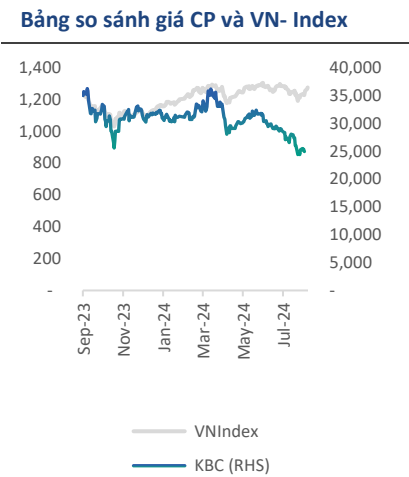


Ngành: Bất động sản Khu Công nghiệp | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ		MUA	TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (HSX: KBC)		
			GIÁ CỔ PHIẾU ĐANG CHIẾT KHẤU		
Giá hiện tại:	26,650	Ngày viết báo cáo:	23/9/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:	38,800	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	768	ĐĂNG THÀNH TÂM	24.9%
Giá mục tiêu mới:	31,800	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	19,267	KINH BẮC INVESTMENT	8.0%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VNĐ)	7.8	VINATEX	5.1%
Tiềm năng tăng giá	19%	Sở hữu nước ngoài	20.53%		

Bộ phận Research:
Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpg@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ
So với [Báo cáo trước đó](#), Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KBC** với giá trị hợp lý năm 2025 là **31,800 VNĐ/CP** (Upside +19% so với giá đóng cửa ngày 20/9/2024). Tại Báo cáo Tháng 9, BSC giữ nguyên tỷ lệ chiết khấu 20% đối với dự án Trảng Duệ 3 và 50% đối với dự án Trảng Cát. Tuy nhiên, BSC điều chỉnh giảm 18% giá mục tiêu đến từ 2 yếu tố: (1) BSC điều chỉnh giảm diện tích bàn giao các dự án KCN trong thời gian tới (2) BSC tăng WACC từ 11% lên 13.5% để phản ánh thêm rủi ro chung FDI chậm trong thời gian tới.



DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2024 – 2025
Trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt **3,157 tỷ VNĐ (-44%YoY)**, LNST – CĐTS đạt **753 tỷ VNĐ (-63%YoY)**, tương đương EPS FWD 2024 = 935 VNĐ/CP, P/E FWD = 27.1x, P/B FWD = 0.9x nhờ bàn giao 20 ha Quang Châu, 15 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh và 10 ha Tân Phú Trung. So với năm 2023, BSC dự báo kết quả kinh doanh KBC sụt giảm chủ yếu do (1) thiếu các dự án KCN mới gối đầu để bàn giao, (2) mức nền cao từ năm 2023 – bàn giao cho Foxconn tại KCN Quang Châu.

Trong năm 2025, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt **6,498 tỷ VNĐ (+106% yoy)**, LNST – CĐTS đạt **1,559 tỷ VNĐ (+117% yoy)**, tương đương EPS FWD 2025 = 2,032 VNĐ/CP, P/E FWD = 12.5x, P/B FWD = 0.9x, chủ yếu nhờ bàn giao 40 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 20 ha KCN Tân Phú Trung, 50 ha Trảng Duệ 3 và 14 ha các dự án NOXH Trảng Duệ - TT Nền.

- LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**
- Dự án Trảng Duệ 3 sẽ là động lực tăng trưởng về mảng Khu công nghiệp cho KBC trong năm 2025.
 - Dự án Trảng Cát sẽ dần được mở khoá, sẽ là động lực tăng trưởng đối với KBC trong giai đoạn cuối 2025 – 2026. BSC giữ quan điểm tiền sử dụng đất sẽ có xu hướng tăng sau khi áp dụng Luật đất đai sửa đổi. Do đó, KBC sẽ có áp lực để hoàn thành đẩy nhanh nộp tiền sử dụng đất sớm theo Bảng giá đất cũ điều chỉnh.

BSC cập nhật thêm quan điểm:

- Định giá đang ở mức hấp dẫn, đang chiết khấu 43% so với giá trị RNAV toàn dự án của KBC. Giá cổ phiếu KBC đã giảm 25% so với đỉnh Tháng 2 đầu năm 2024.

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F	KQKD	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	9.8	12.4	27.1	12.5	Doanh thu thuần	950	5,618	3,157	6,489
PB (x)	0.8	1.2	0.9	0.9	Lợi nhuận gộp	266	3,695	1,683	3,478
PS (x)	15.7	4.5	6.2	3.0	NPATMI	1,526	2,031	718	1,559
ROE (%)	9%	10%	3%	7%	EPS	1,988	2,646	935	2,032
ROA (%)	4%	6%	2%	4%	Tăng trưởng EPS	3%	33%	-65%	117%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H.2024 – KQKD GIẢM DO GIẢM DIỆN TÍCH ĐẤT BÀN GIAO

Hình 1: Tóm tắt KQKD của KBC trong 1H.2024

KQKD	Q2.23	Q2.24	% YoY	1H.23	1H.24	% YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	2,328	892	-62%	4,551	1,044	-77%	Kết thúc 1H.2024, KBC ghi nhận Doanh thu thuần = 1,044 tỷ VNĐ (-77% YoY), LNST – CĐTS = 151 tỷ VNĐ (-92% yoy), chủ yếu do giảm diện tích bàn giao khu công nghiệp. Trong 1H.2024, KBC chỉ bàn giao 15 ha đất (bao gồm 10 ha Quang Châu và 5 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh), trong khi cùng kỳ năm 2023, bàn giao 132 ha. - Biên lợi nhuận gộp đạt 52%, giảm 19 điểm % so với cùng kỳ. BSC cho rằng nguyên nhân đến từ việc KBC bàn giao dự án Nhà ở xã hội Tràng Duệ trong 1H.2024 có biên lợi nhuận thấp. - Chi phí bán hàng -83% yoy do giảm diện tích bàn giao.
Cho thuê đất	2,463	532	-78%	4,541	532	-88%	
Chuyển nhượng BĐS	9	219	2439%	29	233	691%	
Tiện ích	75	203	169%	172	296	72%	
Cho thuê kho	21	91	344%	48	136	182%	
Giá vốn	(680)	(427)	-37%	(1,352)	(506)	-63%	
Lãi gộp	1,647	465	-72%	3,199	539	-83%	
Cho thuê đất	1,759	370	-79%	3,225	370	-89%	
Chuyển nhượng BĐS	11	20	85%	18	25	40%	
Tiện ích	32	109	244%	90	156	74%	
Cho thuê kho	(6)	41	-744%	13	62	366%	
Điều chỉnh giảm trừ DT	(148)	-		(148)	-		
Doanh thu tài chính	137	109	-20%	292	177	-39%	
Chi phí tài chính	(155)	(55)	-64%	(287)	(110)	-62%	
Trong đó: Lãi vay	(147)	(50)	-66%	(244)	(103)	-58%	
Lãi từ Công ty liên kết	6	(5)	-184%	1	(12)	-895%	
Chi phí bán hàng	(152)	(49)	-68%	(303)	(53)	-83%	
Chi phí Quản lý	(189)	(117)	-38%	(294)	(228)	-23%	
Lãi từ Hoạt động kinh doanh	1,295	348	-73%	2,609	314	-88%	
Thu nhập khác, ròng	(3)	(4)	25%	(4)	(8)	82%	
Lợi nhuận trước thuế	1,291	382	-70%	2,605	345	-87%	
Thuế	(279)	(114)	-59%	(537)	(154)	-71%	
Lợi nhuận sau thuế	1,012	268	-74%	2,068	191	-91%	
Lợi ích CĐTS	32	31	-4%	148	40	-73%	
LNST – CĐTS	980	237	-76%	1,921	151	-92%	
Biên lợi nhuận gộp	71%	52%	-19%	70%	52%	-19%	
Cho thuê đất	71%	70%	-2%	71%	70%	-1%	
Chuyển nhượng BĐS	124%	9%	-115%	60%	11%	-50%	
Tiện ích	42%	54%	12%	52%	53%	1%	
Cho thuê kho	-31%	44%	75%	27%	45%	18%	
Biên lợi nhuận ròng	42.1%	26.6%	-16%	42.2%	14.5%	-28%	

Nguồn: KBC, BSC Research tổng hợp

CẬP NHẬT KHÁC

KBC có kế hoạch phát hành thêm 250 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho không quá 100 nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, với giá cổ phiếu phát hành do HĐQT quyết định. Mục đích để (1) tái cơ cấu khoản nợ, (2) tăng quy mô vốn cho các công ty thành viên để phục vụ đầu tư KCN mới. BSC hiện chưa đưa vào định giá kế hoạch này do chưa rõ thời điểm triển khai.

II. CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2H.2024 – 2025

2H.2024 – KỲ VỌNG BÀN GIAO THÊM 35 HA TỪ CÁC DỰ ÁN HIỆN HỮU

Kết quả kinh doanh 2H.2024 kỳ vọng đạt 500 – 600 tỷ VNĐ nhờ bàn giao 10 ha dự án Quang Châu, 15 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh, và 10 ha Tân Phú Trung. Tính đến Quý 2.2024, tổng giá trị Biên bản ghi nhớ (MOU) nhưng chưa bàn giao ước tính đạt 35 ha, bao gồm 10 ha dự án Quang Châu, 15 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh và 10 ha Tân Phú Trung. BSC kỳ vọng sẽ được bàn giao 10 ha Quang Châu, 15 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh, và 10 ha Tân Phú Trung. So với [Báo cáo trước đó](#):

- Dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh đã được mở khoá về nút thắt chỉ tiêu sử dụng đất đúng như kỳ vọng của BSC.
- Tuy nhiên, BSC giảm diện tích bàn giao năm 2024 từ 110 ha xuống còn 54 ha do qua trao đổi với KBC, tiến độ xây dựng hạ tầng của dự án Tân Phú Trung và Nam Sơn Hạp Lĩnh đang chậm hơn so với kỳ vọng BSC.

Hình 2: Cập nhật các hợp đồng MOU tại Quý 2.2024

Khu công nghiệp	QC	NSLH	TPT	Tổng
Diện tích hợp đồng chưa bàn giao tại 30/6/2024	10	15*	10	35
(-) Kỳ vọng bàn giao 2H.2024	-10	-15	-10	
Diện tích hợp đồng chưa bàn giao tại 31/12/2024	-	-	-	-

*: KBC chia sẻ Công ty có thể sẽ ký thêm 30 – 40 ha dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh trong thời gian tới.

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Do đó, BSC cập nhật chi tiết dự báo năm 2024 như sau:

Hình 3: Cập nhật dự báo năm 2024

Năm	2024 cũ	2024 mới	% Thay đổi dự báo
Diện tích bàn giao Khu công nghiệp (ha)	110	54	-51%
Quang Châu	16	20	25%
Nam Sơn Hạp Lĩnh	55	15	-72%
Tân Phú Trung	30	10	-66%
CCN Hưng Yên	-	-	
NOXH Thị trấn Nền	9	9	-

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Theo đó, trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 3,157 tỷ VNĐ (-44%YoY), LNST – CĐT đạt 718 tỷ VNĐ (-65%YoY) nhờ bàn giao 20 ha Quang Châu, 15 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh và 10 ha Tân Phú Trung.

NĂM 2025 – KỲ VỌNG BÀN GIAO DỰ ÁN TRÀNG DUỆ 3 VÀ CCN HƯNG YÊN

Tính tới Quý 2.2024, qua trao đổi với KBC, các dự án mới chưa có thay đổi đáng kể so với đầu năm 2024. Chi tiết BSC cập nhật dưới đây:

- Dự án Tràng Duệ 3: Ban quản lý Khu công nghiệp Hải Phòng đã trình Chính Phủ về Chấp thuận chủ trương đầu tư cho dự án và đang chờ phê duyệt. So với [Báo cáo trước đó](#), chưa có cập nhật mới. BSC vẫn kỳ vọng dự án Tràng Duệ 3 sẽ bắt đầu triển khai vào năm 2025.
- Dự án CCN Hưng Yên: Cụm Công nghiệp Đăng Lễ (75 ha/225 ha) đã được phê duyệt Quy hoạch 1/2000, và đang tiến hành đền bù. Qua trao đổi với KBC, dự án sẽ bắt đầu cho thuê vào cuối năm 2025.
- Dự án Lộc Giang: Công ty đã hoàn thành Quy hoạch 1/2000, đã trả tiền đền bù đợt 1 (100 ha/466ha), đang chờ đợi để thanh toán đền bù đợt 2.

So với [Báo cáo trước đó](#), BSC điều chỉnh giảm diện tích bàn giao từ 157 ha xuống 149 ha chủ yếu đến từ (1) lùi bán dự án Tràng Cát từ năm 2025 sang năm 2026, (2) giảm diện tích bàn giao dự án Tân Phú Trung do tiến độ triển khai hạ tầng kỹ thuật và ký MOU chậm.

Hình 4: Cập nhật dự báo năm 2025

Năm	2025 cũ	2024 mới	% Thay đổi dự báo
Diện tích bàn giao Khu công nghiệp (ha)	157	124	-21%
Quang Châu	-	-	-
Nam Sơn Hạp Lĩnh	43	40	-7%
Tân Phú Trung	30	20	-33%
CCN Hưng Yên			
Tràng Duệ 3	50	50	-
Tràng Cát	20	-	n.a
NOXH TT Nền, NOXH Tràng Duệ	14	14	-

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Theo đó, trong năm 2025, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 6,498 tỷ VNĐ (+106% yoy), LNST – CĐTTS đạt 1,559 tỷ VNĐ (+117% yoy) nhờ bàn giao 40 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 20 ha KCN Tân Phú Trung, 50 ha Tràng Duệ 3 và 14 ha các dự án NOXH Tràng Duệ - TT Nền.

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ – ĐỊNH GIÁ CHIẾT KHẤU VỀ MỨC HẤP DẪN

So với đầu năm, tiến độ triển khai dự án đối với KBC chưa có thay đổi trọng yếu. Tại Báo cáo tháng 9:

- BSC bảo lưu quan điểm dự án Tràng Duệ 3 sẽ là động lực tăng trưởng về mảng Khu công nghiệp cho KBC trong năm 2025.
- BSC kỳ vọng dự án Tràng Cát sẽ dần được mở khoá, sẽ là động lực tăng trưởng đối với KBC trong giai đoạn cuối 2025 – 2026. BSC cho rằng: Thứ nhất, tiền sử dụng đất sẽ có xu hướng tăng sau khi áp dụng Luật đất đai sửa đổi. Do đó, KBC sẽ có áp lực để hoàn thành đẩy nhanh nộp tiền sử dụng đất sớm theo Bảng giá đất cũ điều chỉnh. Thứ hai, Công ty đã nhận được 5,650 tỷ VNĐ từ CTCP Du lịch Sài Gòn – Hàm Tân (Công ty có liên quan với KBC). Do vậy, KBC đã có đủ năng lực tài chính để đóng tiền sử dụng đất. Tuy nhiên, BSC lùi kỳ vọng KBC nộp tiền sử dụng đất sang 1H.2025 và mở bán sỉ vào năm 2026.

Bên cạnh đó, BSC bổ sung thêm luận điểm: Định giá của KBC đang được chiết khấu về mức hấp dẫn. BSC đưa ra 2 kịch bản:

- Trong kịch bản thận trọng nhất (Kịch bản 1), BSC loại bỏ đi 100% dự án Tràng Cát, dự án Lộc Giang do thời gian mở bán chưa rõ ràng thì giá trị hợp lý của cổ phiếu KBC ước tính là 22,700 VNĐ/CP (chỉ thấp hơn 10% so với giá hiện tại).
- Trong kịch bản tích cực (Kịch bản 2): BSC đưa vào dự án Tràng Cát và dự án Lộc Giang thì giá trị hợp lý của cổ phiếu KBC ước tính là 44,400 VNĐ/CP. Theo đó, giá hiện tại đang chiết khấu 43% so với giá trị RNAV – kịch bản 2.

(Lưu ý: Tại cả Kịch bản 1 và Kịch bản 2, BSC không đưa vào định giá CCN Long An (Phước Vĩnh Đông 2-4) và dự án Tân Tập do chưa có đầy đủ thông tin)

Tóm lại: Đối với Kịch bản 1, BSC cho rằng khả năng giảm giá của cổ phiếu trong thời gian tới tương đối hạn chế. Đối với Kịch bản 2, dự án Tràng Cát và KCN Lộc Giang đóng góp lần lượt 40% và 6% định giá của KBC. Do vậy, việc triển khai các dự án mới trong 2-3 năm nữa như mở bán Tràng Cát, và các khu công nghiệp phía Nam như Lộc Giang sẽ là tiềm năng tăng giá lớn cho KBC.

Hình 5: BSC đưa ra 2 kịch bản:

Kịch bản 1 thận trọng: Chiết khấu 100% dự án Tràng Cát, Lộc Giang, và loại bỏ 5,650 tỷ VNĐ tiền mặt từ Công ty bên ngoài

Kịch bản 2 tích cực: Triển khai dự án Tràng Cát, Lộc Giang và loại br 5,650 tỷ VNĐ tiền mặt từ Công ty bên ngoài.

Mảng kinh doanh	Phương pháp	% sở hữu KBC	Kịch bản 1		Kịch bản 2	
			Chiết khấu	Giá trị về KBC	Chiết khấu	Giá trị về KBC
Khu Công nghiệp	RNAV			11,640		13,398
Quang Châu		88%		980		980
Nam Sơn Hạp Lĩnh		100%		1,770		1,770
Tân Phú Trung		72%		1,288		1,288
Tràng Duệ 3		87%		5,105		5,105
CCN Hưng Yên		93%		710		710
Lộc Giang		73%	100%	-	0%	1,758
Phí dịch vụ các KCN đã đi vào hoạt động				1,788		1,788
Khu dân cư	RNAV			3,017		15,497
Tràng Cát			100%	-	0%	12,480
KDT Tràng Duệ				49		49
KDT Phúc Ninh - Bắc Ninh				2,968		2,968
Các dự án khác (như Tài sản kinh doanh dở dang, KCN Tân Tập, . . .)	BV			1,391		1,391
(+) Tiền và Đầu tư ngắn hạn	Loại bỏ 5,650 tỷ VNĐ tiền từ hệ thống bên ngoài			3,125		3,125
(+) Đầu tư dài hạn, tài sản cố định				5,197		5,197
(-) Nợ vay				(4,900)		(4,900)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				(2,085)		(2,085)
Giá trị doanh nghiệp				17,384		31,622
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)				767.4		767.4
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	WACC = 13.5%			22,700		41,200

Nguồn: BSC Research tổng hợp

IV. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024 – 2025

Trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 3,157 tỷ VNĐ (-44%YoY), LNST – CĐTTS đạt 753 tỷ VNĐ (-63%YoY), tương đương EPS FWD 2024 = 935 VNĐ/CP, P/E FWD = 27.1x, P/B FWD = 0.9x nhờ bàn giao 20 ha Quang Châu, 15 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh và 10 ha Tân Phú Trung. So với năm 2023, BSC dự báo kết quả kinh doanh KBC sụt giảm chủ yếu do (1) thiếu các dự án KCN mới gối đầu để bàn giao, (2) mức nền cao từ năm 2023 – bàn giao cho Foxconn tại KCN Quang Châu.

Trong năm 2025, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 6,498 tỷ VNĐ (+106% yoy), LNST – CĐTTS đạt 1,559 tỷ VNĐ (+117% yoy), tương đương EPS FWD 2025 = 2,032 VNĐ/CP, P/E FWD = 12.5x, P/B FWD = 0.9x, chủ yếu nhờ bàn giao 40 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 20 ha KCN Tân Phú Trung, 50 ha Trảng Duệ 3 và 14 ha các dự án NOXH Trảng Duệ - TT Nền.

Hình 6: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2024 – 2025 của KBC

KQKD (Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F	% YoY 2024	% YoY 2025
Doanh thu thuần	950	5,618	3,157	6,489	-44%	106%
Giá vốn hàng bán	(685)	(1,923)	(1,474)	(3,012)	-23%	104%
Lợi nhuận gộp	266	3,695	1,683	3,478	-54%	107%
Thu nhập tài chính	340	426	370	326	-13%	-12%
Chi phí tài chính	(595)	(426)	(323)	(445)	-24%	38%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(523)	(380)	(310)	(419)	-18%	35%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	2,187	(8)	-	-	-100%	-
Chi phí BH	(46)	(354)	(190)	(491)	-46%	158%
Chi phí QLDN	(464)	(458)	(468)	(538)	2%	15%
Lãi từ HĐKD	1,686	2,874	1,072	2,330	-63%	117%
Thu nhập khác, ròng	10	(6)	-	-	-100%	
LNTT	1,697	2,891	1,072	2,330	-63%	117%
Thuế TNDN	(120)	(226)	(279)	(606)	23%	117%
LNST	1,577	2,245	794	1,724	-65%	117%
Lợi ích CĐKKs	50	214	76	165	-65%	117%
LNST Công ty mẹ	1,526	2,031	718	1,559	-65%	117%
EPS	1,988	2,646	935	2,032	-65%	117%
Giả định						
Doanh thu						
KCN	657	5,221	2,112	5,168	-60%	145%
KĐT	353	105	709	985	576%	39%
Khác	(53)	291	336	336	15%	0%
Lợi nhuận gộp						
KCN	304	3,527	1,408	3,162	-60%	125%
KĐT	204	38	107	148	182%	38%
Khác	(240)	130	168	168	30%	0%
Biên lợi nhuận gộp						
KCN	28%	66%	53%	54%	-12%	0%
KĐT	46%	68%	67%	61%	-1%	-5%
Khác	58%	36%	15%	15%	-21%	0%
Khác	454%	44%	50%	50%	6%	0%
Diện tích bàn giao (ha)						
Quang Châu		141	54	124	-62%	129%
Nam Sơn Hạp Lĩnh		52	20	-	-62%	-100%
Tân Phú Trung		72	15	40	-79%	167%
CCN Hưng Yên		17	10	20	-41%	100%
Trảng Duệ 3		-	-	50		

Tràng Cát	-	-	-	
NOXH TT Nền, NOXH Tràng Duệ		9	14	45%

Nguồn: BSC Research dự báo

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

So với [Báo cáo trước đó](#), Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KBC** với giá trị hợp lý năm 2025 là **31,800 VNĐ/CP** (Upside +19% so với giá đóng cửa ngày 20/09/2024). So với Báo cáo trước đó, BSC vẫn giữ nguyên tỷ lệ chiết khấu 20% đối với dự án Tràng Duệ 3 và 50% đối với dự án Tràng Cát. BSC điều chỉnh giảm 18% giá mục tiêu đến từ 2 yếu tố: (1) BSC điều chỉnh giảm diện tích bàn giao các dự án KCN trong thời gian tới (2) BSC tăng WACC từ 11% lên 13.5% để phản ánh thêm rủi ro chung FDI chậm trong thời gian tới.

Hình 7: Định giá của KBC

Mảng kinh doanh	Phương pháp	% sở hữu KBC	Chiết khấu	Giá trị về KBC
Khu Công nghiệp	RNAV			12,377
Quang Châu		88%		980
Nam Sơn Hạp Lĩnh		100%		1,770
Tân Phú Trung		72%		1,288
Tràng Duệ 3		87%	20%	4,084
CCN Hưng Yên		93%		710
Lộc Giang		73%	0%	1,758
Phí dịch vụ các KCN đã đi vào hoạt động				1,788
Khu dân cư	RNAV			9,257
Tràng Cát			50%	6,240
KDT Tràng Duệ				49
KDT Phúc Ninh - Bắc Ninh				2,968
Các dự án khác (như Tài sản kinh doanh dở dang, KCN Tân Tập, KCN Lộc Giang, . . .)	BV			1,391
(+) Tiền và Đầu tư ngắn hạn	Loại bỏ 5,650 tỷ VNĐ tiền từ hệ thống bên ngoài			3,125
(+) Đầu tư dài hạn, tài sản cố định				5,197
(-) Nợ vay				(4,900)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				(2,085)
Giá trị doanh nghiệp				24,361
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)				767.4
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	WACC = 13.5%			31,800

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	950	5,618	3,157	6,489
Giá vốn hàng bán	(685)	(1,923)	(1,474)	(3,012)
Lợi nhuận gộp	266	3,695	1,683	3,478
Thu nhập tài chính	340	426	370	326
Chi phí tài chính	(595)	(426)	(323)	(445)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(523)	(380)	(310)	(419)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	2,187	(8)	-	-
Chi phí BH	(46)	(354)	(190)	(491)
Chi phí QLDN	(464)	(458)	(468)	(538)
Lãi từ HĐKD	1,686	2,874	1,072	2,330
Thu nhập khác, ròng	10	(6)	-	-
LNTT	1,697	2,891	1,072	2,330
Thuế TNDN	(120)	(226)	(279)	(606)
LNST	1,577	2,245	794	1,724
Lợi ích CĐKKS	50	214	76	165
LNST Công ty mẹ	1,526	2,031	718	1,559
EPS	1,988	2,646	935	2,032

CĐKT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	1,683	841	1,805	355
Đầu tư ngắn hạn	2,442	1,864	750	780
Phải thu ngắn hạn	10,896	9,663	12,347	12,594
Hàng tồn kho	12,330	12,219	16,463	16,792
TS ngắn hạn khác	323	443	249	511
TS ngắn hạn	27,674	25,029	31,614	31,033
Phải thu dài hạn	821	1,532	1,609	1,689
TSCĐ nguyên giá	723	859	867	876
Khấu hao	(358)	(411)	(472)	(534)
TSĐT nguyên giá	256	1,365	1,201	1,037
Khấu hao	(88)	(164)	(164)	(164)
TS dở dang dài hạn	1,170	427	435	444
ĐT dài hạn	4,697	4,777	4,777	4,777
TS dài hạn khác	12	19	11	22
TS dài hạn	7,232	8,405	8,264	8,147
Tổng TS	34,907	33,434	39,878	39,180
Nợ phải trả	6,733	6,241	6,145	6,649
Vay ngắn hạn	3,951	337	892	1,033
Tổng Nợ ngắn hạn	10,684	6,579	7,036	7,683
Vay dài hạn	3,687	3,322	5,015	4,785
Nợ dài hạn khác	2,690	3,313	6,812	3,973
Tổng Nợ dài hạn	6,377	6,635	11,827	8,759
Tổng Nợ phải trả	17,061	13,213	18,864	16,441
Vốn góp	7,676	7,676	7,676	7,676
Thặng dư vốn	2,744	2,744	2,744	2,744
Vốn chủ khác	2	2	2	2
Lãi chưa phân phối	5,646	7,754	8,472	10,031
Lợi ích CĐTS	1,777	2,045	2,121	2,285
Tổng VCSH	17,846	20,221	21,014	22,738
Tổng nguồn vốn	34,907	33,434	39,878	39,180

LCTT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
(Lỗ)/LNTT	1,697	2,891	1,072	2,330
Khấu hao và phân bổ	76	133	61	62
Thay đổi vốn lưu động	(1,077)	(91)	(3,990)	(4,289)
Điều chỉnh khác	(1,913)	70	310	419
LCTT từ HĐKD	(1,218)	3,002	(2,546)	(1,478)
Tiền chi mua TSCĐ	(274)	(1,099)	148	147
Đầu tư khác	(249)	1,329	1,114	(30)
LCTT từ HĐĐT	(523)	230	1,262	117
Tiền chi trả cổ tức	(0)	-	-	-
Tiền từ vay ròng	527	1,068	2,248	(88)
Tiền thu khác	335	(9,062)	-	-
LCTT từ HĐTC	861	(7,994)	2,248	(88)
Dòng tiền đầu kỳ	2,562	1,683	841	1,805
Tiền trong kì	(879)	(842)	963	(1,450)
Dòng tiền cuối kỳ	1,683	841	1,805	355

Chỉ số	2022	2023	2024F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	2.6	3.8	4.5	4.0
Hsố TT nhanh	1.4	1.9	2.1	1.8
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	49%	40%	47%	42%
Hsố Nợ/VCSH	96%	65%	90%	72%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	6,575	2,319	4,076	2,035
Số ngày phải thu ngắn hạn	4,185	628	1,428	708
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp (%)	28%	66%	53%	54%
Lợi nhuận LNST (%)	166%	40%	25%	27%
ROE (%)	9%	10%	3%	7%
ROA (%)	4%	6%	2%	4%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-78%	491%	-44%	106%
Tăng trưởng EBIT	-1%	47%	-58%	99%
Tăng trưởng LNTT	-4%	70%	-63%	117%
Tăng trưởng EPS	3%	33%	-65%	117%
SLCP lưu hành (triệu)	768	768	768	768
BVPS	23,248	26,343	27,377	29,623

Nguồn: BSC Research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8,9 Tòa nhà Thái Holdings, 210 Đường
Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội.

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place, Số 93
Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1,
Thành phố Hồ Chí Minh.

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

