi nhận doanh thu cho 5 tòa và triển khai xây dựng tiếp 5 tòa.  |
| 7   | Khu tái định cư Lộc Giang             | Long An   | 73%  | 31          | Đang lập quy hoạch 1/500, tiến hành đến bù, đầu tư hạ tầng   |
| 8   | Khu tái định cư Tân Tập               | Long An   | 89%  | 11,9        | Đang hoàn thiện pháp lý  |
| 9   | Khu tái định cư CCN Phước Vĩnh Đông 2 | Long An   | 89%  | 10,5        | Đang hoàn thiện pháp lý  |
| 10  | Khu tái định cư CCN Phước Vĩnh Đông 4 | Long An   | 73%  | 10,5        | Đang hoàn thiện pháp lý  |

*Nguồn: KBC, ACBS*

### Dự phóng và Định giá

Do việc bàn giao và ghi nhận doanh thu từ KCN trong 9T2024 thấp hơn dự kiến nên chúng tôi điều chỉnh giảm tổng diện tích bàn giao cả năm 2024 từ 77ha xuống 44 ha. Do đó, dự phóng doanh thu 2024 điều chỉnh giảm 35% xuống 2.718 tỷ đồng (-52% svck) và LNST giảm 60% xuống 586 tỷ đồng (-74% svck).

Chúng tôi kỳ vọng KCN Tràng Duệ 3 được phê duyệt và ghi nhận doanh thu trong năm 2025. Doanh thu 2025 ước đạt 4.030 tỷ đồng (+48% svck) và LNST ước đạt 973 tỷ đồng (+66% svck) chủ yếu đến từ các KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh, Tân Phú Trung và Tràng Duệ 3. Giá mục tiêu cuối năm 2025 là 39.000 đ/cp, giảm 9% so với giá mục tiêu cuối 2024 do giãn thời gian bàn giao tại các KCN. Lặp lại khuyến nghị Mua.

| <b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ KBC</b>                           | <b>Giá hiện tại (VNĐ):</b> | <b>28.700</b> | <b>Giá mục tiêu (VNĐ):</b> | <b>39.000</b> | <b>Vốn hóa (Tỷ đồng):</b> | <b>22.030</b> |
|---|----------------------------|---------------|----------------------------|---------------|---------------------------|---------------|
| <b>(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)</b>    | <b>2021</b>                | <b>2022</b>   | <b>2023</b>                | <b>2024F</b>  | <b>2025F</b>              |               |
| <b>Doanh thu thuần</b>                                | <b>4.246</b>               | <b>950</b>    | <b>5.618</b>               | <b>2.718</b>  | <b>4.030</b>              |               |
| <i>Tăng trưởng doanh thu</i>                          | <i>97,4%</i>               | <i>-77,6%</i> | <i>491,2%</i>              | <i>-51,6%</i> | <i>48,3%</i>              |               |
| GVHB trừ khấu hao                                     | 1.703                      | 608           | 1.791                      | 1.250         | 1.980                     |               |
| Chi phí bán hàng và QLDN                              | 618                        | 510           | 813                        | 598           | 583                       |               |
| <i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>                   | <i>14,6%</i>               | <i>53,7%</i>  | <i>14,5%</i>               | <i>22,0%</i>  | <i>14,5%</i>              |               |
| <b>EBITDA</b>   | <b>1.924</b>               | <b>-168</b>   | <b>3.015</b>               | <b>870</b>    | <b>1.468</b>              |               |
| <i>Tỷ suất EBITDA</i>                                 | <i>45,3%</i>               | <i>-17,7%</i> | <i>53,7%</i>               | <i>32,0%</i>  | <i>36,4%</i>              |               |
| Khấu hao  | 76                         | 76            | 133                        | 146           | 160                       |               |
| <b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>                              | <b>1.848</b>               | <b>-245</b>   | <b>2.882</b>               | <b>724</b>    | <b>1.307</b>              |               |
| <i>Biên LN HĐKD</i>                                   | <i>43,5%</i>               | <i>-25,7%</i> | <i>51,3%</i>               | <i>26,6%</i>  | <i>32,4%</i>              |               |
| Lãi trong công ty liên danh, liên kết                 | 14                         | 2.187         | (8)                        | (17)          | (17)                      |               |
| Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi và lãi cho vay) | 0                          | 0             | 112                        | 0             | 0                         |               |
| Chi phí tài chính (trừ lãi vay)                       | 61                         | 73            | 47                         | 56            | 66                        |               |
| Chi phí lãi vay ròng                                  | 630                        | 469           | 353                        | -10           | 27                        |               |
| <i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>             | <i>24,0%</i>               | <i>15,7%</i>  | <i>15,8%</i>               | <i>n/a</i>    | <i>n/a</i>                |               |
| Lợi nhuận khác  | -127                       | 10            | 17                         | 0             | 0                         |               |
| Thuế  | 410                        | 120           | 646                        | 251           | 417                       |               |
| <i>Thuế suất thực tế</i>                              | <i>30,1%</i>               | <i>7,1%</i>   | <i>22,4%</i>               | <i>30,0%</i>  | <i>30,0%</i>              |               |
| <b>LNST</b>   | <b>954</b>                 | <b>1.577</b>  | <b>2.245</b>               | <b>586</b>    | <b>973</b>                |               |
| Lợi ích cổ đông thiểu số                              | 172                        | 50            | 214                        | 56            | 93                        |               |
| <b>LNST của cổ đông công ty mẹ</b>                    | <b>782</b>                 | <b>1.526</b>  | <b>2.031</b>               | <b>530</b>    | <b>880</b>                |               |
| <i>Biên lợi nhuận ròng</i>                            | <i>18,4%</i>               | <i>160,6%</i> | <i>36,1%</i>               | <i>19,5%</i>  | <i>21,8%</i>              |               |
| Tiền mặt đạt được                                     | 858                        | 1.603         | 2.163                      | 676           | 1.040                     |               |
| Số lượng cổ phiếu (triệu cp)                          | 570                        | 768           | 768                        | 768           | 768                       |               |
| <b>EPS (VNĐ)</b>                                      | <b>1.586</b>               | <b>1.993</b>  | <b>2.646</b>               | <b>691</b>    | <b>1.147</b>              |               |
| T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)                  | 0,8                        | 1,0           | 1,0                        | 1,0           | 1,0                       |               |
| <b>EPS hiệu chỉnh (VNĐ)</b>                           | <b>1.190</b>               | <b>1.993</b>  | <b>2.646</b>               | <b>691</b>    | <b>1.147</b>              |               |
| <i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>                     | <i>232,6%</i>              | <i>67,5%</i>  | <i>32,8%</i>               | <i>-73,9%</i> | <i>65,9%</i>              |               |

| CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN | 2021          | 2022          | 2023          | 2024F         | 2025F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Thay đổi vốn lưu động           | 3.109         | 629           | -853          | -4.555        | 6.555         |
| Capex                           | 240           | 274           | 1.251         | 1.251         | 1.251         |
| Các khoản mục dòng tiền khác    | -1.774        | -2.072        | 795           | -             | -             |
| <b>Dòng tiền tự do</b>          | <b>-4.265</b> | <b>-1.372</b> | <b>2.560</b>  | <b>3.980</b>  | <b>-6.766</b> |
| Phát hành cp                    | 4.583         | 335           | 130           | -             | -             |
| Cổ tức đã trả                   | 19            | 0             | 130           | -             | -             |
| Thay đổi nợ ròng                | -299          | 1.037         | -2.560        | -3.980        | 6.766         |
| <b>Nợ ròng cuối năm</b>         | <b>2.476</b>  | <b>3.514</b>  | <b>954</b>    | <b>-3.026</b> | <b>3.741</b>  |
| <b>Vốn CSH</b>                  | <b>16.171</b> | <b>17.846</b> | <b>20.221</b> | <b>20.751</b> | <b>21.631</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 2.280         | 1.777         | 2.045         | 2.249         | 2.474         |
| Giá trị sổ sách/cp (VND)        | 24.380        | 20.933        | 23.679        | 24.103        | 24.957        |
| Nợ ròng / VCSH                  | 15,3%         | 19,7%         | 4,7%          | -14,6%        | 17,3%         |
| Nợ ròng / EBITDA (x)            | 1,3           | -20,9         | 0,3           | -3,5          | 2,5           |
| <b>Tổng tài sản</b>             | <b>30.604</b> | <b>34.907</b> | <b>33.434</b> | <b>29.985</b> | <b>37.632</b> |

| CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ | 2021   | 2022   | 2023  | 2024F  | 2025F  |
|--------------------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| ROE                                  | 6,6%   | 10,2%  | 11,9% | 2,9%   | 4,7%   |
| ROA                                  | 2,9%   | 4,7%   | 5,9%  | 1,7%   | 2,6%   |
| ROIC                                 | 3,8%   | 5,1%   | 6,1%  | 1,2%   | 2,2%   |
| WACC                                 | 15,1%  | 14,7%  | 15,6% | 15,9%  | 14,8%  |
| EVA                                  | -11,4% | -9,6%  | -9,5% | -14,7% | -12,5% |
| P/E (x)                              | 24,1   | 14,4   | 10,8  | 41,5   | 25,0   |
| EV/EBITDA (x)                        | 9,6    | -109,5 | 6,1   | 21,2   | 12,6   |
| EV/FCF (x)                           | -4,3   | -13,5  | 7,2   | 4,6    | -2,7   |
| P/B (x)                              | 1,2    | 1,4    | 1,2   | 1,2    | 1,1    |
| P/S (x)                              | 5,2    | 23,2   | 3,9   | 8,1    | 5,5    |
| EV/Doanh thu (x)                     | 4,3    | 19,4   | 3,3   | 6,8    | 4,6    |
| Suất sinh lợi cổ tức                 | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%   | 0,0%   |



### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM  
Tel: (+84 28) 7300 1000

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 24) 3942 9395  
Fax: (+84 24) 3942 9407

### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Quyền Giám Đốc Phòng Phân Tích

##### Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)

[trangdm@acbs.com.vn](mailto:trangdm@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành Bất động sản

##### Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành Tài chính

##### Cao Việt Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1049)

[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành Bán lẻ, Công nghệ

##### Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 (x1042)

[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

#### CVPT- Dầu khí

##### Phan Việt Hưng

(+84 28) 7300 7000 (x1044)

[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### CVPT – Vật liệu Xây dựng, Hóa chất

##### Trần Nhật Trung

(+84 28) 7300 7000 (x1045)

[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

#### CVPT – Ngành Điện, nước

##### Phạm Đức Toàn

(+84 28) 7300 7000 (x1051)

[toanpd@acbs.com.vn](mailto:toanpd@acbs.com.vn)

#### CVPT – Vĩ mô & TT Tiến tậ

##### Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 7300 7000 (x1046)

[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

#### CVPT - Logistics

##### Nguyễn Thế Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1047)

[hungnt@acbs.com.vn](mailto:hungnt@acbs.com.vn)

#### CVPT – Xây dựng

##### Đỗ Tiến Đạt

(+84 28) 7300 7000 (x1048)

[datdt@acbs.com.vn](mailto:datdt@acbs.com.vn)

#### NVPT – PTKT

##### Võ Phú Hữu

(+84 28) 7300 7000 (x1052)

[huvvp@acbs.com.vn](mailto:huvvp@acbs.com.vn)

#### NVPT – Dữ liệu thị trường

##### Mai Duy Anh

(+84 28) 7300Bo 7000 (x1110)

[anhmd@acbs.com.vn](mailto:anhmd@acbs.com.vn)

### KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc khối khách hàng định chế

##### Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 6879 (x1083)

[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên GDKHĐC

##### Trần Thị Thanh

(+84 28) 7300 6879 (x1120)

[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên GDKHĐC

##### Nguyễn Trần Như Huỳnh

(+84 28) 7300 6879 (x1088)

[huynhntn@acbs.com.vn](mailto:huynhntn@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**KHẢ QUAN:** nếu giá mục tiêu cao hơn 10% đến 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu chênh lệch trong khoảng -10% và 10% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**KÉM KHẢ QUAN:** nếu giá mục tiêu thấp hơn 10% đến 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu giá mục tiêu thấp hơn 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2024). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.