

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HSX: KBC) Nút thắt pháp lý tháo gỡ mang lại cơ hội tăng trưởng

- Lợi nhuận (LN) ròng 2024 giảm 79% svck do vướng mắc GPMB làm chậm tiến độ bàn giao đất và chỉ hoàn thành 58% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng năm FY25-26F tăng 142%/66% svck nhờ dự án trọng điểm được vào khai thác và vướng mắc GPMB được giải quyết;
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu KBC với giá mục tiêu là 35,100 đồng/CP.

Năm 2024 LN ròng giảm mạnh do tiến độ bàn giao đất chậm

Q4/24, doanh thu giảm 5% svck nhưng LN ròng giảm tới 29% svck, chủ yếu do tỷ trọng doanh thu mảng KCN có biên LN cao giảm. Lũy kế năm 2024, doanh thu giảm 51% svck, đạt 87% so với dự phóng của chúng tôi. Doanh thu cho thuê đất KCN giảm 77% svck, diện tích bàn giao đất KCN đạt 33 ha giảm 78% svck. Doanh thu kinh doanh BĐS tăng hơn 8 lần svck nhờ bàn giao nhà tại dự án NOXH Nénh, nhưng biên LNG thấp khoảng 12%. Công ty không ghi nhận lãi bất thường từ chuyển nhượng vốn. Qua đó, LN ròng giảm 79% svck, thấp hơn so với dự phóng của chúng tôi.

Dự án trọng điểm được tháo gỡ pháp lý tạo đà tăng trưởng LN FY25-26F

T1/25, KBC nhận được ba quyết định quan trọng về việc chấp thuận chủ trương đầu tư dự án trọng điểm gồm KCN Tràng Duệ 3, KCN Kim Thành 2 GD1 và KĐT Tràng Cát. Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh và cụm công nghiệp (CCN) Hưng Yên đóng góp chính vào LN của KBC, dự phóng LN tăng trưởng mạnh 142% trên mức nền thấp của 2024. Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng KCN Tràng Duệ 3 và Kim Thành 2 GD1 giúp LN ròng tăng trưởng 66% svck. Chúng tôi cho rằng dự án KĐT Tràng Cát chưa thể đóng góp ngay vào LN của công ty trong năm 2025-26.

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 35,100 đồng/CP

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu so với báo cáo trước là 35,100 đồng/CP. Tiến trình pháp lý của dự án Tràng Duệ 3 và KĐT Tràng Cát đang theo ước tính, do đó chúng tôi giữ nguyên định giá 2 dự án này. Những thay đổi trọng yếu so với định giá trước: (1) dự án KCN Kim Thành 2 GD1 được thêm vào mô hình định giá, CCN Hưng Yên được định giá cao hơn nhờ đẩy nhanh tiến độ bàn giao đất (2) Nợ vay ròng tăng để phát triển dự án mới. Luận điểm đầu tư: (1) Triển vọng ngành BĐS KCN khởi sắc nhờ chiến lược “Trung Quốc +1” (2) Dự án Tràng Duệ 3, Tràng Cát và Kim Thành 2 GD1 được phê duyệt tạo quỹ đất mới cho phát triển dài hạn (3) Nguồn vốn bổ sung từ phát hành thêm giúp cơ cấu tài chính lành mạnh.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5,618	2,776	5,772	7,611
LN ròng	2,031	426	1,030	1,705
Tăng trưởng doanh thu thuần	491%	-51%	108%	32%
Tăng trưởng LN ròng	33%	-79%	142%	66%
Biên LN gộp	66%	46%	41%	46%
Biên EBITDA	56%	31%	38%	41%
ROAE	12%	2%	5%	8%
ROAA	6%	1%	2%	4%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,646	555	1,154	1,676
BVPS (VND/cổ phiếu)	23,679	24,234	20,903	22,579

(Nguồn: KBC, MBS Research)

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND 35,100

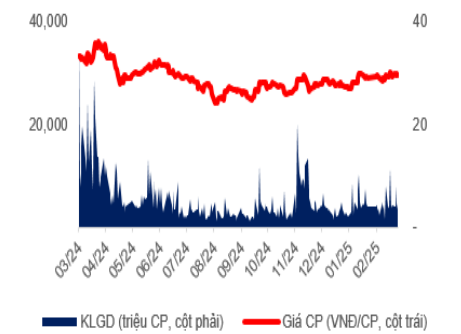
So với giá thị trường

15.3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng dự phóng LN ròng năm FY25-26F lên 17%/49% so với báo cáo trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	30,450
Cao nhất 52 tuần (VND)	36,100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,350
Vốn hóa (tỷ VND)	23,374
P/E (TTM)	54.8
P/B	1.3
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	19.6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư và Phát triển DTT	11.28%
CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	8.11%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>



Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- (1) Triển vọng ngành BĐS KCN khởi sắc nhờ chiến lược “Trung Quốc +1”, đặc biệt sau khi Donald Trump lên nắm quyền Tổng thống Mỹ;
- (2) Dự án Tràng Duệ 3, Tràng Cát và Kim Thành 2 GD1 được phê duyệt tạo quỹ đất mới cho phát triển dài hạn;
- (3) Kế hoạch phát hành riêng lẻ 250 triệu CP cho cổ đông chiến lược. Nguồn vốn bổ sung giúp cơ cấu tài chính lành mạnh hơn.

Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu KBC với giá mục tiêu **35,100 đồng/cổ phiếu tại thời điểm cuối năm 2025**, tiềm năng tăng giá 15.3% so với thị giá hiện tại.

Hình 1: Định giá cổ phiếu KBC

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về KBC	Phương pháp	Ghi chú
Khu công nghiệp			7,248		Chúng tôi giảm chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) xuống 14% do công ty tăng nợ vay.
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	100%	1,152	1,152	DCF	
Quang Châu mở rộng	89%	66	58	DCF	
Tân Phú Trung	73%	1,718	1,251	DCF	
Tràng Duệ 3	89%	2,658	2,373	DCF	
CCN Hưng Yên	94%	1,634	1,534	DCF	
Kim Thành 2	94%	937	880	DCF	
Khu dân cư			17,760		Dự án NOXH Nénh và Tràng Duệ được đưa vào xây dựng, kinh doanh từ năm 2024 nên chúng tôi áp dụng phương pháp DCF. Dự án Phúc Ninh và Khu Ngoại giao đoàn đang hoàn thiện pháp lý nên chúng tôi áp dụng hệ số 1.3 lần giá trị BV (tương đương P/B trung bình ngành BĐS năm 2025)
Tràng Duệ	89%	10	9	DCF	Đã bao gồm khu NOXH
Tràng Cát	100%	15,686	15,686	DCF	Dự án đã được chấp thuận chủ trương đầu tư
Phúc Ninh	100%	1,455	1,455	P/B	
NOXH Nénh	76%	380	289	DCF	
Khu Ngoại giao đoàn	100%	321	321	P/B	
Khác			2,044		
Tổng giá trị tài sản			27,052		
(+) Tiền & tương đương tiền			12,011		Giá định KBC phát hành riêng lẻ thành công 250 triệu CP với giá bán 22,000 đồng/CP.
(+) Đầu tư ngắn hạn			1,995		

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về KBC	Phương pháp	Ghi chú
(+) Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết			4,436		Khoản đầu tư tài chính không đem lại hiệu quả nên chúng tôi áp dụng theo giá trị BV.
(+) Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác			429		
(-) Nợ vay			8,040		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			2,176		
Giá trị doanh nghiệp			35,706		
Số lượng cổ phiếu			1,017,604,759		Số lượng cổ phiếu sau khi phát hành riêng lẻ
Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)			35,088		

(Nguồn: KBC, MBS Research)

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)	
						2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Becamex IDC	BCM	75,200	82,500	Trung lập	77,832	37.0	39.0	4.0	2.9	11.1	8.4	3.8	3.6
Kính Bắc	KBC	30,450	35,100	Khả quan	23,374	63.2	30.4	1.4	1.7	2.3	5.2	1.1	2.3
IDICO	IDC	57,000	55,500	Trung lập	18,810	9.4	10.3	3.4	3.0	37.7	31.2	10.9	9.3
Sonadezi Châu Đức	SZC	45,750	39,300	Trung lập	8,234	27.3	23.8	2.6	2.5	12.5	10.9	4.0	4.0
Trung bình ngành						34.2	25.9	2.9	2.5	15.9	13.9	5.0	4.8

(Nguồn: MBS Research)

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro suy thoái kinh tế khiến nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm sút;
- (2) Rủi ro giải phóng mặt bằng khiến dự án bị chậm tiến độ;
- (3) Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao sau khi Luật Đất Đai mới có hiệu lực.

Cập nhật KQKD 2024

KQKD 2024 thấp hơn so với dự phóng của chúng tôi

Hình 3: Tình hình KQKD 2024 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q4/24	svck (%)	2024	svck (%)	So với dự phóng	Đánh giá
Doanh thu	781	-5%	2,776	-51%	87%	Q4/24 doanh thu giảm nhẹ 5% svck, lũy kế cả năm 2024, doanh thu giảm 51% svck, chủ yếu do doanh thu cho thuê đất KCN giảm mạnh.
- KCN	78	-88%	1,195	-77%	63%	Q4/24, diện tích bàn giao đất KCN tại KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh và Tân Phú Trung lần lượt là 1.9 ha và 1.4 ha. Năm 2024, diện tích bàn giao đất đạt 33 ha, trong đó KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh là 19.4 ha, KCN Quang Châu là 12.2 ha và KCN Tân Phú Trung là 1.4 ha, thấp hơn nhiều so với 150 ha của năm 2023.
- BĐS	488	1812%	910	768%	136%	Doanh thu năm 2024 tăng gấp hơn 8 lần svck nhờ bàn giao nhà tại dự án NOXH Nénh.
- Phí DV	109	3%	420	9%	102%	
Biên LNG	49%	2 điểm %	46%	-20 điểm %	1 điểm %	
- KCN	53%	+19 điểm %	68%	1 điểm %	14 điểm %	
- BĐS	11%	-30 điểm %	12%	-25 điểm %	0%	Biên LNG dự án NOXH thấp hơn nhiều so với loại hình BĐS khác
- Phí DV	67%	27 điểm %	61%	7 điểm %	4 điểm %	
Chi phí bán hàng	25	-45%	98	-72%	87%	
Chi phí QLDN	190	97%	529	15%	118%	
Chi phí quản trị & bán hàng	215	52%	627	-23%	112%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	27%	10 điểm %	23%	8 điểm %	5 điểm %	
Doanh thu tài chính	158	108%	451	6%	116%	Q4/24 doanh thu tài chính tăng mạnh nhờ lãi tiền gửi, cho vay và hợp tác kinh doanh.
Chi phí tài chính	65	-35%	258	-39%	97%	Chi phí tài chính giảm do chi phí lãi vay giảm 29% svck.
LNTT	164	-32%	764	-74%	77%	
Thuế TNDN	101	25%	304	-53%	154%	
LN ròng	75	-29%	426	-79%	58%	Q4/24, LN ròng giảm do diện tích bàn giao đất KCN thấp hơn svck. Năm 2024, LN ròng giảm 79% svck, chỉ đạt 58% so với dự phóng của chúng tôi.

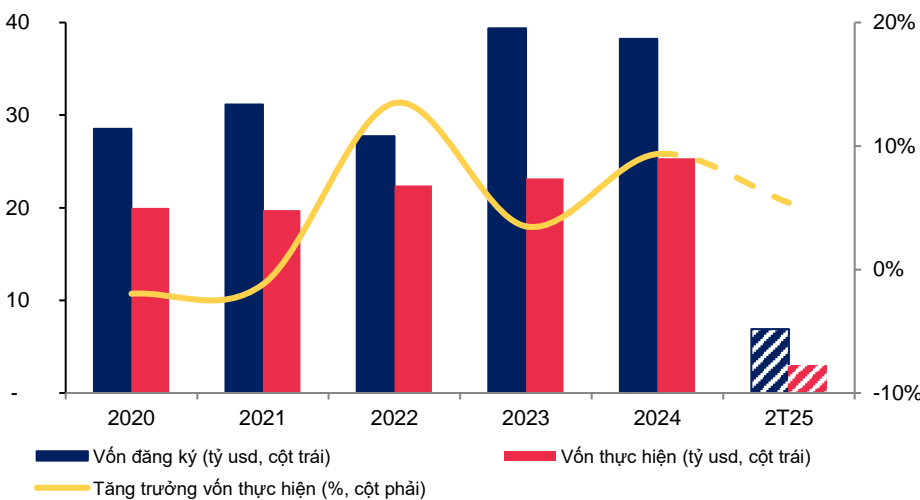
(Nguồn: KBC, MBS Research)

Mảng KCN: Dự án KCN Trảng Duệ 3 và Kim Thành 2 GĐ1 được phê duyệt chấp thuận chủ trương đầu tư mang lại triển vọng tăng trưởng mới

Dòng vốn FDI có dấu hiệu quay trở lại

Sau khi tăng trưởng chậm lại vào cuối năm 2024, dòng vốn FDI đang tăng trở lại trong hai tháng đầu năm nay với FDI đăng ký đạt 6.9 tỷ USD (+35.5% svck) và FDI giải ngân đạt 2.95 tỷ USD (+5.4% svck). Năm 2025, Chính phủ đặt mục tiêu FDI giải ngân đạt 28 tỷ USD tăng 10.4% so với thực hiện năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam vẫn là điểm sáng nhờ (1) Xu hướng dịch chuyển sản xuất theo chiến lược “Trung Quốc+1” do căng thẳng thương mại Mỹ-Trung Quốc gia tăng sau khi hai quốc gia này liên tiếp áp đặt nhiều chính sách thuế quan lên mặt hàng nhập khẩu của nhau (2) Việt Nam thành lập Quỹ Hỗ trợ Đầu tư để cạnh tranh thu hút FDI vào Việt Nam trong lĩnh vực công nghệ cao, sản xuất chip, chất bán dẫn, AI,.... (3) Cơ sở hạ tầng được đẩy mạnh giúp giảm chi phí logistic (4) Một loạt dự án KCN mới được phê duyệt ngay từ đầu năm tạo nguồn cung sẵn sàng để đón nhà đầu tư lớn.

Hình 4: Dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam từ năm 2020



Chính phủ đã ban hành Nghị định 182/2024/NĐ-CP ngày 31/12/2024 về thành lập, quản lý và sử dụng Quỹ Hỗ trợ đầu tư. Quỹ được thành lập để hỗ trợ cho doanh nghiệp chịu tác động của chính sách thuế tối thiểu toàn cầu trong lĩnh vực đầu tư công nghệ cao (chất bán dẫn, chip, AI,...). Theo đó, các doanh nghiệp đầu tư hoặc có dự án đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao sẽ được hưởng hỗ trợ chi phí đào tạo nhân lực, chi phí nghiên cứu, chi phí đầu tư TSCĐ, chi phí sản xuất sản phẩm và chi phí đầu tư công trình hạ tầng xã hội. Thời gian nhận hỗ trợ đầu tư là 5 năm. Chúng tôi cho rằng chính sách này giúp Việt Nam tăng cạnh tranh thu hút vốn đầu tư FDI khi áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu, nhưng phạm vi hẹp chỉ áp dụng cho lĩnh vực công nghệ cao, thời gian hỗ trợ ngắn so với chu kỳ hoạt động của dự án.

Diện tích đất bàn giao dự kiến tăng 124%/79% svck trong 2025-26

Hình 5: Dự án KCN đang kinh doanh

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng DT (ha)	DT thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	2024			2025F			2026F		
					Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	DT cho thuê	Doanh thu
Dự án đã lấp đầy													
Quế Võ 1	100%	312	192	100%									
Quế Võ 2	100%	300	173	100%									
Tràng Duệ 1	89%	188	129	100%									
Tràng Duệ 2	89%	214	133	100%									
Quang Châu	89%	426	307	100%									
Dự án đang triển khai													
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	100%	300	204	59%	152	19	720	160	30	1,240	168	44	1,949
Quang Châu mở rộng	89%	90	67	95%	148	12	442	155	0	0	163	4	179
Tân Phú Trung	73%	543	347	69%	191	1	32	201	14	727	211	10	556
Tràng Duệ 3	89%	653	456	0%							160	30	1,271
CCN Hưng Yên	94%	225	151	0%				158	30	1,224	165	30	1,311
Kim Thành 2 – GD1	94%	235		0%							88	15	350

(Nguồn: KBC, MBS Research)

06 dự án KCN đóng góp doanh thu chính trong năm FY25-26F gồm Nam Sơn – Hạp Lĩnh, Quang Châu mở rộng, Tân Phú Trung, Tràng Duệ 3, Kim Thành 2 GD1 và CCN Hưng Yên. Tổng diện tích đất quy hoạch là 2,050 ha, diện tích đất thương phẩm khoảng 1,400 ha.

- ✓ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh: Tính tới cuối 2024, tỷ lệ lấp đầy đạt 59%. Giá cho thuê vào khoảng 150-160 USD/m2. Diện tích đền bù GPMB đạt 220 ha, hơn 26 ha diện tích đất đang gặp vướng mắc GPMB. Năm 2025, KBC sẽ bàn giao 30 ha đất cho Goertek để mở rộng nhà máy sản xuất. Ngoài ra, một số KH khác từ Đài Loan, Trung Quốc và Singapore cũng có nhu cầu thuê đất tại đây.
- ✓ KCN Quang Châu mở rộng: Dự án đạt tỷ lệ lấp đầy 95% tới cuối Q4/24. Còn một phần nhỏ diện tích chưa GPMB do vướng mắc trong quá trình đền bù. Công ty kỳ vọng hoàn thành đền bù GPMB 100% trong năm nay. Chúng tôi dự phóng diện tích còn lại (khoảng 4 ha) sẽ được bàn giao trong năm 2026, ước tính doanh thu đem lại khoảng 180 tỷ đồng.
- ✓ KCN Tân Phú Trung đang vướng mắc GPMB do chưa đạt được sự thống nhất về giá đền bù. Diện tích đất "sạch" khoảng 20 ha, dự kiến bàn giao 14 ha trong 2025. Chúng tôi kỳ vọng, sau khi TPHCM ban hành bảng giá đất mới, công tác GPMB sẽ được đẩy nhanh tiến độ, công ty có thể ghi nhận doanh thu khoảng 720 tỷ đồng từ dự án này trong năm nay.
- ✓ KCN Tràng Duệ 3 là dự án trọng điểm của KBC trong thời gian tới. Dự án mới được chấp thuận chủ trương đầu tư vào ngày 14/01/2025. Dự án có vị trí thuận lợi cách trung tâm Hải Phòng 10 km, cách cảng Hải Phòng 15 km và cách sân bay Cát Bi 14 km. So với nhiều KCN khác, KCN Tràng Duệ 3 có những ưu đãi thuế suất đặc biệt hơn, nhờ vị trí trong KKT Đình Vũ – Cát Hải. Theo thông tin từ công ty, dự án đã đền bù GPMB được khoảng 200 ha, có thể cho thuê ngay (hiện LG đã sẵn

sàng ký thuê đất ngay khi có thể). Chúng tôi kỳ vọng dự án đem lại dòng tiền cho công ty từ năm 2026, diện tích bàn giao được khoảng 30 ha.

- ✓ Dự án CCN Hưng Yên đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 vào T2/24. Dự án có diện tích 225 ha, nằm trong vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc, cách Hà Nội 50 km. Diện tích đền bù GPMB đạt trên 40 ha. Năm 2024, KBC đã đẩy mạnh đầu tư xây dựng dự án. Tổng chi phí đã đầu tư đạt 774 tỷ đồng. Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng cho thuê được 30 ha, qua đó đóng góp phần lớn doanh thu cho thuê đất KCN.
- ✓ KCN Kim Thành 2 GD1 tại Hải Dương cũng đã nhận được quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư vào ngày 22/01/2025. Dự án có quy mô 235 ha, vốn đầu tư 3,403 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê tại dự án vào khoảng 80 USD/m², tương đương giá cho thuê tại KCN Lai Vu và Phú Thái gần đó. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đem lại dòng tiền từ năm 2026, diện tích bàn giao là 15 ha đem lại doanh thu 350 tỷ đồng.
- ✓ Ngoài ra, KBC đang nghiên cứu, xây dựng quy hoạch dự án Tân Tập (654 ha), Lộc Giang (466 ha), Phú Bình (675 ha), Sông Hậu 2 (380 ha) và một số cụm công nghiệp tại Long An và Hải Phòng. Trong đó, dự án Lộc Giang đã được tỉnh Long An phê duyệt đề án quy hoạch xây dựng 1/2000 và có thể nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm nay.

Tổng hợp lại, chúng tôi tăng dự phóng diện tích cho thuê đất KCN năm 2025-26 lên 74/133 ha. Doanh thu cho thuê đất KCN năm 2025-26 đạt 3,192/ 5,615 tỷ đồng tăng 167%/76% svck, tăng 137%/185% so với dự phóng trước.

Hình 6: KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh



Hình 7: KCN Tràng Duệ 3



(Nguồn: KBC)

Mảng BĐS dân cư: Dự án KĐT Tràng Cát được phê duyệt chấp thuận chủ trương đầu tư

Hình 8: Các dự án BĐS đang triển khai

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích dự án (ha)	Hiện trạng
Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	42	Công ty đang hoàn thiện thủ tục để ghi nhận doanh thu cho 15 căn còn lại. Ngoài ra, công ty đang lập quy hoạch dự án KĐT Tràng Duệ mở rộng 73 ha.
NOXH Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	3	Đang xây dựng và mở bán GD1 gồm 3 toà với 768 căn hộ, bàn giao trong năm 2025-26.

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích dự án (ha)	Hiện trạng
Tràng Cát	Hải Phòng	100%	585	Đã được phê duyệt chấp thuận chủ trương đầu tư, đang hoàn thiện thủ tục pháp lý về tiền sử dụng đất bổ sung và giấy phép xây dựng. Dự kiến bắt đầu xây dựng từ năm 2026.
Phúc Ninh	Bắc Ninh	100%	115	Đang chờ phê duyệt thủ tục pháp lý để ghi nhận doanh thu
NOXH Nén	Bắc Giang	76%	12.6	Đang bàn giao nhà cho khách hàng
Khu Ngoại giao đoàn	Hà Nội	100%	2	Đang tìm kiếm đối tác hợp tác đầu tư

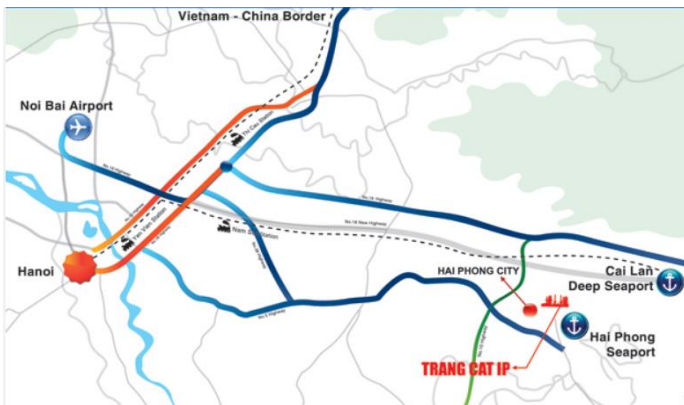
(Nguồn: KBC, MBS Research)

KĐT Tràng Cát nhận được giấy phép đầu tư

Ngày 15/01/2025, dự án KĐT Tràng Cát nhận được quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư. Dự án có quy mô 585 ha nằm tại KKT Đình Vũ – Cát Hải, TP Hải Phòng. Theo quy hoạch, dự án gồm 8,655 lô nhà ở liền kề, 3,256 lô biệt thự, 7,178 căn chung cư và 5,941 căn NOXH. Công ty đã được bàn giao đất, đã đền bù 582 ha. Công ty đã nộp tiền sử dụng đất 3,500 tỷ đồng; nhưng do điều chỉnh quy hoạch 1/500, diện tích đất thương phẩm tăng thêm 73 ha nên công ty phải đóng bổ sung tiền sử dụng đất để được cấp phép xây dựng, mở bán dự án. Theo kế hoạch, công ty hoàn thiện thủ tục đầu tư từ Q1/25-Q1/26 và xây dựng từ năm 2026. Tổng vốn đầu tư đăng ký tăng từ 6,300 tỷ đồng lên hơn 69,000 tỷ đồng. Tính tới cuối 2024, giá trị đầu tư tại dự án đạt 8,448 tỷ đồng – đây là tiền sử dụng đất, chi phí GPMB.

Công ty sẽ bán buôn tại dự án này, với giá bán hiện khoảng 25-30 triệu đồng/m². BLĐ công ty chia sẻ có thể bán được 30-50 ha đất mỗi năm, qua đó chúng tôi ước tính doanh thu đạt 8,000-10,000 tỷ đồng/năm, LN đem lại 2,500-3000 tỷ đồng/năm dựa trên mức biên LN gộp 49%. Hiện CTCP Du lịch Sài Gòn – Hàm Tân có liên quan đến Chủ tịch của KBC đã đặt cọc 5,650 tỷ đồng để thực hiện môi giới BĐS của dự án, thời gian hoàn trả tiền đặt cọc là ngày 20/09/2025 nếu không được thực hiện. Trong Q4/24, KBC đã vay thêm hơn 5,500 tỷ đồng từ VPB để tài trợ vốn cho dự án. Đây là nguồn tài chính bổ sung cho KBC để hoàn thành nghĩa vụ tài chính ngay khi được phê duyệt giá đất.

Hình 9: Dự án Tràng Cát



(Nguồn: KBC)



(Nguồn: KBC)

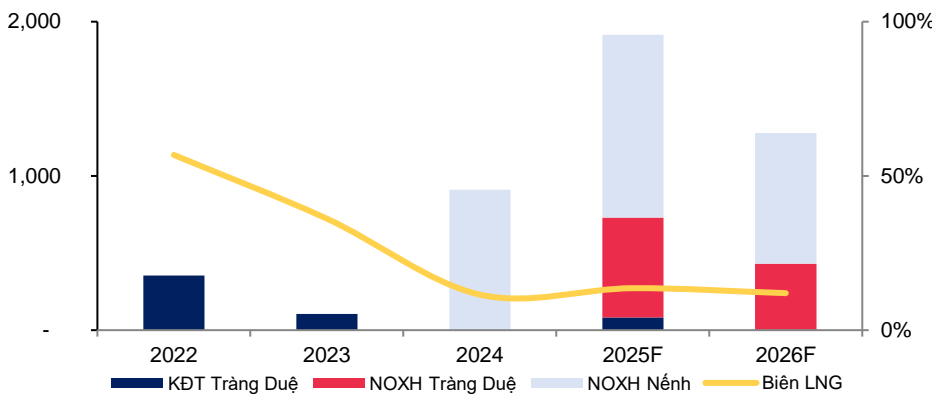
Các dự án BĐS khác đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý

KĐT Tràng Duệ có diện tích đất 42 ha, diện tích đất thương phẩm 23 ha, được triển khai từ năm 2019. Hiện dự án còn 15 căn biệt thự đang chờ hoàn thiện pháp lý để ghi nhận doanh thu. Chúng tôi dự phóng doanh thu ghi nhận còn lại khoảng 80-100 tỷ đồng. Ngoài ra, dự án khu NOXH giai đoạn 1 (768 căn) thuộc KĐT Tràng Duệ đang được xây dựng, chúng tôi kỳ vọng có thể đem lại doanh thu cho KBC trong năm 2025-26, ước khoảng 1,000 tỷ đồng.

KĐT Phúc Ninh có diện tích là 114.6 ha với tổng mức đầu tư là 4,892 tỷ đồng, gồm 1,300 lô biệt thự song lập, đơn lập và shophouses. Đến nay, tổng diện tích đã đặt chỗ là hơn 12 ha, diện tích đã ghi nhận doanh thu là 2.51 ha. Tổng giá trị thoả thuận đặt chỗ là hơn 1,591 tỷ đồng, đã ghi nhận doanh thu là 345 tỷ đồng. Phần doanh thu còn lại đang chờ phê duyệt pháp lý để được ghi nhận.

Dự án NOXH Nénh và Tràng Duệ đóng góp chính vào doanh thu BĐS của công ty trong năm FY25-26F. Doanh thu BĐS ước đạt 1,915 tỷ đồng (+111% svck)/ 1,278 tỷ đồng (-33% svck) trong năm 2025-26.

Hình 10: Doanh thu BĐS



(Nguồn: KBC, MBS Research)

Phương án chào bán cổ phiếu riêng lẻ

KBC đã thông qua phương án phát hành riêng lẻ 250 triệu CP, tương đương 32.57% SLCPLH, cho 11 NĐT chuyên nghiệp bao gồm cả NĐT trong và ngoài nước. Số cổ phiếu chào bán này sẽ bị hạn chế chuyển nhượng 01 năm. Giá bán bằng 80% giá đóng cửa bình quân của 30 phiên giao dịch liền trước ngày UBCKNN có công văn chấp thuận, nhưng không thấp hơn 16,200 đồng/CP. Thời gian chào bán dự kiến trong Q1-Q3/25 sau khi được UBCKNN chấp thuận. Quy mô huy động vốn lớn ảnh hưởng nhiều đến lợi ích của cổ đông hiện hữu, chúng tôi xây dựng ba kịch bản (KB) phát hành:

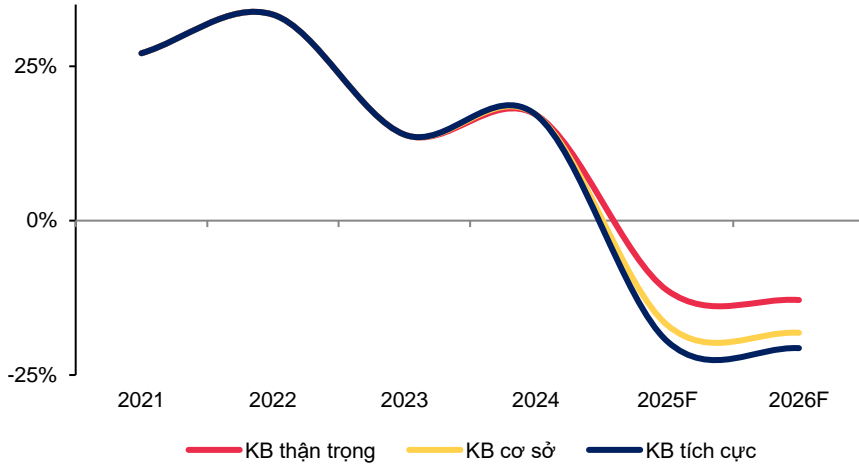
Hình 11: KB phát hành cổ phiếu riêng lẻ

	Giá phát hành (đồng/CP)	Số tiền thu được (tỷ đồng)	Ghi chú
KB thận trọng	16,200	4,050	Theo giá tối thiểu
KB cơ sở	22,000	5,500	Theo dự phóng của chúng tôi
KB tích cực	25,000	6,250	Theo giá kỳ vọng của công ty

(Nguồn: KBC, MBS Research)

Số tiền thu được dùng cho tái cơ cấu nợ vay và bổ sung vốn lưu động cho công ty. Điều này giúp tình hình tài chính lành mạnh hơn. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH giảm từ 17.1% vào cuối 2024 xuống -16.9%/-18.2% vào cuối 2025-26 theo kịch bản cơ sở.

Hình 12: Nợ vay ròng/VCSH giảm



(Nguồn: MBS Research)

Kế hoạch kinh doanh năm 2025 đầy “tham vọng”

Năm 2025, KBC đặt kế hoạch tổng doanh thu đạt 10,000 tỷ đồng (bằng 360% thực hiện năm 2024), lợi nhuận sau thuế đạt 3,200 tỷ đồng (bằng 696% thực hiện năm 2024). Diện tích cho thuê đất KCN dự kiến đạt 200 ha. Mặc dù, công ty nhận được tín hiệu tích cực về pháp lý dự án nhưng chúng tôi cho rằng thời gian để hoàn thiện thủ tục, dự án tạo ra dòng tiền thường kéo dài 1-2 năm. Trong khi, dự án hiện hữu vẫn đang gặp vướng mắc trong GPMB. Do đó, trên cơ sở thận trọng, chúng tôi dự phóng KQKD 2025 thấp hơn so với kế hoạch công ty đặt ra, doanh thu đạt 5,772 tỷ đồng và LNST đạt 1,126 tỷ đồng.

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LN ròng năm FY25-26F thêm 17%/49% so với báo cáo trước

Hình 13: Dự phóng KQKD giai đoạn 2025 – 26 theo kịch bản cơ sở (Đơn vị: Tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	2024	2025	svck	% thay đổi	2026	svck	% thay đổi	Đánh giá
Doanh thu	2,776	5,772	108%	66%	7,611	32%	86%	
KCN	1,195	3,192	167%	137%	5,615	76%	185%	Chúng tôi bổ sung dự án Trảng Duệ 3, Kim Thành 2 GD1 và CCN Hưng Yên vào mô hình dự phóng KQKD năm 2025-26.
BDS	910	1,915	111%	30%	1,278	-33%	-8%	Tiến độ bàn giao nhanh hơn dự kiến của chúng tôi, nên chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu năm 2025.
Phí DV	420	449	7%	2%	481	7%	2%	Dự phóng doanh thu phí DV tăng trưởng 7%/năm
Lợi nhuận gộp	1,283	2,355	83%	79%	3,532	50%	112%	
KCN	815	1,723	111%	132%	2,964	72%	174%	
BDS	105	261	149%	33%	153	-41%	-4%	
Phí DV	257	265	3%	2%	293	11%	2%	
Biên LNG	46%	41%	-5 điểm %	3 điểm %	46%	6 điểm %	6 điểm %	

Các tiêu chí KQKD	2024	2025	svck	% thay đổi	2026	svck	% thay đổi	Đánh giá
KCN	68%	54%	-14 điểm %	-1 điểm %	53%	-1 điểm %	-2 điểm %	Điều chỉnh giảm biên LNG do dự án mới trong giai đoạn đầu thường có biên LNG thấp, khoảng 50%.
BDS	12%	14%	2 điểm %	0%	12%	-2 điểm %	1 điểm %	
Phí DV	61%	59%	-2 điểm %	0%	61%	2 điểm %	0%	
% chi phí quản trị bán hành/Doanh thu	23%	11%	-11 điểm %	1 điểm %	12%	1 điểm %	1 điểm %	
Doanh thu tài chính	451	673	49%	2%	668	-1%	-1%	
Chi phí tài chính	258	917	255%	112%	863	-6%	156%	Chúng tôi tăng dự phóng chi phí vay do công ty tăng vay nợ để tài trợ cho dự án Trảng Cát.
LNTT	764	1,408	84%	23%	2,364	68%	55%	
LN ròng	426	1,030	142%	17%	1,705	66%	49%	Chúng tôi tăng dự phóng LN ròng năm FY25-26F lên 17%/49% so với dự phóng trước do đưa thêm dự án mới vào mô hình.

(Nguồn: MBS Research)

Hình 14: Bảng phân tích độ nhạy của dự phóng LN ròng năm 2025-26 theo ba KB phát hành riêng lẻ (Đơn vị: tỷ đồng)

	2025	svck	% thay đổi so với dự phóng trước	2026	svck	% thay đổi so với dự phóng trước
KB thận trọng	994	133%	13%	1,651	66%	44%
KB cơ sở	1,030	142%	17%	1,705	66%	49%
KB tích cực	1,048	146%	19%	1,734	65%	51%

(Nguồn: MBS Research)

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	5,618	2,776	5,772	7,611
Giá vốn hàng bán	(1,923)	(1,492)	(3,417)	(4,079)
Lợi nhuận gộp	3,695	1,283	2,355	3,532
Chi phí quản lý DN	(458)	(529)	(462)	(609)
Chi phí bán hàng	(354)	(98)	(193)	(305)
LN từ HĐKD	2,883	657	1,700	2,618
EBITDA thuần	2,750	495	1,584	2,500
LN trước thuế & lãi vay	2,883	657	1,700	2,618
Thu nhập lãi	426	451	673	668
Chi phí tài chính	(426)	(258)	(917)	(863)
Thu nhập ròng khác	17	(143)	(48)	(58)
TN từ các Cty LK & LD	(8)	57	-	-
LN trước thuế	2,891	764	1,408	2,364
Thuế TNDN	(646)	(304)	(282)	(473)
Lợi nhuận sau thuế	2,245	460	1,126	1,891
Lợi ích cổ đông thiểu số	214	34	97	186
LN ròng	2,031	426	1,030	1,705
Chi trả cổ tức	(130)	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	1,900	426	1,030	1,705

Bảng cân đối kế toán

	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	841	6,566	12,011	13,658
Đầu tư ngắn hạn	1,864	1,858	1,995	2,018
Phải thu khách hàng	615	671	1,152	1,118
Hàng tồn kho	12,219	13,867	12,293	12,445
Tổng tài sản ngắn hạn	25,029	34,339	37,520	39,915
Tài sản cố định	449	408	429	450
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-
BĐS đầu tư	1,201	1,292	1,355	1,432
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD, LK	4,777	4,859	4,865	4,862
Khoản đầu tư dài hạn khác	446	736	720	699
Tổng tài sản dài hạn	8,405	10,427	8,564	8,817
Tổng tài sản	33,434	44,765	46,083	48,732
Vay & nợ ngắn hạn	337	368	441	529
Phải trả người bán	436	528	349	346
Phải trả ngắn hạn khác	3,429	3,537	3,805	3,479
Tổng nợ ngắn hạn	6,579	7,404	6,875	6,672
Vay & nợ dài hạn	3,322	9,745	7,599	8,528
Các khoản phải trả khác	3,313	6,935	8,162	8,194
Tổng Nợ dài hạn	6,635	16,680	15,761	16,722
Tổng nợ	13,213	24,084	22,636	23,393
Vốn điều lệ	7,676	7,676	10,176	10,176
Thặng dư vốn cổ phần	2,744	2,744	5,744	5,744
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	7,754	4,319	5,349	7,054
Các quỹ thuộc VCSH	2	3,863	2	2
Vốn chủ sở hữu	18,176	18,602	21,271	22,976
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,045	2,080	2,176	2,362
Tổng vốn chủ sở hữu	20,221	20,682	23,447	25,338
Tổng nợ và VCSH	33,434	44,765	46,083	48,732

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025	2026
LN trước thuế	2,891	764	1,408	2,364
Khấu hao	133	161	117	118
Thuế đã nộp	-	-	-	-
Các khoản điều chỉnh khác	70	(224)	1,125	852
Thay đổi VLD	(91)	30	(2,963)	(1,808)
LCTT từ HĐKD	3,002	731	(313)	1,526
Đầu tư TSCĐ	(1,251)	(156)	(189)	(197)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	-	-	-
LCTT từ đầu tư	153	(1,386)	2,330	(896)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	130	1	5,500	-
Tiền vay ròng nhận được	(3,997)	6,379	(2,072)	1,017
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(130)	-	-	-
LCTT từ hoạt động TC	(3,997)	6,380	3,428	1,017
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,683	841	6,566	12,011
LC tiền thuần trong năm	(842)	5,725	5,445	1,647
Tiền & tương đương tiền cuối	841	6,566	12,011	13,658

Các chỉ số cơ bản

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu thuần	491%	-51%	108%	32%
Tăng trưởng EBITDA	-957%	-82%	220%	58%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-1178%	23%	259%	154%
Tăng trưởng LN trước thuế	70%	-74%	84%	68%
Tăng trưởng LN ròng	33%	-79%	142%	66%
Tăng trưởng EPS	11%	-80%	123%	44%
Biên LN gộp	66%	46%	41%	46%
Biên EBITDA	56%	31%	38%	41%
Biên LN ròng	36%	15%	18%	22%
ROAE	12%	2%	5%	8%
ROAA	6%	1%	2%	4%
ROIC	9%	1%	3%	5%
Vòng quay tài sản	0.16	0.07	0.13	0.16
Cổ tức chi trả/LN ròng	6%	0%	0%	0%
Tổng nợ vay/VCSH	18%	49%	34%	36%
Nợ vay ròng/VCSH	14%	17%	-17%	-18%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	8%	8%	-9%	-9%
Khả năng thanh toán lãi vay	7.6	2.1	1.9	3.0
Số ngày phải thu	40	88	73	54
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	2,319	3,392	1,313	1,114
Số ngày phải trả tiền bán	83	129	37	31
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3.8	4.6	5.5	6.0
Khả năng thanh toán nhanh	1.9	2.8	3.7	4.1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	1.1	2.0	2.3
Định giá				
EPS	2,646	555	1,154	1,676
BVPS	23,679	24,234	20,903	22,579
P/E	13.3	63.2	30.4	20.9
P/B	1.5	1.4	1.7	1.6

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly