

Vài nét về doanh nghiệp

KBC hoạt động chính trong lĩnh vực đầu tư, phát triển và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp, khu đô thị. Công ty sở hữu lợi thế với quỹ đất tương đối lớn tại các tỉnh miền Bắc, bao gồm: Bắc Ninh, Bắc Giang và Hải Phòng. Đồng thời, KBC cũng mở rộng hoạt động tại thị trường miền Nam như tỉnh Long An.

Giá mục tiêu	34.196 VND
Upside	13%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (11/03/2025)	30.300
Biến động 1 năm	24.350 – 36.100
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	6,286
Vốn hóa (Tỷ đồng)	20.878
P/E TTM	55,37
P/B TTM	1,13

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
KBC	6%	5%	-6%
VNindex	5%	5%	8%

Chuyên viên phân tích

Phạm Văn Trang

pvtrang@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

THÔNG QUA ĐIỀU KIỆN PHÁP LÝ TẠI LOẠT DỰ ÁN LỚN

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của KBC năm 2025 đạt lần lượt **6.022 tỷ đồng (+117% yoy)** và **2.406 tỷ đồng (+423% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.829 đồng/ cổ phiếu**.

Chúng tôi đánh giá doanh nghiệp đã ghi nhận nhiều chuyển biến đáng kể về tiến độ pháp lý các dự án trọng điểm, tạo động lực tăng trưởng cho hoạt động kinh doanh. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với cổ phiếu KBC và đưa ra mức định giá hợp lý cho cổ phiếu KBC là **34.196 đồng/ cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Bổ sung quỹ đất cho thuê quan trọng từ KCN Tràng Duệ 3

Ngày 14/01/2025, KCN Tràng Duệ 3 (Hải Phòng) được phê duyệt chủ trương đầu tư, đây là mốc pháp lý quan trọng để dự án bắt đầu triển khai mặt bằng, hạ tầng kỹ thuật. VCBS kỳ vọng dự án sẽ được hoàn thiện các quy trình tiếp theo như đánh giá tác động môi trường, hoàn thiện cơ sở hạ tầng vào nửa cuối năm 2025 và bắt đầu đem về dòng tiền cho thuê từ cuối năm 2025 – đầu năm 2026.

Quỹ đất lớn tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn

Ngày 22/01/2025, dự án KCN Kim Thành 2 đã chính thức được phê duyệt chủ trương đầu tư, cung cấp 432 ha vào nguồn quỹ đất thương phẩm của KBC. Ngoài ra, tiến độ giải phóng mặt bằng tại KCN Lộc Giang tương đối tốt, kỳ vọng sẽ hoàn thành xây dựng hạ tầng sẵn sàng cho thuê vào năm 2026.

Khu đô thị Tràng Cát có chuyển biến mới

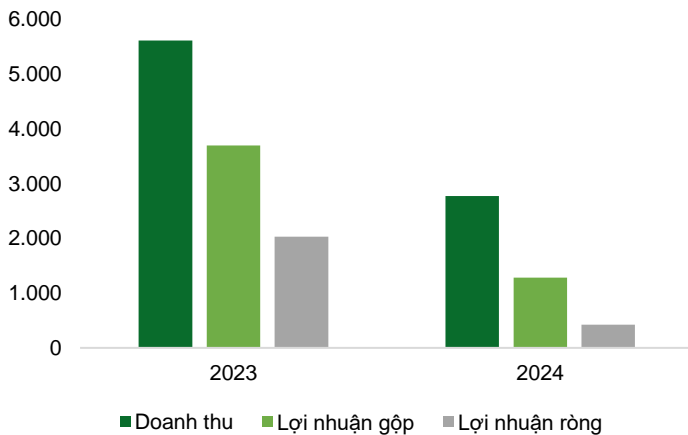
Ngày 16/01/2025, dự án khu đô thị Tràng Cát được trao giấy chứng nhận đầu tư. KBC dự kiến sẽ nộp tiền sử dụng đất bổ sung trong Q1/2025. Dự án mang triển vọng dài hạn nhờ mặt bằng giá bán cao, được hỗ trợ bởi hiệu ứng từ Vinhomes Dương Kinh.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	5.859	2.776	6.022	9.656
+/- yoy (%)	319%	-51%	117%	60%
Lợi nhuận sau thuế	2.245	460	2.406	2.470
TS LN gộp (%)	66%	46%	44%	49%
TS LNST (%)	40%	17%	32%	30%
EPS - TTM (đồng)	2.646	555	1.829	3.372

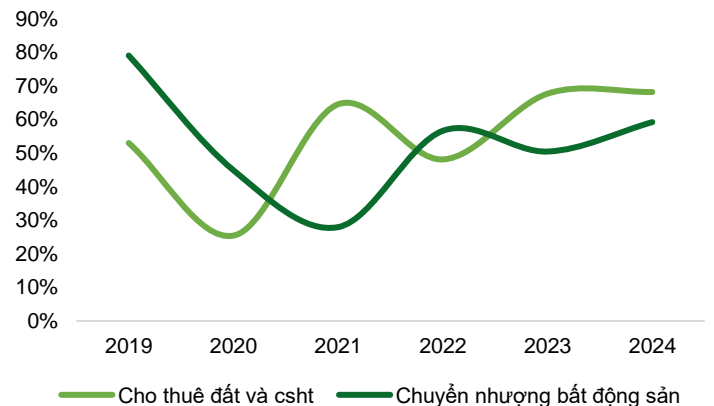
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024

Đơn vị: Tỷ VND	2023	2024	%YOY	Đánh giá
Doanh thu thuần	5.618	2.776	-51%	<p>Năm 2024, KBC hoàn thành 31% kế hoạch doanh thu cả năm.</p> <p>Mảng khu công nghiệp: KBC bàn giao khoảng 33 ha đất, thấp hơn nhiều so với cùng kỳ (151 ha).</p> <p>Mảng bất động sản: Doanh thu chủ yếu đến từ dự án nhà ở xã hội thị trấn Nénh. Q4/2024, doanh nghiệp tiếp tục bàn giao khoảng 3 ha, ghi nhận 488 tỷ đồng (+140% yoy). Phần diện tích còn lại, doanh nghiệp sẽ tiếp tục bàn giao và ghi nhận trong năm 2025.</p>
<i>Cho thuê đất KCN & CSHT</i>	5.247	1.195	-77%	
<i>Chuyển nhượng dự án BĐS</i>	105	910	767%	
<i>Cung cấp dịch vụ</i>	388	420	8%	
<i>Bán, cho thuê kho, nhà xưởng</i>	145	251	73%	
Lợi nhuận gộp	3.695	1.283	-65%	Biên lợi nhuận gộp đạt 46%, thấp hơn cùng kỳ (66%) do tỷ trọng đóng góp từ doanh thu dự án nhà ở xã hội (vốn có biên lợi nhuận thấp) tăng lên.
Doanh thu từ HĐTC	426	451	6%	Lãi tiền gửi, cho vay và hợp tác kinh doanh đạt 443 tỷ đồng, tăng 41% svck nhờ khoản tiền gửi ngân hàng tăng mạnh (+689% yoy).
Chi phí tài chính	426	258	-39%	Chi phí lãi vay đạt 268 tỷ đồng, giảm 29% svck.
LNST	2.245	460	-80%	<p>Biên lợi nhuận sau thuế đạt 17%, thu hẹp đáng kể so với mức 40% năm 2023 do doanh thu sụt giảm đáng kể. Trong khi đó, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí khác tăng lần lượt 15% và 3740% - đây là các khoản tiền phạt phát sinh do thanh lý hợp đồng và nộp chậm thuế.</p> <p>KBC hoàn thành 10% kế hoạch lợi nhuận năm 2024</p>

KQKD của KBC (đv: tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh chính của KBC



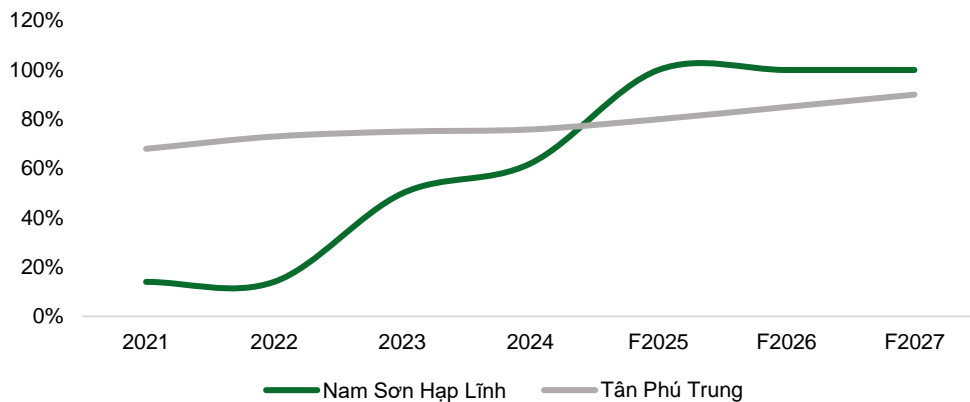
Nguồn: KBC, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Bổ sung quỹ đất cho thuê quan trọng từ KCN Tràng Duệ 3

Trong nửa đầu năm 2025, KCN KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh) và KCN Tân Phú Trung (TP.HCM) duy trì là nguồn đóng góp chính cho doanh thu cho thuê đất và cơ sở hạ tầng. Trong đó, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh đã hoàn thành ký MOU cho khoảng 75 ha đất với Goertek và Luxshare, nâng tỷ lệ lấp đầy đạt gần 100%. Do đó, triển vọng cho thuê đất cho giai đoạn sau đó sẽ phụ thuộc lớn vào tiến độ hoàn thiện mặt bằng và điều kiện cho thuê đối với các dự án KCN gôi đầu.

Tỷ lệ lấp đầy tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Tân Phú Trung

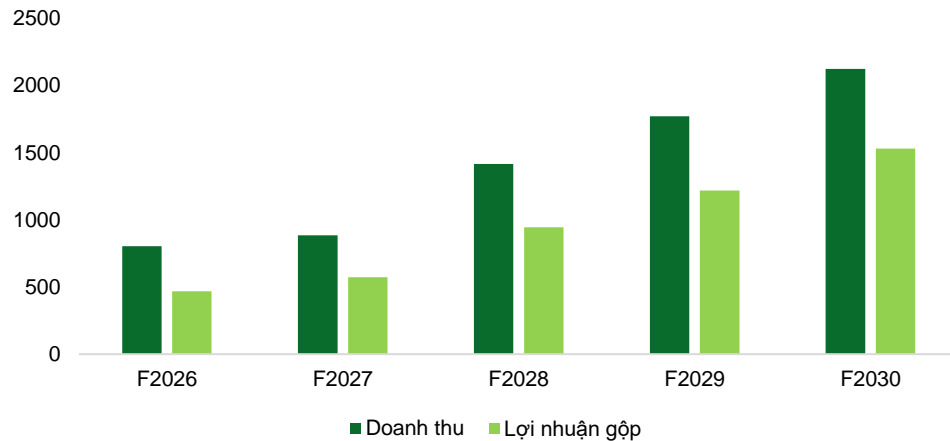


Nguồn: KBC, VCBS

Ngày 14/01/2025, KCN Tràng Duệ 3 (Hải Phòng) được phê duyệt chủ trương đầu tư, đây là mốc pháp lý quan trọng để dự án bắt đầu triển khai mặt bằng, hạ tầng kỹ thuật. Hiện KBC đã hoàn thành giải phóng mặt bằng đối với 200 ha và dự kiến sẽ ký MOU cho thuê hơn 100 ha, trong đó LG Display dự kiến thuê 80 ha với giá thuê 130 - 140 USD/m².

VCBS kỳ vọng dự án sẽ được hoàn thiện các quy trình tiếp theo như đánh giá tác động môi trường, hoàn thiện cơ sở hạ tầng vào nửa cuối năm 2025 và bắt đầu đem về dòng tiền cho thuê từ cuối năm 2025 – đầu năm 2026. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá dự án sẽ ghi nhận nhu cầu thuê tương đối tốt nhờ: (1) Nằm trong phạm vi khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải với nhiều ưu đãi đáng kể, (2) Sở hữu liên kết kinh doanh chuỗi cung ứng và hạ tầng hoàn thiện trong khu kinh tế, tăng khả năng thu hút khách hàng. Đối với phần diện tích còn lại, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp có thể cho thuê với mức giá cao hơn khoảng 10% - 15% so với mức giá ký MOU gần nhất.

KQKD dự kiến từ KCN Tràng Duệ 3



Nguồn: VCBS

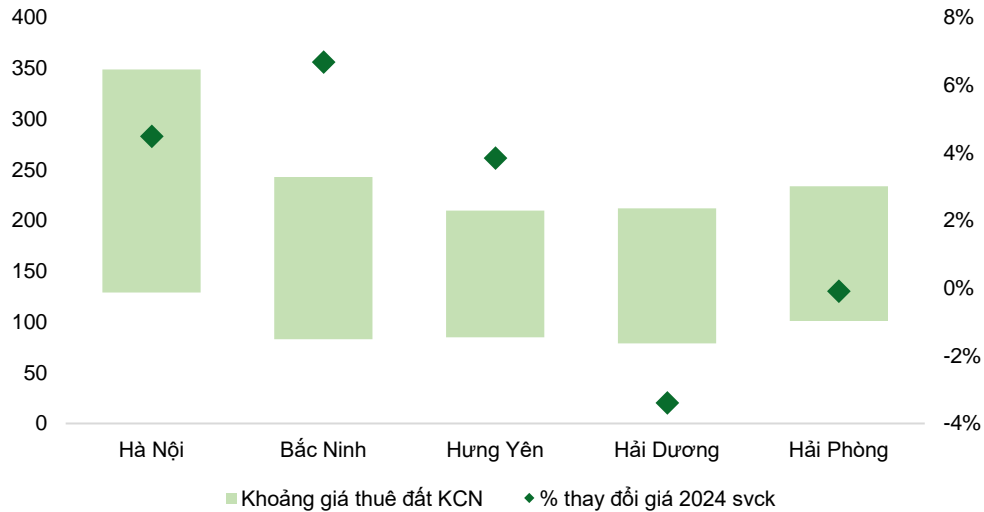
Bên cạnh đó, KBC hiện ghi nhận tiến độ giải phóng mặt bằng tương đối nhanh tại cụm công nghiệp Hưng Yên. Diện tích đã hoàn thành giải phóng mặt bằng lũy kế đạt 200 ha, bổ sung vào nguồn quỹ đất sẵn sàng cho thuê đang hạn chế. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ hoàn thành cơ sở hạ tầng và ghi nhận doanh thu cho 50 ha đã ký MOU với đối tác FDI công nghệ cao Hàn Quốc trong giai đoạn cuối 2025 đến đầu năm 2026.

Quỹ đất lớn tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn

KCN Kim Thành 2 (giai đoạn 1): Ngày 22/01/2025, dự án đã chính thức được phê duyệt chủ trương đầu tư. Dự án có quy mô 509 ha, trong đó có 432 ha thương phẩm. Chúng tôi đánh giá việc mở rộng quỹ đất tại tỉnh Hải Dương đem lại nhiều lợi thế cho doanh nghiệp xét đến:

- KCN Kim Thành 2 nằm gần các trục giao thông quan trọng như cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, Quốc lộ 5, giúp doanh nghiệp dễ dàng kết nối với các khu vực kinh tế trọng điểm.
- Hải Dương là địa phương có hệ thống hạ tầng giao thông kết nối tốt với Hà Nội, Hải Phòng và các cửa khẩu biên giới. Ngoài ra, tỉnh cũng đang tích cực cải thiện môi trường đầu tư và điều kiện làm việc như xây dựng khung giá thuê nhà ở xã hội, nhà lưu trú công nhân trong khu công nghiệp.
- Mức giá thuê đất KCN cạnh tranh hơn so với các tỉnh như Bắc Ninh, Hưng Yên, nhưng vẫn đảm bảo lợi thế về kết nối hạ tầng.

Giá thuê đất KCN tại các tỉnh thành phía Bắc năm 2024



Nguồn: VCBS tổng hợp

Khu công nghiệp Lộc Giang: dự án đã hoàn thành giải phóng mặt bằng 410 ha trong tổng số 466 ha, bổ sung vào nguồn quỹ đất thiếu hụt tại khu vực phía Nam do tiến độ còn chậm tại KCN Tân Tập. Với tiến độ như hiện tại, chúng tôi dự báo KBC sẽ hoàn thành quá trình giải phóng mặt bằng, xây dựng hạ tầng sẵn sàng cho thuê vào năm 2026.

Các dự án hoàn thành cơ bản pháp lý

Tên	Vị trí	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m ²)	Tiến độ
Nam Sơn Hạp Lĩnh	P. Tiên Du, Bắc Ninh	204,1	49,90%	130-140	Đã ký MOU cho 75 ha còn lại
Tân Phú Trung	Củ Chi, TP. HCM	346,46	68,46%	150 - 160	Đã giải phóng mặt bằng 110 ha.
CCN Hưng Yên	Bảo Khê, Hưng Yên	225	0%	110	Đã giải phóng mặt bằng 200 ha.
Tràng Duệ 3	H. An Lão, Hải Phòng	460	0%	150 - 160	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư.
Kim Thành 2	Kim Thành, Hải Dương	432	0%	N/A	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư

Nguồn: KBC, VCBS tổng hợp

Khu đô thị Tràng Cát có chuyển biến mới

Ngày 16/01/2025, dự án khu đô thị Tràng Cát được trao giấy chứng nhận đầu tư. Tổng số tiền sử dụng đất của dự án sau điều chỉnh là hơn 17.794 tỷ đồng, tăng hơn 6.854 tỷ đồng từ tiền sử dụng đất thương phẩm tăng thêm (khoảng 70 ha). KBC dự kiến sẽ thanh toán tiền sử dụng đất cho phần diện tích phát sinh 70 ha trong Q1/2025, sau đó mở bán buôn một phần dự án với giá bán dự kiến khoảng 30 triệu/m². Với tiến độ xây

dựng cơ sở hạ tầng như hiện tại, chúng tôi đánh giá KBC có thể ghi nhận doanh thu bán buôn từ cuối năm 2025 đến đầu năm 2026.

Ngoài ra, VCBS đánh giá mặt bằng giá đất tại KĐT Trảng Cát còn nhiều dư địa gia tăng trong các năm tới xét đến: (1) Mặt bằng giá còn khá thấp so với các khu vực khác cùng bán kính tới trung tâm TP. Hải Phòng, (2) Việc triển khai dự án Vinhomes Dương Kinh dự kiến sẽ thiết lập mặt bằng giá mới tại khu vực Đông Nam TP. Hải Phòng.

Vị trí khu đô thị Trảng Cát



Nguồn: KBC

Chúng tôi đánh giá doanh nghiệp sẽ thực hiện kinh doanh dần dự án Trảng Cát trong nhiều năm bởi quy mô lớn và nhu cầu vốn đầu tư đáng kể, đặc biệt trong bối cảnh doanh nghiệp đang đồng thời phát triển nhiều dự án khác.

Đối với các dự án khác, chúng tôi đánh giá KBC vẫn cần thêm thời gian để hoàn thành thủ tục pháp lý:

- **Khu đô thị Phúc Ninh (Bắc Ninh):** Dự án đã cơ bản hoàn thành GPMB và triển khai tương đối một phần hạ tầng, đã thực hiện nhận đặt cọc một phần dự án nhưng chưa tiến hành bàn giao. Hiện tại, tiến độ pháp lý vẫn gặp nhiều khó khăn do sự thay đổi đội ngũ cán bộ tỉnh Bắc Ninh.
- **Khu đô thị Trảng Duệ (Hải Phòng):** Hiện tại, còn 15 căn biệt thự chưa được ghi nhận doanh thu do chưa đủ điều kiện pháp lý để mở bán. Dự kiến, việc hoàn tất các thủ tục pháp lý có thể sẽ phải lùi sang năm 2025.
- **Khu Ngoại giao đoàn (Xuân Đình, Từ Liêm, HN):** Dự án được triển khai từ năm 2009 và bị tạm dừng cho đến nay. Hiện doanh nghiệp đang tìm kiếm đối tác hợp tác đầu tư.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Áp lực nợ vay lớn trong giai đoạn triển khai nhiều dự án trọng điểm

Vốn đầu tư cho việc giải phóng mặt bằng, nộp tiền sử dụng đất và xây dựng cơ sở hạ tầng cho các dự án trọng điểm (KCN Trảng Duệ 3, CCN Hưng Yên, KĐT Trảng Cát) trong giai đoạn tới tương đối lớn. Việc mở

rộng nguồn vốn tín dụng đem lại áp lực chi phí tài chính đáng kể cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn tới.

Rủi ro pha loãng cổ phiếu sau khi phát hành riêng lẻ

Trong tháng 1/2025, KBC đã thông qua phương án chào bán riêng lẻ 250 triệu cổ phiếu, tương ứng tỷ lệ đăng ký chào bán trên lượng cổ phiếu đang lưu hành là 32,57%, gia tăng rủi ro pha loãng cho cổ phiếu.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của KBC năm 2025 đạt lần lượt **6.022 tỷ đồng (+117% yoy)** và **2.406 tỷ đồng (+423% yoy)**, tương ứng với **EPS là 1.829 đồng/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu KBC dựa trên một số phương pháp:

Định giá từng phần

Mảng kinh doanh	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
RNAV các dự án	28.091
Các khoản đầu tư vào CTLK	4.347
Nợ vay ròng	3.719
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2.287
Giá trị VCSH ròng hợp lý	26.432
Số cổ phiếu (triệu)	767
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	34.461

Định giá tương đối

	P/B
LHG	1,09
HDC	2,01
SZC	2,61
TDC	1,04
TIG	1,42
Trung vị	1,42
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu (VND)	23.986
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	33.932

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu KBC là **34.196 đồng/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá từng phần	34.461
Phương pháp định giá tương đối	33.932
Kết hợp 2 phương pháp	34.196

ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của KBC năm 2025 đạt lần lượt **6.022 tỷ đồng (+117% yoy)** và **2.406 tỷ đồng (+423% yoy)**, tương ứng với **EPS là 1.829 đồng/ cổ phiếu**.

Chúng tôi đánh giá doanh nghiệp đã ghi nhận nhiều chuyển biến tích cực về tiến độ pháp lý các dự án trọng điểm, tạo động lực tăng trưởng cho hoạt động kinh doanh. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với cổ phiếu KBC và đưa ra mức định giá hợp lý cho cổ phiếu KBC là **34.196 đồng/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Văn Trang

Chuyên viên Phân tích

pvtrang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>