

TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC – (HSX: KBC)



BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

NGÀY CẬP NHẬT: 26/03/2025

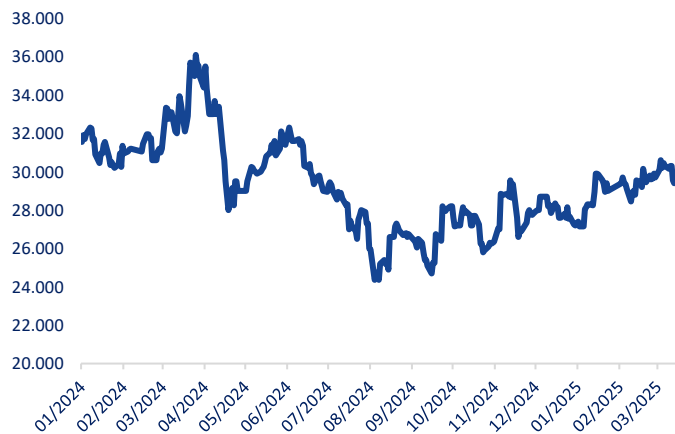
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

KHUYẾN NGHỊ		MUA
Vùng giá mua	27.500 – 28.000	
Giá mục tiêu (đồng)	36.200	
Upside tối đa		30,2%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Số lượng CP lưu hành	767.604.759
KLGD bình quân 1 tháng	5,0 triệu
Biến động giá 1 tuần	-0,67%
Biến động giá 1 tháng	-0,17%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	22.606

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KBC sở hữu các KCN nằm ở vị trí tương đối đẹp tại các tỉnh thành thu hút vốn FDI như Bắc Ninh và Hải Phòng. Vì vậy, KBC có thể tận dụng lợi thế về dòng vốn FDI và môi trường kinh doanh của 2 tỉnh này để thu hút khách hàng trong thời gian tới. Ước tính KBC có thể bàn giao 89ha đất trong năm 2025, tương ứng doanh thu mảng KCN đạt 3.833,7 tỷ đồng (+220,8% svck).
- Dự án NOXH Nền và Trảng Duệ sẽ là động lực tăng trưởng chính của mảng BĐS nhà ở. Ước tính trong năm 2025, KBC có thể ghi nhận 1.900 tỷ đồng doanh thu từ 2 dự án này. Bên cạnh đó, KĐT Trảng Cát đã được cấp phép đầu tư và dự kiến bắt đầu xây dựng trong năm 2025 - 2026. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ bắt đầu đem lại doanh thu khoảng 9.000 tỷ đồng kể từ năm 2026.
- Với tiềm năng của mảng KCN và những chuyển biến tích cực về tháo gỡ vướng mắc pháp lý của một số dự án BĐS nhà ở, chúng tôi cho rằng KBC xứng đáng được định giá ở P/B fw 2025 là 1,49 lần, tương đương mức trung bình 5 năm. Theo đó, giá trị hợp lý của KBC là 36.200 đồng/cổ phiếu.

RỦI RO

- Tiến độ thực hiện các dự án chậm hơn so với dự kiến ảnh hưởng đến việc bàn giao đất.
- Tăng áp lực nợ vay khi KBC đang phát triển các dự án cần nguồn lực tài chính lớn như KCN Trảng Duệ, KĐT Trảng Cát. Do đó, KBC có thể phải tăng quy mô nợ vay để tài trợ cho các dự án này.

Đơn vị: Tỷ đồng

	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	4.245,98	950,27	5.618,48	2.775,75	6.410,6
Lợi nhuận gộp	2.467,02	265,75	3.695,39	1.283,45	3.304,8
Chi phí SG&A	-618,47	-510,38	-812,79	-626,84	1.153,9
LNST	1.351,70	1.576,53	2.245,00	459,88	1.500,9
Biên lợi nhuận gộp	58,1%	28,0%	65,8%	46,2%	51,6%
Biên lợi nhuận ròng	31,8%	165,9%	40,0%	16,6%	23,4%

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

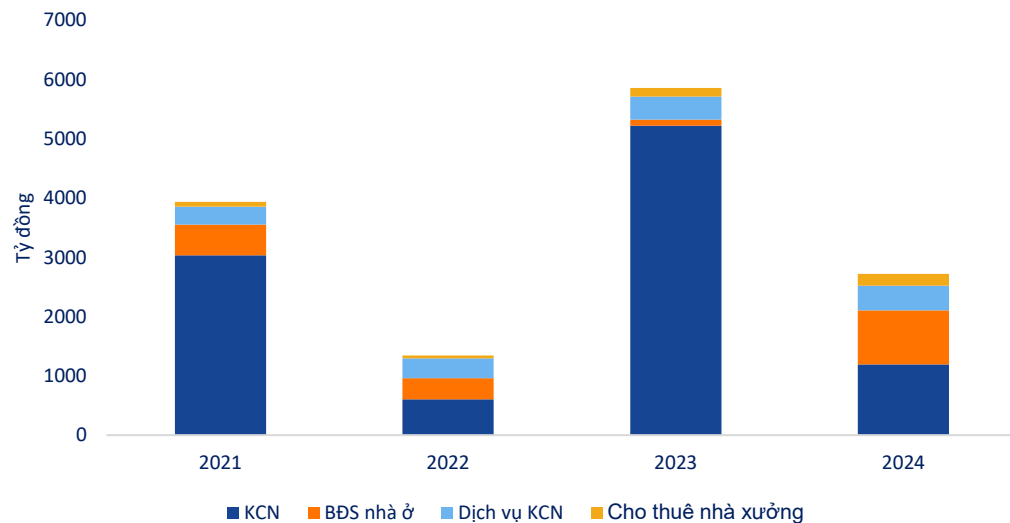
Lịch sử hình thành

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) được thành lập năm 2002 và hoạt động chủ yếu trong mảng bất động sản khu công nghiệp. Sau hơn 20 năm hoạt động, KBC hiện đã trở thành nhà phát triển bất động sản khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. KBC và các công ty liên kết hiện đang sở hữu diện tích đất thương phẩm khoảng 6.400ha, chủ yếu tập trung tại một số tỉnh thành phía Bắc như Bắc Ninh, Bắc Giang, Hải Phòng. Ngoài ra, KBC cũng đang tích cực mở rộng quỹ đất ra các tỉnh như Hưng Yên, Long An...Quỹ đất của KBC đủ để doanh nghiệp có thể phát triển dự án trong vòng 10 năm tới. 80% Khách hàng của KBC là doanh nghiệp nước ngoài và chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực điện tử. Trong đó, có thể kể đến một số đối tác chiến lược như LG, Foxconn, Geortek...Bên cạnh mảng khu công nghiệp, KBC còn hoạt động trong mảng cho thuê nhà xưởng và cung cấp dịch vụ tiện ích KCN cũng như sở hữu một số dự án BĐS nhà ở.

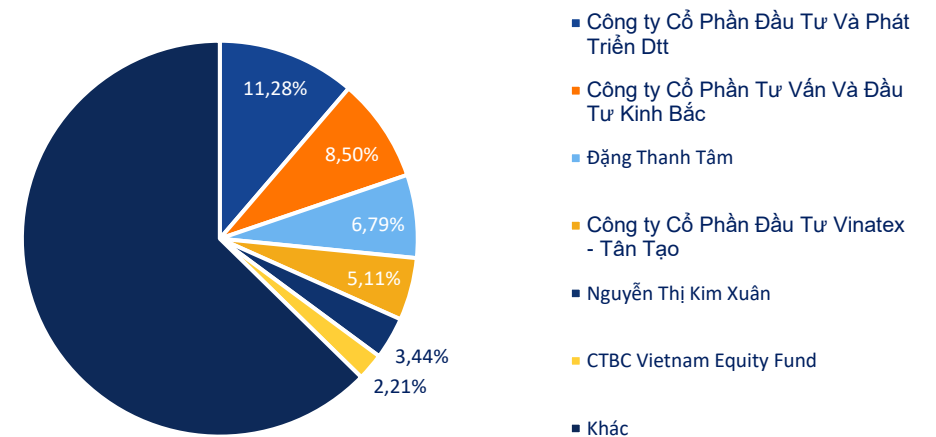
Cơ cấu cổ đông

Cổ phiếu KBC được niêm yết từ năm 2009 tại HSX. Tính đến ngày 31/12/2024, công ty có 767,8 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Trong cơ cấu cổ đông, ban lãnh đạo hiện chiếm 8,56% cổ phần và nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ khoảng 19,5%. KBC cũng nhận được sự bảo trợ của một số quỹ đầu tư lớn như SGI, Dragon Capital...

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu cổ đông



I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

Danh mục các dự án đang triển khai

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất thương phẩm	Tỷ lệ lấp đầy, tỷ lệ dự án đã bàn giao	Hiện trạng
Dự án KCN đang vận hành					
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	100%	204	59%	Còn 16ha đang gặp vướng mắc GPMB
Tân Phú Trung	HCM	73%	346	95%	Còn 20ha đang gặp vướng mắc về GPMB
Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	89%	89	69%	Còn 3,4ha chưa GPMB
Dự án KCN dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2025					
Cụm công nghiệp Hưng Yên (Chính Nghĩa, Đặng Lễ, Kim Động)	Hưng Yên	94%	151	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB hơn 100ha và ký MOU 45ha
Dự án KCN dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2026					
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	89%	456	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB khoảng 200 ha.
Kim Thành GDD	Hải Dương	94%	235	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đang thực hiện GĐ1
Lộc Giang	Long An	72%	327	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB hơn 110 ha
Tân Tập		57%	461	0%	Đang hoàn thiện pháp lý
Nam Tân Tập		38%	245	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB hơn 105 ha
Dự án KCN dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu sau năm 2026					
CCN Phước Vĩnh Đông 1	Long An	100%	35	0%	Đang trong quá trình xin cấp phép đầu tư
CCN Phước Vĩnh Đông 2		89%	31	0%	
CCN Phước Vĩnh Đông 4		73%	36	0%	
CCN Tân Tập		89%	42	0%	
Dự án BĐS nhà ở sẽ ghi nhận doanh thu trong năm 2025					
KĐT Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	42	90%	Đang chờ tháo gỡ vướng mắc pháp lý để bàn giao ghi nhận doanh thu với 15 căn biệt thự còn lại. Ngoài ra, công ty đang lập quy hoạch dự án KĐT Tràng Duệ mở rộng 73 ha.
NOXH Nền	Bắc Giang	76%	3,3	28,5%	Ước tính bàn đã bàn giao khoảng 1.200 căn hộ trong năm 2024. Phần còn lại bàn giao trong năm 2025 – 2026
NOXH Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	3	0%	Đang xây dựng và mở bán giai đoạn 1 gồm 3 tòa với 768 căn hộ. Bàn giao trong năm 2025 - 2026
Dự án BĐS nhà ở dự kiến ghi nhận doanh thu từ năm 2026					
KĐT Tràng Cát	Hải Phòng	100%	585	0%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Dự kiến xây dựng trong năm 2025 - 2026
KĐT Phúc Ninh	Bắc Ninh	100%	115	0%	Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý và nộp tiền sử dụng đất

II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

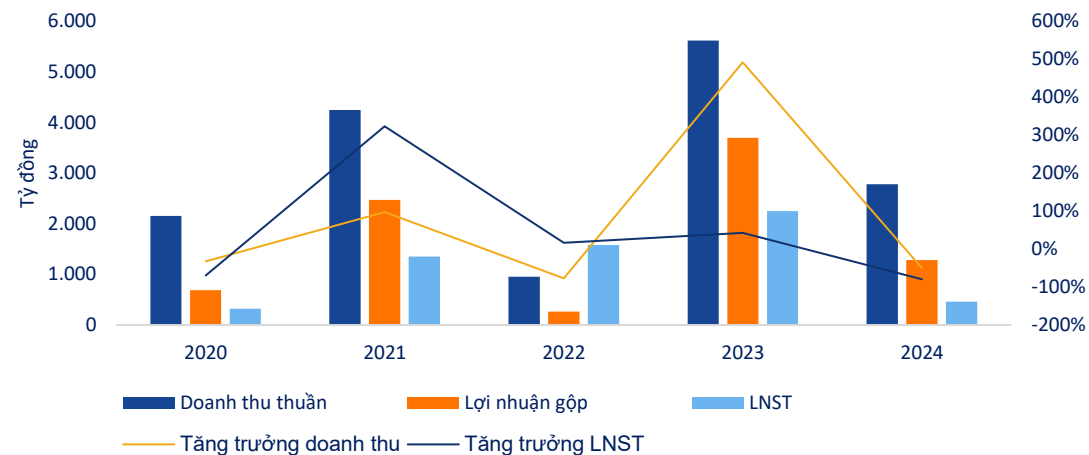
CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024

KQKD giảm mạnh từ mức nền cao của năm trước do diện tích bàn giao đất KCN thấp

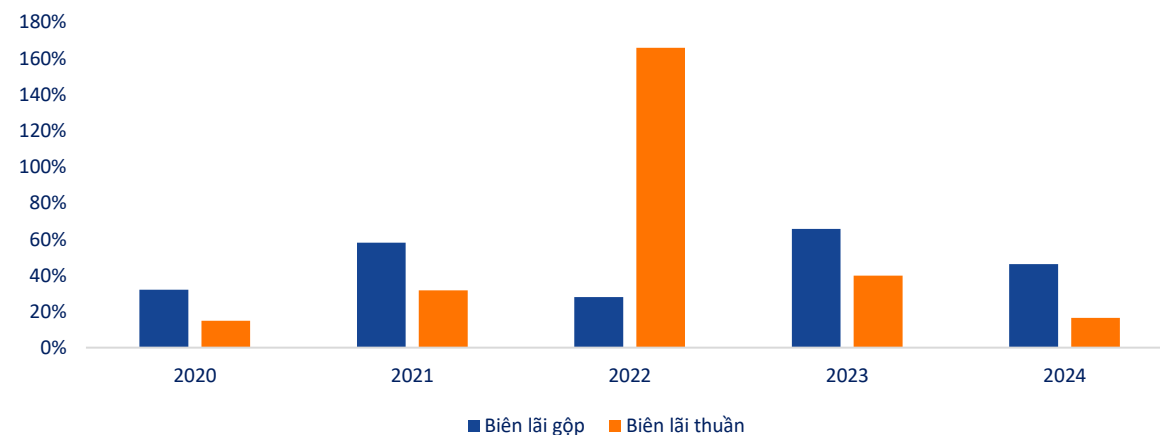
Năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 2.775,7 tỷ đồng (-50,6% svck) và 459,8 tỷ đồng (-79,5% svck). Biên lãi gộp và biên lãi thuần lần lượt là 46,2% và 16,6%, thấp hơn so với năm trước do giảm tỷ trọng BĐS KCN trong cơ cấu doanh thu. Cụ thể:

- Mảng cho thuê BĐS KCN ghi nhận doanh thu 1.194,9 tỷ đồng, (-77,1% svck) do diện tích đất bàn giao trong năm 2024 thấp. Ước tính trong năm 2024, KBC đã bàn giao khoảng 30 ha đất tại KCN Nam Sơn - Hạp Lĩnh, Quang Châu và Tân Phú Trung - thấp hơn nhiều so với mức 150 ha của năm 2023. Nguyên nhân là do các KCN này gặp vướng mắc trong GPMB, dẫn đến chậm tiến độ bàn giao. Diện tích cho thuê đất thấp khiến tỷ trọng đóng góp của mảng KCN trong cơ cấu doanh thu chỉ còn 52,5%, giảm so với mức 92,9% của năm trước. Tuy nhiên, ước tính giá thuê đất trung bình tại các KCN của KBC là 163 USD/m², cao hơn so với giá thuê đất trung bình 137 USD/m² tại thị trường miền Bắc. Điều này giúp biên lợi nhuận mảng KCN đạt 68,2%, tăng 0,7% svck.
- Mảng BĐS nhà ở ghi nhận doanh thu 909,5 tỷ đồng (+7,6 lần svck) và chiếm 40% trong cơ cấu doanh thu do bàn giao nhà tại dự án NOXH Nền. Ước tính trong năm 2024, KBC đã bàn giao khoảng 1.200 căn hộ, chiếm 28,5% tổng số căn hộ của dự án. Lợi nhuận gộp mảng BĐS nhà ở đạt 104,9 tỷ đồng (+1,9 lần svck). Tuy nhiên, biên lãi gộp chỉ ghi nhận 11,5% do đặc điểm của các dự án NOXH thường bị giới hạn về biên lợi nhuận.
- Mảng dịch vụ KCN và cho thuê nhà xưởng mặc dù đóng góp không nhiều trong cơ cấu doanh thu nhưng vẫn ghi nhận tốc độ tăng trưởng tích cực. Trong năm 2024, cho thuê nhà xưởng ghi nhận doanh thu là 195,6 tỷ đồng (+34,6% svck). Theo CBRE, năm 2024, nhu cầu thuê nhà xưởng tăng cao và chủ yếu đến từ các doanh nghiệp điện tử, logistic và sản xuất vật liệu, giúp giá cho thuê tăng 2,1% svck. Điều này thúc đẩy doanh thu cho thuê nhà xưởng của những nhà phát triển KCN lớn như KBC. Mặt khác, mảng dịch vụ KCN cũng ghi nhận doanh thu tăng 8,7% svck, tương ứng 419,8 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh giai đoạn 2020 - 2024



Biên lãi gộp và biên lãi thuần giai đoạn 2020 - 2024



III. ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH NĂM 2024

Tỷ lệ nợ vay tăng trở lại trong năm 2024 do công ty tăng vay nợ để phát triển dự án

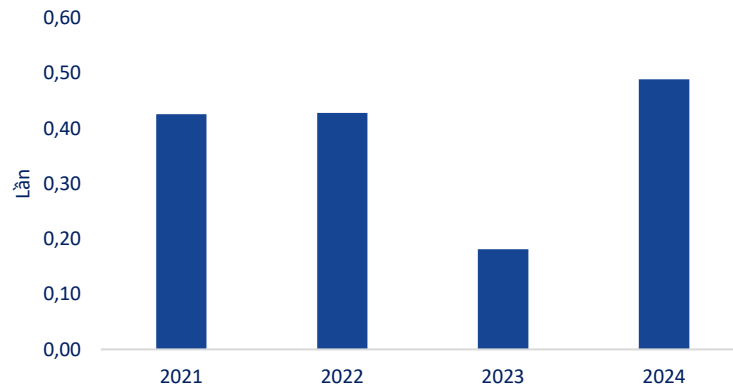
Tính đến hết năm 2024, tỷ lệ nợ vay/VCSH của KBC là 0,49 lần, tăng so với mức 0,18 lần của năm trước. Trong cơ cấu nợ vay, nợ dài hạn chiếm tỷ trọng 96,3%, tương ứng đạt 9.745 tỷ đồng, tăng 1,93 lần so với năm trước. Trong đó, chủ yếu được tài trợ bởi ngân hàng và trái phiếu. Năm 2024, KBC đã phát hành 1.000 tỷ đồng trái phiếu với lãi suất 10,5% và sẽ đáo hạn trong năm 2026. Dự nợ vay ngân hàng đạt 8.730 tỷ đồng, tăng 5.416,6 tỷ đồng, tương đương (+163% svck). Mặt khác, dự nợ vay ngắn hạn cũng tăng 9%, đạt 367,6 tỷ đồng và chủ yếu là khoản vay dài hạn đến hạn trả. Với việc mở rộng quy mô nợ vay dài hạn, chúng tôi ước tính chỉ phí lãi vay của KBC sẽ tăng 193,2% svck. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu trong năm 2025 ước tính đạt 11,8%, tăng không đáng kể so với mức 11,3% cùng kỳ. Vì vậy, không ảnh hưởng nhiều đến biên lợi nhuận. Nhìn chung, tỷ lệ nợ vay/VCSH của KBC đã tăng trở lại nhưng vẫn thấp hơn so với mức trung bình ngành là 0,67 lần.

KBC đẩy mạnh vay nợ nhằm tài trợ cho các dự án KCN và BĐS nhà ở. Trong đó, tập trung lớn nhất ở dự án KCN và DT Trảng Cát. Ngoài ra, trong năm, công ty tiếp tục phát triển các dự án như NOXH Nền, KCN Trảng Duệ, KCN Nam Sơn - Hạp Lĩnh, cụm công nghiệp Hưng Yên, khu đô thị Trảng Duệ...và một số dự án xây dựng hạ tầng kỹ thuật KCN. Từ đó, giá trị hàng tồn kho và tài sản dở dang dài hạn trong năm ghi nhận tăng lần lượt 13,4% và 66,5%, tương ứng đạt 13.867 và 710,5 tỷ đồng.

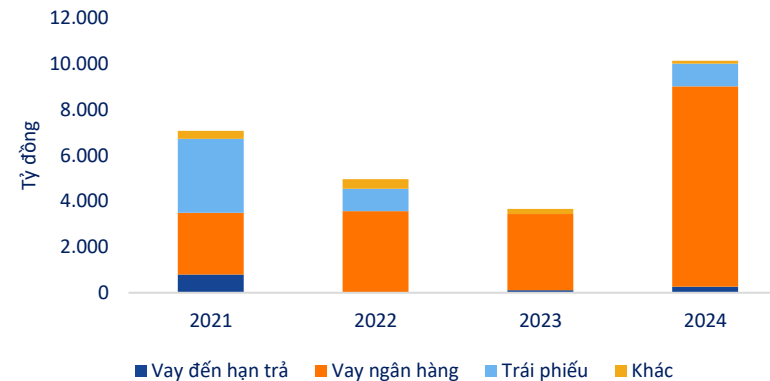
Kế hoạch tăng vốn thông qua phát hành riêng lẻ.

Tháng 1/2025, KBC đã thông qua kế hoạch phát hành 250 triệu cổ phiếu, tương ứng với 32,5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành cho 11 nhà đầu tư chuyên nghiệp trong và ngoài nước. Số cổ phiếu này sẽ bị hạn chế chuyển nhượng 1 năm và có giá bán bằng mức giá đóng của bình quân của 30 phiên gần nhất tại thời điểm UBCK chấp thuận hồ sơ nhưng không thấp hơn 16.200 đồng/cp. Thời gian chào bán dự kiến trong Q1 - Q3/2025. Với kịch bản tích cực, chúng tôi ước tính KBC sẽ thu về 7.000 tỷ đồng. Số tiền thu được sau phát hành sẽ dùng để thanh toán trước hạn một số khoản vay và bổ sung nguồn vốn thực hiện các dự án. Theo đó, tỷ lệ nợ vay/VCSH có thể giảm xuống 36,5% trong năm 2025, thấp hơn 6,5% so với giai đoạn 2021 – 2022 khi KBC bắt đầu phát triển nhiều dự án như KCN Trảng Duệ 3, CCN Hưng Yên KĐT Trảng Duệ...

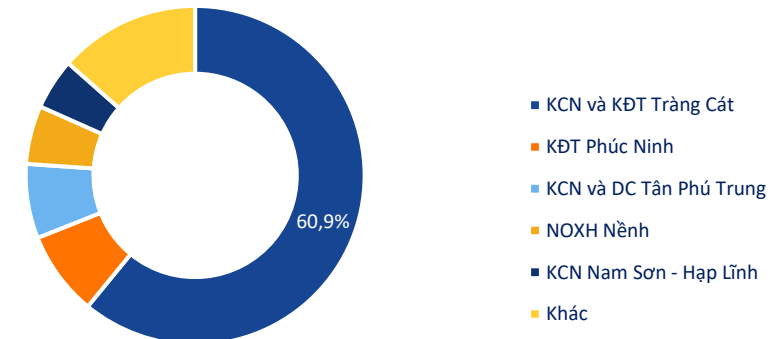
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH



Cơ cấu nợ vay



KCN & DT Trảng Cát chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giá trị hàng tồn kho năm 2024



IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

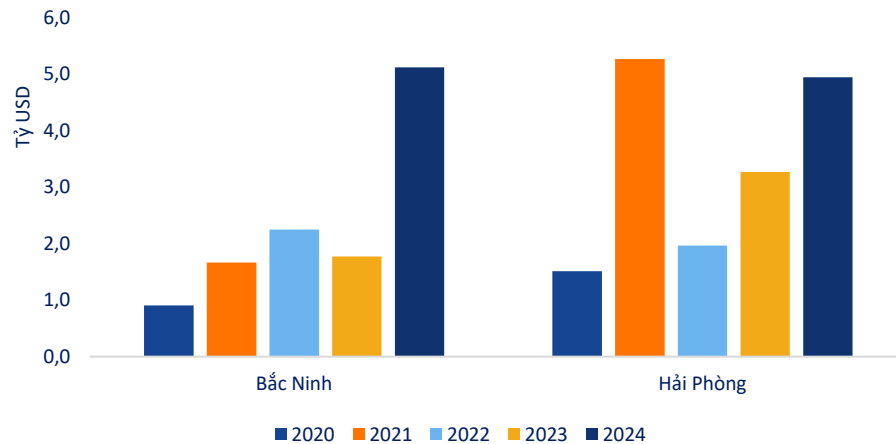
1. BĐS KCN – CÁC DỰ ÁN MỚI SẼ MỞ KHÓA TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG

Hưởng lợi từ dòng vốn FDI

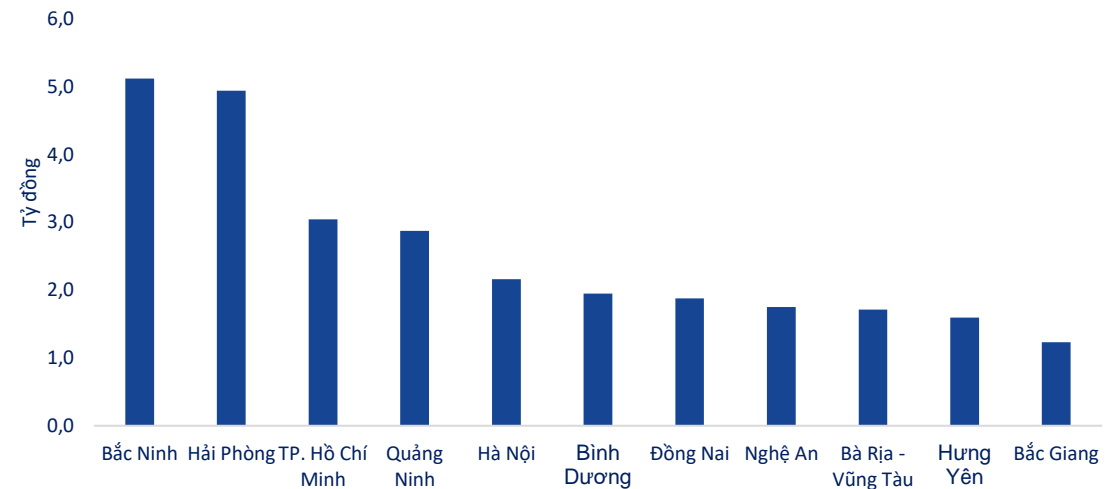
KBC sở hữu các KCN nằm ở vị trí tương đối đẹp tại các tỉnh thành có sức hút lớn về thu hút vốn FDI như Bắc Ninh và Hải Phòng. Bên cạnh đó, khoảng 80% khách hàng là doanh nghiệp nước ngoài và chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực công nghệ, điện tử. Vì vậy, tình hình dòng vốn FDI có ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của công ty. Với việc tận dụng lợi thế từ dòng vốn FDI cũng như điều kiện về cơ sở hạ tầng và môi trường kinh doanh của 2 tỉnh này, KBC có thể dễ dàng thu hút khách hàng trong thời gian tới khi:

- Năm 2024, Bắc Ninh dẫn đầu cả nước về thu hút vốn FDI với giá trị 5,1 tỷ USD, tăng gấp 3 lần so với năm trước. Trong năm, tỉnh này đã chủ động đẩy mạnh hoạt động hợp tác với các quốc gia và các địa phương. Từ đó, Bắc Ninh đã thu hút được nhiều dự án các các doanh nghiệp lớn như Geortek (280 triệu USD), Amkor Technology Việt Nam điều chỉnh tăng thêm 1,07 tỷ USD, Samsung Display (1,8 tỷ USD).
- Trong năm 2025, Bắc Ninh định hướng đẩy mạnh phát triển các ngành công nghiệp, công nghệ cao và trở thành trung tâm điện tử hàng đầu cả nước. Bên cạnh đó, đẩy nhanh tiến độ các dự án công nghệ cao, linh kiện điện tử, bán dẫn tập trung vào phân khúc giá trị cao. Bắc Ninh cũng có kế hoạch đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ, sân bay để kết nối với các khu vực kinh tế trọng điểm. Đây sẽ là lợi thế rất lớn để tiếp tục thu hút vốn FDI trong thời gian tới
- Hải Phòng là địa phương đứng thứ 2 cả nước về thu hút vốn FDI với số giá trị 4,9 tỷ USD (+53,1% svck) nhờ lợi thế về hạ tầng giao thông đồng bộ với hệ thống đường cao tốc, cảng biển, sân bay. Trong năm 2024, Hải Phòng đã “trải thảm đỏ” và thu hút nhiều dự án công nghệ của các doanh nghiệp Hàn Quốc như LG, Jeil...

FDI vào Bắc Niinh và Hải Phòng giai đoạn 2020 - 2024



Hải Phòng và Bắc Ninh dẫn đầu cả nước về thu hút vốn FDI năm 2024



IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

1. MẢNG BĐS KCN – CÁC DỰ ÁN MỚI SẼ MỞ KHÓA TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG

Diện tích bàn giao đất sẽ tăng trưởng từ mức nền thấp của năm 2024

Động lực tăng trưởng chính của KBC đến từ các dự án đang triển khai gồm Nam Sơn - Hạp Lĩnh, Quang Châu mở rộng và Tân Phú Trung. Tổng diện tích đất thương phẩm khoảng 618ha. Trong đó:

- KCN Nam Sơn - Hạp Lĩnh còn khoảng 16ha đang gặp vướng mắc về GPMB Năm 2025, KBC sẽ bàn giao 30ha đất tại KCN này cho Geortek để mở rộng nhà máy.
- KCN Quang Châu mở rộng hiện còn khoảng 3,4ha đất đang gặp vướng mắc về GPMB. Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ hoàn thiện GPMB và lấp đầy KCN này trong năm 2025.
- KCN Tân Phú Trung cũng đang gặp vướng mắc về GPMB và quỹ đất còn khoảng 20ha. Chúng tôi ước tính KBC có thể bàn giao khoảng 15ha sau khi đạt được thỏa thuận đền bù giải phóng mặt bằng khi TP HCM ban hành bảng giá đất mới.

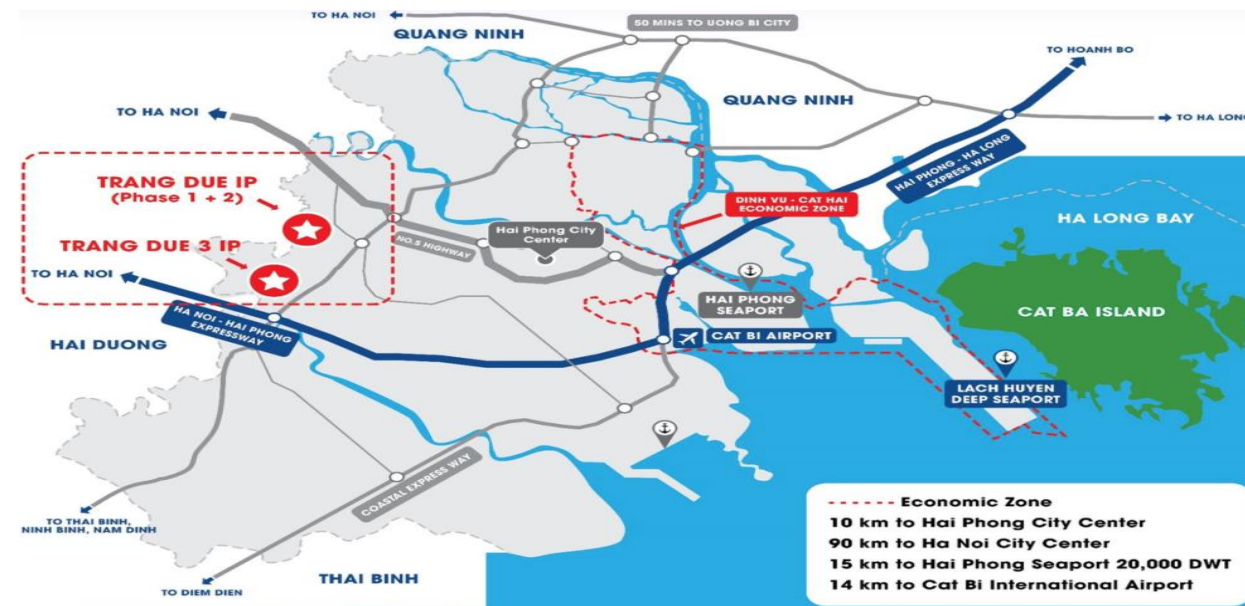
KCN Tràng Duệ 3 được tháo gỡ vướng mắc pháp lý sẽ bổ sung thêm nguồn cung.

Tháng 1/2025, KCN Tràng Duệ 3 với diện tích đất thương phẩm 456ha đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đây là bước tiến quan trọng để doanh nghiệp có thể thực hiện các bước tiếp theo như GPMB và xây dựng cơ sở hạ tầng kỹ thuật. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ hoàn thành trong năm 2025 và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2026. So với các KCN khác, Tràng Duệ 3 có các ưu đãi đáng kể do nằm trong khu kinh tế Đình Vũ - Cát Hải. Bên cạnh đó, KCN có vị trí thuận lợi, gần trung tâm thành phố, sân bay Cát Bi. Những chính sách ưu đãi và hạ tầng hoàn thiện sẽ là lợi thế để KCN Tràng Duệ 3 dễ dàng thu hút được khách hàng. Hiện KCN Tràng Duệ đang nhận được sự quan tâm của một số khách hàng. Trong đó, LG sẵn sàng thuê đất ngay khi có thể. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng sau khi đi vào vận hành, KCN này sẽ có giá thuê đất cao hơn khoảng 10% so với giá thuê trung bình tại các KCN khác tại miền Bắc của KBC

Các dự án KCN có quỹ đất sẵn sàng cho thuê trong năm 2025

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất thương phẩm	Tỷ lệ lấp đầy	Diện tích đất còn lại	2024		2025F	
					Giá cho thuê (USD/m ²)	Diện tích cho thuê (ha)	Giá cho thuê (USD/m ²)	Diện tích cho thuê (ha)
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	100%	204	59%	83,6	152	17	160	40
Quang Châu mở rộng	89%	67	95%	3,4	146	12	155	3,4
Tân Phú Trung	73%	347	69%	107,6	191	1	201	15
CCN Hưng Yên	89%	456	0%	456			150	30

KCN Tràng Duệ 3 có vị trí thuận lợi, cơ sở hạ tầng giao thông đồng bộ



IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

1. BĐS KCN – CÁC DỰ ÁN MỚI SẼ MỞ KHÓA TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN

Tích cực mở rộng quỹ đất, tạo động lực tăng trưởng dài hạn

Ngoài KCN Tràng Duệ 3 đã được cấp phép đầu tư và GPMB khoảng 200 ha, KBC cũng đẩy mạnh phát triển các dự án mới tại Hưng Yên (CCN Hưng Yên), Hải Dương (KCN Kim Thành GĐ1), Long An (CCN Nam Vĩnh Đông 1, 2, 4, KCN Nam Tân Tập...) với tổng diện tích 2.020ha. Các dự án này đều nằm tại vùng kinh tế trọng điểm, có hệ thống giao thông đồng bộ giúp thu hút khách thuê dễ dàng hơn. Đáng chú ý, CCN Hưng Yên đã được ký MOU với diện tích 45 ha. Các dự án gối đầu này sẽ bổ sung vào nguồn cung đất của KBC khi các KCN hiện hữu được lấp đầy. Chúng tôi kỳ vọng những dự án này sẽ hoàn thành GPMB trong năm 2025 - 2026 và bắt đầu được ghi nhận doanh thu kể từ năm 2026 – 2027.

Các dự án KCN mới của KBC đang có những chuyển biến về tiến độ thực hiện

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất thương phẩm	Hiện trạng
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	89%	456	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB khoảng 200 ha.
Cụm công nghiệp Hưng Yên (Chính Nghĩa, Đặng Lễ, Kim Động)	Hưng Yên	94%	151	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB hơn 100 ha
Kim Thành GDD	Hải Dương	94%	235	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đang thực hiện GĐ1
Lộc Giang	Long An	72%	327	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB hơn 110 ha
Tân Tập		57%	461	Đang hoàn thiện pháp lý
Nam Tân Tập		38%	245	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Đã GPMB hơn 105 ha
CCN Phước Vĩnh Đông 1		100%	35	Đang trong quá trình xin cấp phép đầu tư
CCN Phước Vĩnh Đông 2		89%	31	
CCN Phước Vĩnh Đông 4		73%	36	
CCN Tân Tập		89%	42	

IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

2. BĐS NHÀ Ở - CHỜ ĐỢI TÍN HIỆU KHỞI SẮC TỪ CÁC DỰ ÁN

Dự án NOXH Nền và Tràng Duệ sẽ là động lực chính cho doanh thu BĐS nhà ở trong năm 2025.

Khu NOXH Nền (KBC sở hữu 76%) có tổng diện tích 3,3 ha gồm 10 tòa chung cư 20 tầng, quy mô 4.200 căn hộ. Dự án này bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2024 và bàn giao được gần 30%. Hiện KBC đang triển khai xây dựng 5 tòa nhà còn lại. Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ bàn giao khoảng 1.400 căn trong năm nay. Bên cạnh đó, dự án NOXH Tràng Duệ (KBC sở hữu 89%) có tổng diện tích 3 ha, gồm 3 tòa với 768 căn hộ. Hiện đang mở bán giai đoạn 1. Doanh thu dự kiến sẽ được ghi nhận trong năm 2025 – 2026. Ước tính KBC có thể ghi nhận 1.900 tỷ đồng doanh thu từ 2 dự án này trong năm 2025.

Dự án KĐT Tràng Cát được cấp phép đầu tư

Tháng 1/2025, KĐT Tràng Cát đã được cấp phép đầu tư với tổng diện tích 585 ha, Hiện tại, KBC đã đã GPMB 582 ha. Dự kiến sẽ xây dựng hạ tầng năm 2025 - 2026. Sau đó, KBC sẽ bán buôn dự án này. Công ty dự kiến sẽ mở bán diện tích dự kiến khoảng 30 - 50ha 1 năm với giá bán khoảng 30 triệu đồng/m². Theo quy hoạch, dự án bao gồm 8.655 lô nhà ở liền kề, 3.256 lô biệt thự, 7.178 căn chung cư và 5.941 căn NOXH. Chúng tôi đánh giá dự án KĐT Tràng Cát sẽ có nhiều tiềm năng tăng giá trong tương lai sau khi dự án Vinhomes Vũ Yên được mở bán đã thiết lập mặt bằng giá đất mới tại Hải Phòng. Bên cạnh đó, việc cơ bản hoàn thành GPMB đem lại lợi thế giá vốn và giúp mở rộng biên lợi nhuận gộp của dự án này. VFS kỳ vọng dự án có thể bắt đầu đem lại doanh thu khoảng 9.000 tỷ đồng kể từ cuối năm 2026.

KĐT Phúc Ninh và Tràng Duệ đang gặp vướng mắc pháp lý

KĐT Phúc Ninh có quy mô 136,4ha, là một trong những KĐT lớn nhất tại tỉnh Bắc Ninh. Dự án có vị trí khá đặc địa, dễ dàng kết nối với các khu vực kinh tế, công nghiệp trọng điểm. Do tiến độ pháp lý gặp khó khăn, KĐT Phúc Ninh chưa thể tiến hành bàn giao dù đã hoàn thiện GPMB và xây dựng một phần cơ sở hạ tầng. Bên cạnh đó, dự án KĐT Tràng Duệ còn 15 căn biệt thự chưa được ghi nhận doanh thu do chưa đủ điều kiện để mở bán. Chúng tôi kỳ vọng 2 dự án này sẽ bắt đầu mang lại doanh thu cho KBC kể từ năm 2026 sau khi hoàn thiện việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý.

Các dự án BĐS nhà ở của KBC

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích (ha)
KĐT Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	42
NOXH Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	3
KĐT Tràng Cát	Hải Phòng	100%	585
KĐT Phúc Ninh	Bắc Ninh	100%	115
NOXH Nền	Bắc Giang	76%	3,3

Phối cảnh dự án KĐT Tràng Cát



V. DỰ PHÒNG VÀ ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÒNG KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2024 - 2025

Dự báo doanh thu cho thuê đất tại các KCN của KBC

Đơn vị: Tỷ đồng

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất thương phẩm	Tỷ lệ lấp đầy	2024			2025F		
				Giá cho thuê (USD/m ²)	Diện tích cho thuê (ha)	Doanh thu (Tỷ đồng)	Giá cho thuê (USD/m ²)	Diện tích cho thuê (ha)	Doanh thu (Tỷ đồng)
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	100%	204	59%	152	17	646	160	40	1600
Quang Châu mở rộng	89%	67	95%	146	12	438	155	4	155
Tân Phú Trung	73%	347	69%	191	1	47,7	201	15	753,7
Cụm công nghiệp Hưng Yên	89%	456	0%				150	30	1125

Dự báo KQKD của KBC

Chỉ tiêu	2024	2025F	%svck	Đánh giá
Doanh thu thuần	2275,7	6.410,6	181,7%	Ước tính doanh thu thuần năm 2025 tăng 172,4% svck, chủ yếu nhờ động lực từ mảng BĐS KCN
KCN	1194,9	3.833,7	220,8%	Ước tính KBC có thể cho thuê khoảng 89 ha đất. Giá thuê tăng trung bình 5,6%
BDS nhà ở	909,5	1.900,0	108,9%	Ghi nhận doanh thu từ dự án NOXH Nềnh và Tràng Duệ
Nhà xưởng & Dịch vụ KCN	615,4	676,9	10,0%	Kỳ vọng tăng trưởng 10%
Lợi nhuận gộp	1283,4	3.304,8	157,5%	Biên lợi nhuận gộp năm 2025 dự phóng đạt 50%, cao hơn so với năm 2024 do nâng tỷ trọng BĐS KCN trong cơ cấu doanh thu
Doanh thu tài chính	451,3	482,9	7,0%	Doanh thu tài chính kỳ vọng tăng trưởng 7%, chủ yếu đến từ lãi tiến gửi khi vị thế tiền mặt của KBC duy trì xu hướng tăng.
Chi phí tài chính	258,4	757,7	193,2%	Tăng chi phí lãi vay do tăng quy mô nợ vay dài hạn
Chi phí bán hàng và QLDN	626,8	1.153,9	84,1%	
LNTT	763,7	1.876,1	145,7%	
LNST	459,9	1.500,9	226,4%	Biên lợi nhuận sau thuế được dự phóng đạt 23,4%, cao hơn so với mức 16,6% của năm 2024. Biên lợi nhuận ròng có diễn biến tương ứng với biên lợi nhuận gộp do thay đổi tỷ trọng doanh thu mảng KCN.

Nguồn: KBC, FiinPro, VFS ước tính

V. DỰ PHÒNG VÀ ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá

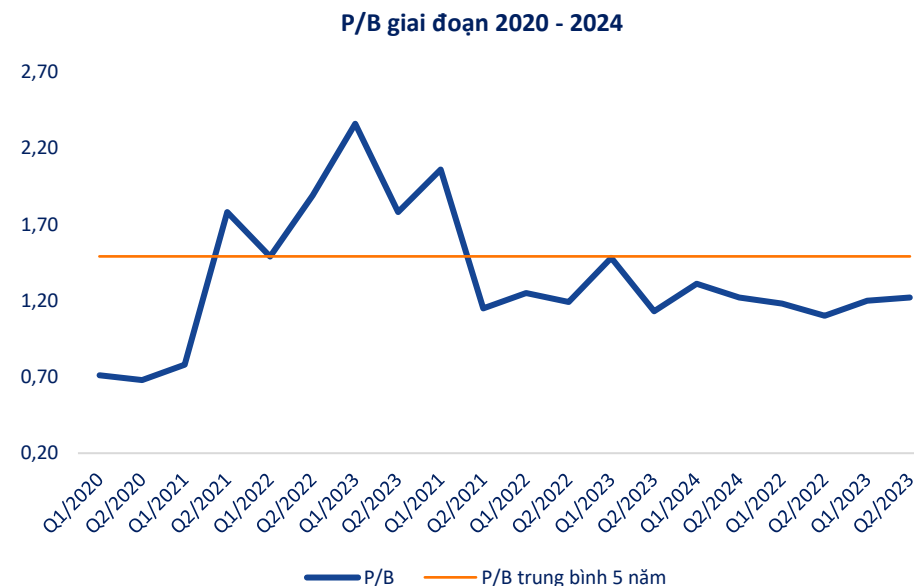
KBC đang giao dịch ở P/B là 1,24 lần, thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm là 1,49 lần. Theo đánh giá của chúng tôi, KBC có nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn nhờ hưởng lợi từ diễn biến ngành BĐS KCN, cũng như tích cực phát triển các dự án gối đầu. Bên cạnh đó, một số dự án đã có những chuyển biến về việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý, tạo động lực tăng trưởng kinh doanh trong trung và dài hạn. Vì vậy, KBC xứng đáng được định giá ở P/B fw 2025 là 1,49 lần, tương đương mức trung bình 5 năm. Chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý cho KBC là **36.200 đồng/cổ phiếu**, cao hơn khoảng 30,2% so với vùng giá mua. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị mua với cổ phiếu KBC cho hoạt động đầu tư trung và dài hạn.

Rủi ro

- Tiến độ thực hiện các dự án chậm hơn so với dự kiến ảnh hưởng đến tiến độ bàn giao đất.
- Tăng áp lực nợ vay khi KBC đang phát triển các dự cần nguồn lực tài chính lớn như KCN Tràng Duệ, KĐT Tràng Cát. Do đó, KBC có thể phải tăng quy mô nợ vay để tài trợ cho các dự án này.

So sánh với các DN cùng ngành

Mã	Tên công ty	Vốn hóa thị trường	P/E	P/B	ROA	ROE
BCM	Becamex IDC	83.007.000.000.000	39,42	4,28	3,75%	11,10%
KBC	TCT Đô thị Kinh Bắc	23.143.283.483.850	54,31	1,24	1,09%	2,32%
SIP	Đầu tư Sài Gòn VRG	19.179.593.013.300	16,40	4,43	5,05%	29,47%
IDC	IDICO	18.677.995.981.400	9,36	3,33	10,93%	37,71%
SZC	Sonadezi Châu Đức	8.153.359.593.900	25,05	2,63	3,98%	12,48%
TAL	Đầu Tư Bất Động Sản Taseco	7.713.921.600.000	11,28	2,08	6,82%	18,15%
NTC	KCN Nam Tân Uyên	5.627.587.310.340	17,77	4,96	5,31%	30,22%
TID	Tổng Công ty Tín Nghĩa	4.982.000.000.000	15,54	2,12	1,90%	13,96%
PRT	Sản xuất - XNK Bình Dương	3.258.000.000.000	79,73	0,94	0,72%	1,16%
TIP	PT KCN Tín Nghĩa	1.472.427.961.050	8,07	0,83	8,89%	10,49%
TB ngành		193.583.865.651.196	21,97	2,31	4,43%	11,99%



© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Anh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn
Lê Thị Ngọc	Chuyên viên phân tích	ngoc.le@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.