



# Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

[ Việt Nam / Khu công nghiệp ]

Bloomberg Code (KBC VN) | Reuters Code (KBC.HM)

## MUA

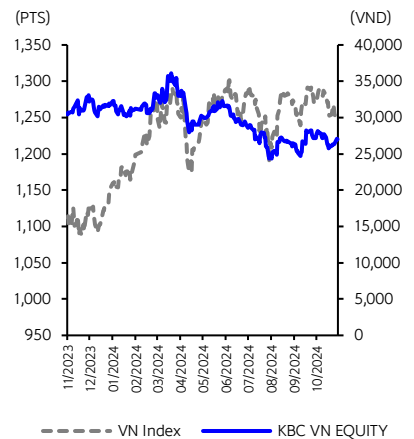
Báo cáo cập nhật

**Giá mục tiêu (12 tháng)** **34,600 VND**  
**Giá hiện tại (26/11/2024)** **27,850 VND**  
**Suất sinh lời (%)** **24%**

VNINDEX	1,242
HNXINDEX	223
Vốn hóa (tỷ VND)	21,377
SLCP lưu hành (triệu CP)	768
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	426
52-tuần cao/thấp (VND)	36,300/24,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	3.14
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	85

Cổ đông lớn (%)	Đặng Thành Tâm	18.06%
	CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	8.11%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	9.8	-10.7	-5.6
So với VN-Index (%)	6.8	-11.1	-19.9



Nguồn: Bloomberg

### Tiến Lê

(84-28) 6299 - 4233  
 tien.l@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo

## Kỳ vọng đẩy nhanh pháp lý năm 2025

### Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 34,600

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phát triển các dự án khu công nghiệp và bất động sản. Kinh Bắc sở hữu các dự án trên cả ba miền tại các thành phố lớn như Bắc Giang, Hải Phòng, Đà Nẵng, Hồ Chí Minh, Long An. Trong năm 2024, với những khó khăn trong việc giải phóng mặt bằng và thủ tục pháp lý, kết quả kinh doanh của KBC đã không đạt được như dự kiến. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tình hình sẽ chuyển biến tích cực khi bước sang năm 2025, nhờ (1) Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng củng cố nhu cầu thuê đất, (2) Các dự án KCN và KĐT sẽ hoàn thành thủ tục pháp lý và tiến hành ghi nhận doanh thu. Chúng tôi định giá cập nhật đối với cổ phiếu KBC ở mức giá VND 34,600 chủ yếu do điều chỉnh phân bổ thời gian dự án KCN Trảng Duyệt 3 và KĐT Trảng Cát chậm hơn so với kế hoạch ban đầu. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá RNAV để định giá KBC.

### Cập nhật kết quả kinh doanh năm 9T/2024

Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần 9T/2024 đạt VND 1,994 tỷ đồng (-58% YoY), trong đó mảng khu công nghiệp (KCN) đạt VND 1,994 tỷ (-76 % YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 397 tỷ đồng (-81% YoY). Ước tính diện tích đất KCN cho thuê được trong 9T/2024 chỉ ở khoảng 30 ha do các vướng mắc liên quan đến việc giải phóng mặt bằng và các vấn đề pháp lý.

### Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng củng cố nhu cầu thuê đất

Trong 10 tháng đầu năm 2024, lũy kế vốn FDI giải ngân đạt khoảng 19.5 tỷ USD, tăng 8.8% so với cùng kỳ năm trước. Đồng thời, lũy kế vốn FDI đăng ký cũng tăng trưởng, đạt khoảng 27.2 tỷ USD, tăng 1.9% so với cùng kỳ. Với hơn 90% khách thuê KCN là doanh nghiệp nước ngoài, dòng vốn FDI tăng trưởng tạo cơ sở vững chắc cho sự phát triển của Kinh Bắc.

### Các dự án KCN và KĐT sẽ hoàn thành thủ tục pháp lý và tiến hành ghi nhận doanh thu

Chúng tôi ước tính doanh thu KBC sẽ đạt khoảng VND 3,873 tỷ (-33% YoY) trong năm 2024 và VND 9,285 tỷ (+140% YoY) trong năm 2025. Lợi nhuận sau thuế năm 2024 dự kiến đạt VND 1,513 tỷ đồng (-33% YoY) và lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt VND 3,167 tỷ (+109% YoY). Chúng tôi kỳ vọng: (1) Diện tích đất cho thuê KCN sẽ đạt khoảng 60 ha trong năm 2024 và 150 ha trong năm 2025 với sự đóng góp chủ yếu của các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Trảng Duyệt 3 và các KCN tại Long An (2) Mảng bất động sản KĐT sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2024 nhờ dự án Nhà ở Xã hội Nénh và dự kiến sẽ bùng nổ trong năm 2025 khi dự KĐT Trảng Cát hoàn thiện thủ tục pháp lý và bắt đầu tiến hành chào bán.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro dòng vốn FDI suy yếu; (2) Rủi ro thị trường bất động sản suy giảm; (3) Rủi ro tiến độ triển khai dự án chậm; (4) Rủi ro pháp lý.

Năm	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>5,859</b>	<b>3,873</b>	<b>9,285</b>	<b>13,846</b>	<b>13,794</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,874	1,875	3,930	6,840	6,732
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b>	<b>2,245</b>	<b>1,513</b>	<b>3,167</b>	<b>5,519</b>	<b>5,431</b>
EPS (đồng)	2,646	1,783	3,732	6,503	6,400
BPS (đồng)	23,683	24,961	28,193	34,196	40,096
OPM (%)	49%	48%	42%	49%	49%
NPM (%)	38%	39%	34%	40%	39%
<b>ROE (%)</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>16%</b>
PER (x)	10.72	15.34	7.33	4.21	4.27
PBR (x)	1.04	1.10	0.97	0.80	0.68
EV/EBITDA (x)	11.46	6.17	9.22	4.61	2.70

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure

## Định giá và Khuyến nghị

### Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 34,600 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá cập nhật với Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt VND 34,600 đồng tương ứng với mức tăng 24%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, KBC có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- 1) Dòng vốn FDI tăng trưởng hỗ trợ mạnh mẽ nhu cầu thuê KCN
- 2) Các dự án KCN dự kiến sẽ hoàn tất thủ tục pháp lý và ghi nhận trong năm 2025
- 3) Dự án KĐT Tràng Cát và KĐT Phúc Ninh thúc đẩy tăng trưởng

### Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV) để định giá Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC). Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị cổ phiếu KBC ở mức VND 34,600 đồng.

#### Phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV)

Tên dự án	Tỷ lệ sở hữu (%)	Phương pháp định giá	Chiết khấu (%)	Giá trị (tỷ VND)
<b>- Khu công nghiệp</b>				<b>13,076</b>
Quang Châu Mở Rộng	88%	RNAV		95
Nam Sơn Hạp Lĩnh	100%	RNAV		2,469
Tân Phú Trung	72%	RNAV		959
Tràng Duệ 3	87%	RNAV		2,606
Một số KCN khác		RNAV		4,693
Phí dịch vụ các KCN		DCF		2,254
<b>- Khu đô thị</b>				<b>11,973</b>
Tràng Cát	100%	DCF	50%	7,576
KĐT Phúc Ninh - Bắc Ninh	100%	DCF		2,648
Các dự án khác		DCF		1,749
<b>Tổng cộng</b>				<b>25,048</b>
+ Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn				9,515
+ Đầu tư dài hạn, tài sản cố định			20%	5,636
- Nợ vay				5,931
- Khoản đặt cọc (CTCP Du lịch Sài Gòn - Hàm Tân)				5,650
- Lợi ích cổ đông thiểu số				2,091
Giá trị vốn chủ sở hữu				26,528
Số lượng cổ phiếu				767,604,759
<b>Giá mục tiêu</b>				<b>34,600</b>
Giá hiện tại				27,850
<b>Upside</b>				<b>24%</b>

Biến	Giá trị
D/E	0.28
Beta	1.2
Lãi suất phi rủi ro	2.9%
Chi phí sử dụng vốn	16.6%
Chi phí nợ	11.2%
WACC	14.9%

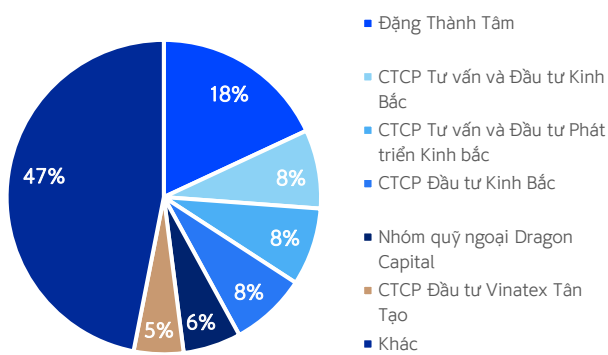
Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 2.9% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của KBC và VNINDEX.

## Tổng quan doanh nghiệp

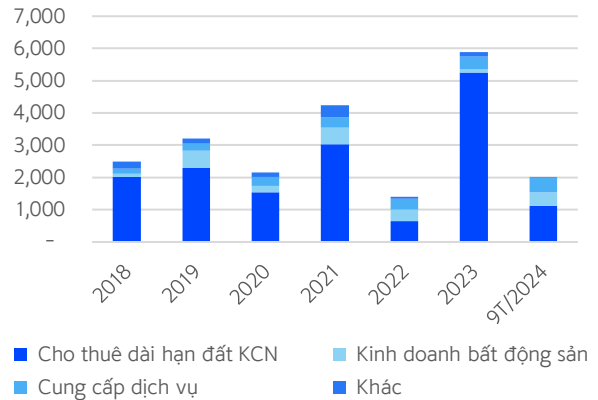
### Lịch sử hình thành doanh nghiệp

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HoSE: KBC) thành lập năm 2002 là một trong những doanh nghiệp phát triển bất động sản khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. KBC có kinh nghiệm làm việc và thu hút các tập đoàn FDI hàng đầu tại Việt Nam. Hơn 90% khách hàng tại khu công nghiệp của KBC là các tập đoàn nước ngoài, đến từ các quốc gia như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc với các tên tuổi lớn như Canon, Foxconn, LG... Tính đến cuối năm 2022, KBC sở hữu quỹ đất lên đến 6,386 ha đất KCN từ Bắc vào Nam.

Cơ cấu cổ đông của KBC



Cơ cấu doanh thu của KBC từ 2018 – 9T/2024 (tỷ đồng)

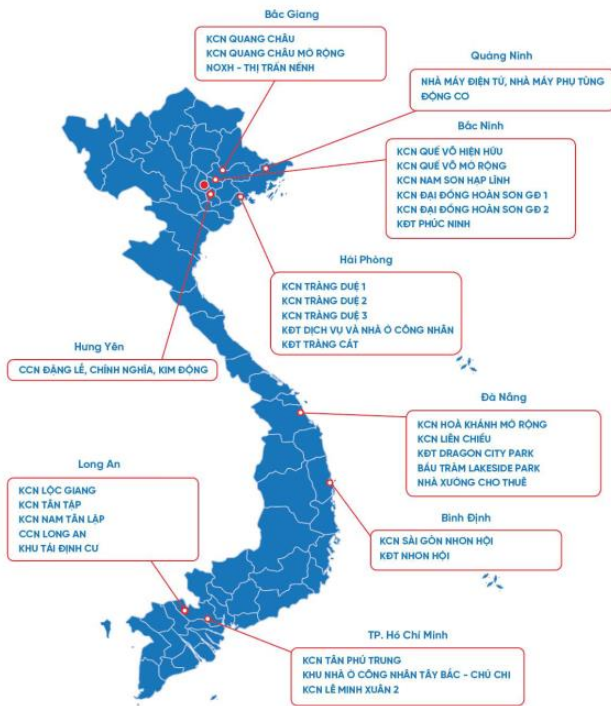


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

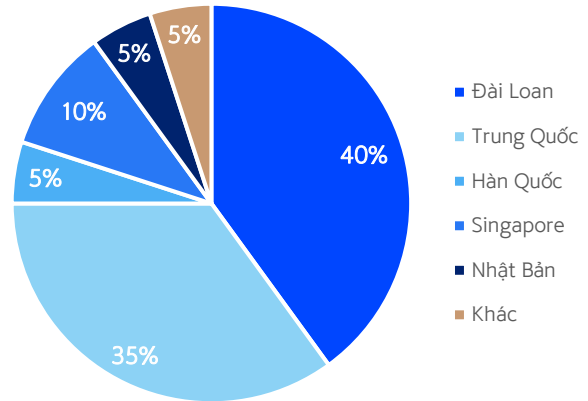
Kinh Bắc được sở hữu phần lớn bởi Chủ tịch HĐQT Đặng Thành Tâm và các công ty liên quan. Trong đó cổ đông lớn chiếm 53% trong cơ cấu cổ đông

Cơ cấu doanh thu của Kinh Bắc chủ yếu đến từ mảng cho thuê dài hạn đất và cơ sở hạ tầng ở các khu công nghiệp, chiếm từ 50% - 70% trong cơ cấu doanh thu của KBC. Bên cạnh đó mảng kinh doanh bất động sản và mảng cung cấp dịch vụ tại khu công nghiệp chiếm lần lượt khoảng 15% và 10%.

**Tổng quan các KCN của KBC năm 2023**



**Cơ cấu khách hàng theo quốc gia của KBC trong năm 2023 (%)**

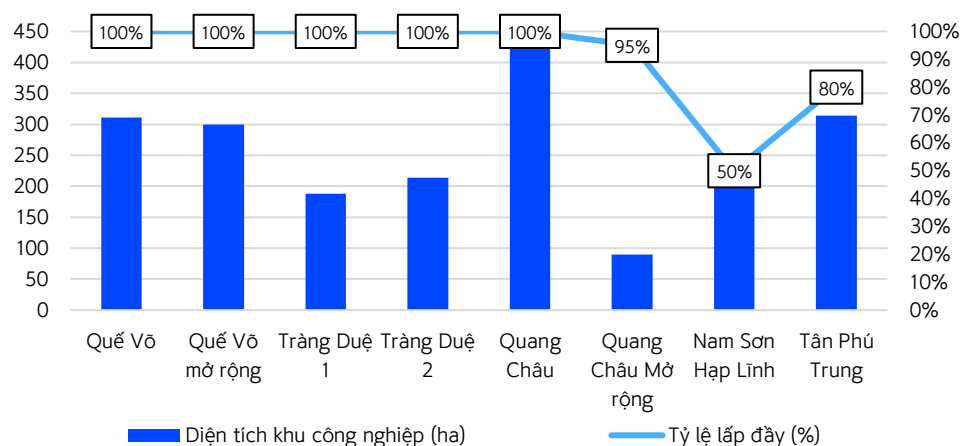


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Các dự án của KBC phân bố tại cả ba miền Bắc – Trung – Nam, tại các thành phố như Bắc Giang, Hải Phòng, Đà Nẵng, Hồ Chí Minh, Long An. Song song với việc phát triển các dự án hiện tại, KBC cũng đang lập các dự án mới ở Hưng Yên, Hải Dương, Quảng Ninh, Tây Ninh, Vũng Tàu, Tiền Giang...

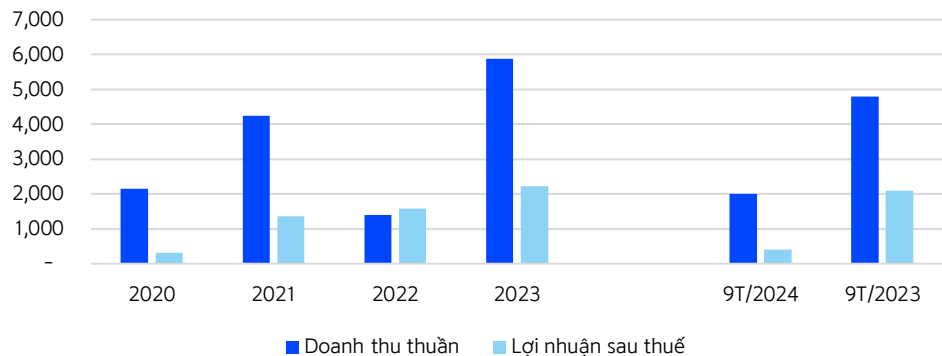
Hơn 90% khách hàng tại các KCN là các doanh nghiệp nước ngoài đến từ Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc, Hồng Kông, v.v. Mỗi một KCN đều có những tập đoàn lớn như Canon, Foxconn, LG, JA Solar, Luxshare – ICT, Goertek, Fuyu, Jufeng, Ingrasys, ... Trong đó khách hàng đến từ Đài Loan, Trung Quốc là nhóm khách hàng chính tại các khu công nghiệp tại KBC.

**Diện tích và tỷ lệ lấp đầy tại các khu công nghiệp đã triển khai của KBC 2023**



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Các khu công nghiệp tại KBC nằm chủ yếu tại các thành phố lớn với tỷ lệ lấp đầy cao. Trong tổng số 6,386.54 ha đất KCN nói trên, có 04 KCN với tổng diện tích 1,013 ha đạt tỷ lệ lấp đầy 100% và 01 KCN có diện tích 426 ha đã lấp đầy 96%. Thông thường KBC mất khoảng 6 năm để đạt tỷ lệ lấp đầy trên 90%.

**Cập nhật kết quả kinh doanh năm 9T/2024****Doanh thu và lợi nhuận Kinh Bắc 2020 – 9T/2024 (tỷ đồng)**

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Đô thị Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần 9T/2024 đạt VND 1,994 tỷ đồng (-58% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 397 tỷ đồng (-81% YoY), trong đó:

**Mảng khu công nghiệp** đạt VND 1,994 tỷ (-76 % YoY), chiếm 56% doanh thu. Ước tính diện tích đất KCN cho thuê được trong 9T/2024 ở khoảng 30 ha. Mảng KCN ghi nhận doanh thu ít hơn so với kế hoạch đề ra do các vướng mắc liên quan đến việc giải phóng mặt bằng và các vấn đề pháp lý, trong đó:

- Dự án KCN Tân Phú Trung có diện tích đất còn phải đền bù là 33.2 ha. Hiện dự án đang gặp vấn đề liên quan đến đền bù đất do chưa thống nhất được mức giá đền bù hợp lý. Chúng tôi kỳ vọng các luật bất động sản mới sau khi có hiệu lực từ 08/2024 kết hợp với bảng giá đất TP. HCM có thể hỗ trợ doanh nghiệp trong việc đền bù và giải phóng mặt bằng.
- Dự án KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh: Việc cho thuê đất tại KCN có phần chậm trễ do trong năm 2023 tỉnh Bắc Ninh đã sử dụng hết chỉ tiêu đất được cấp. Trong năm 2024, Thủ Tướng đã ban hành Quyết định 227/QĐ- TTG ngày 12/3/2024, qua đó tăng thêm chỉ tiêu sử dụng đất cho tỉnh Bắc Ninh thêm 780 ha (tăng từ 4,760 ha lên 5,540 ha). Đây là cơ sở cho tỉnh phân bổ chỉ tiêu xuống các huyện. Qua đó, huyện Tiên Du (nơi KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh hoạt động) đã ký Quyết định 657/QĐ-UBND ngày 29/12/2023; theo đó bổ 55 ha đất KCN vào KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, tạo cơ sở cho doanh nghiệp tiến hành cho thuê trong năm 2024 và 2025.

**Mảng chuyển nhượng bất động sản khu đô thị** có sự tăng trưởng mạnh mẽ, đạt VND 421 tỷ (+432 % YoY), chiếm 21% doanh thu, nhờ việc chuyển nhượng dự án Nhà ở xã hội Nénh.

**Các mảng doanh thu khác** đạt 456 tỷ đồng (+16% YoY), chiếm 23% %, nhờ doanh thu các chi phí dịch vụ (điện, nước, xử lý nước thải) và doanh thu cho thuê nhà xưởng tăng so với năm trước.

So với kế hoạch kinh doanh đã đề ra, Đô thị Kinh Bắc đã thực hiện được 22% mục tiêu doanh thu và 10% mục tiêu lãi ròng cả năm.

Trong 9T/2024, KBC đã nhận VND 5,650 tỷ từ CTCP Du lịch Sài Gòn – Hàm Tân nhằm mục đích đặt cọc cho dự án KĐT Trảng Cát để cung cấp dịch vụ môi giới độc quyền với hơn 40.5 ha đất ở tại dự án Khu đô thị Trảng Cát. Khoản tiền này dự kiến sẽ được hoàn lại vào ngày 20/09/2025 nếu dự án KĐT Trảng Cát chưa đầy đủ điều kiện để mở bán.

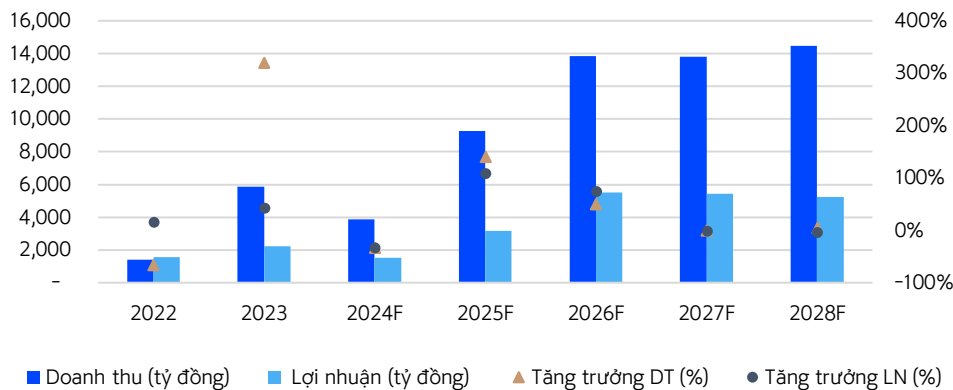
Bên cạnh đó, vào ngày 28/08/2024, KBC đã phát hành 1,000 tỷ VND trái phiếu, kỳ hạn 2 năm, lãi suất 10.5%/năm, với thời gian trả lãi 2 lần 1 năm với mục đích cơ cấu các khoản nợ và bổ sung vốn cho các dự án KCN.

KBC đạt kết quả thấp hơn so với mục tiêu đề ra chủ yếu do tình hình triển khai các dự án còn chậm và các vấn đề về thủ tục pháp lý. Chúng tôi dự kiến, lượng doanh thu và lợi nhuận sẽ cải thiện hơn trong năm sau khi các dự án khu công nghiệp hoàn tất các thủ tục pháp lý và công tác đền bù.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

### Tình hình kinh doanh khởi sắc trở lại từ năm 2025 khi thủ tục pháp lý hoàn tất

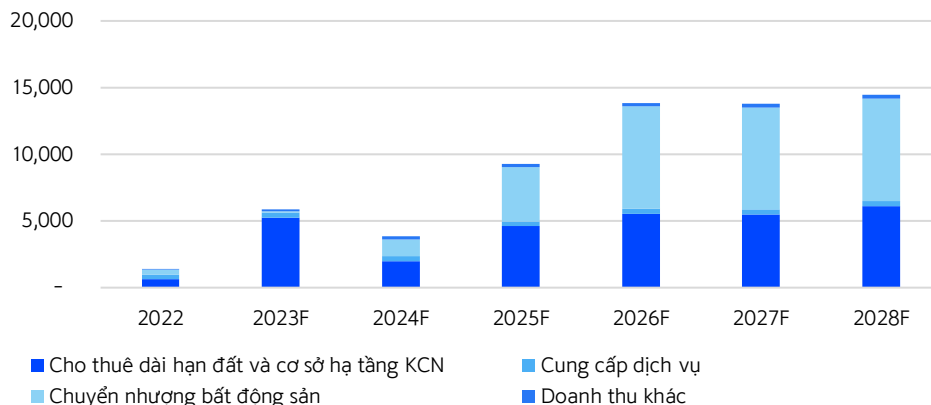
#### Dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng Kinh Bắc 2022 – 2028F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi dự kiến doanh thu thuần Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc đạt khoảng VND 3,873 tỷ (-33% YoY) trong năm 2024 và VND 9,285 tỷ (+140% YoY) trong năm 2025. Lợi nhuận sau thuế năm 2024 dự kiến đạt VND 1,513 tỷ đồng (-33% YoY) và lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt VND 3,167 tỷ (+109% YoY).

#### Cơ cấu doanh thu Kinh Bắc 2022 – 2028F (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

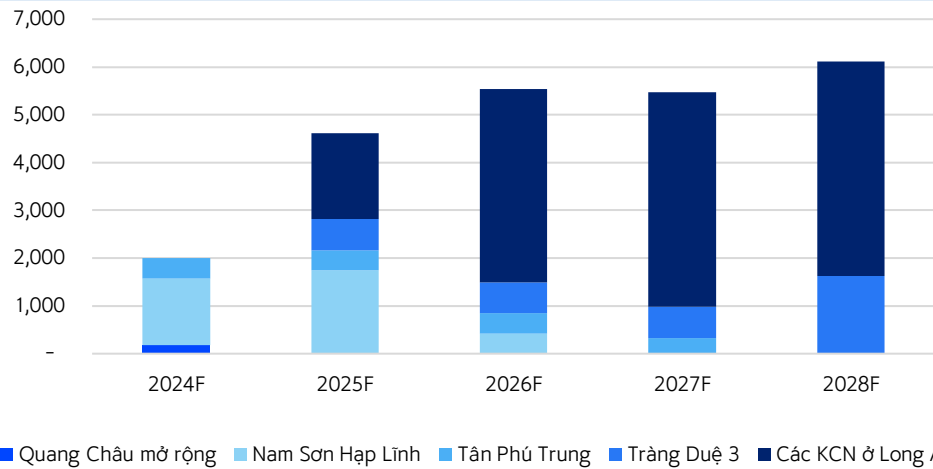
Trong đó nguồn doanh thu và lợi nhuận của KBC trong năm 2024 chủ yếu đến từ mảng cho thuê đất khu công nghiệp và chuyển nhượng dự án kinh doanh bất động sản. Trong đó chúng tôi ước tính, KBC sẽ cho thuê được khoảng 60 ha trong năm 2024, chủ yếu đến từ KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh (40 ha), KCN Quang Châu mở rộng (4.91 ha), KCN Tân Phú trung (16.9 ha). Đối với mảng chuyển nhượng bất động sản, chúng tôi kỳ vọng dự án Nhà ở xã hội Nénh sẽ đóng góp khoảng 1.6 ha.

Bước sang năm 2025, kết quả kinh doanh của Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc được kỳ vọng sẽ cải thiện nhờ công tác pháp lý của các dự án KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh và KCN Tràng Duệ 3 được hoàn thiện. Chúng tôi ước tính KBC sẽ cho thuê được khoảng 150 ha đất KCN chủ yếu đến từ KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh, KCN Tràng Duệ 3, và các KCN tại Long An.

Chúng tôi kỳ vọng KBC có thể bắt đầu ghi nhận dự án KĐT Tràng Cát trong năm 2025, qua đó gia tăng nguồn thu từ mảng chuyển nhượng bất động sản.

**Doanh thu mảng KCN dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ nhờ quỹ đất KCN Tràng Duệ 3 và các KCN tại Long An**

**Dự phóng doanh thu mảng khu công nghiệp của Kinh Bắc 2023F – 2028F (tỷ đồng)**



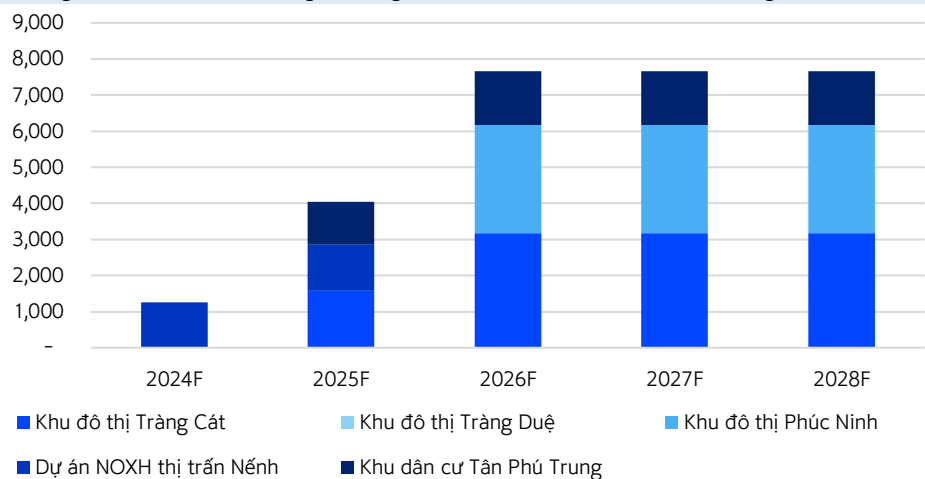
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với Quỹ đất KCN Tràng Duệ 3 với tổng diện tích đất thương phẩm đạt 456 ha và các quỹ đất tại các KCN ở Long An bao gồm: KCN Nam Tân Tập (159 ha), KCN Tân Tập (460 ha), KCN Lộc Giang (326 ha), KBC sở hữu tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ quỹ đất lớn.

Kinh Bắc cũng đang trong quá trình thực hiện các thủ tục pháp lý cần thiết để tiếp tục được phê duyệt các dự án mới tại Bắc Ninh, Thái Nguyên, Hậu Giang, Cần Thơ, Vũng Tàu... với tổng diện tích dự kiến khoảng 3,500 ha đất KCN và 650 ha đất KĐT.

**Doanh thu chuyển nhượng bất động sản tăng trưởng đột phá nhờ KĐT Tràng Cát**

**Dự phóng doanh thu chuyển nhượng bất động sản của Kinh Bắc 2023F – 2028F (tỷ đồng)**

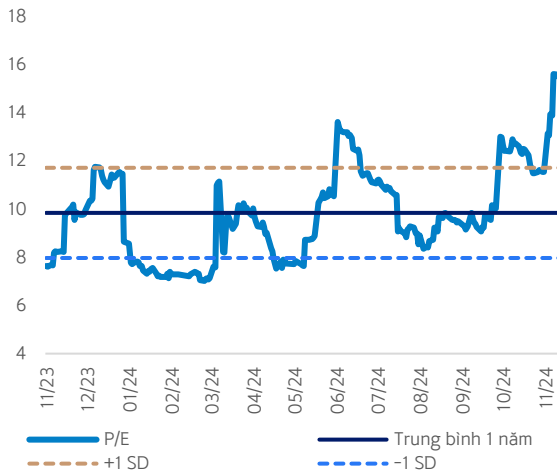


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Dự án KĐT Tràng Cát dự kiến sẽ đóng góp quan trọng vào kết quả kinh doanh của KBC kể từ năm 2025. Chúng tôi dự kiến Kinh Bắc sẽ bàn giao mỗi năm khoảng 20 – 30 ha diện tích đất dự án KĐT Tràng Cát, qua đó sẽ đóng góp khoảng 6,500 – 9,500 tỷ đồng doanh thu và 2,300 – 4,700 tỷ đồng lợi nhuận cho Kinh Bắc. Mặc khác KĐT Phúc Ninh cũng đang trong quá trình hoàn thiện, chúng tôi dự kiến KĐT Phúc Ninh sẽ đóng góp vào doanh thu của KBC kể từ năm 2026.

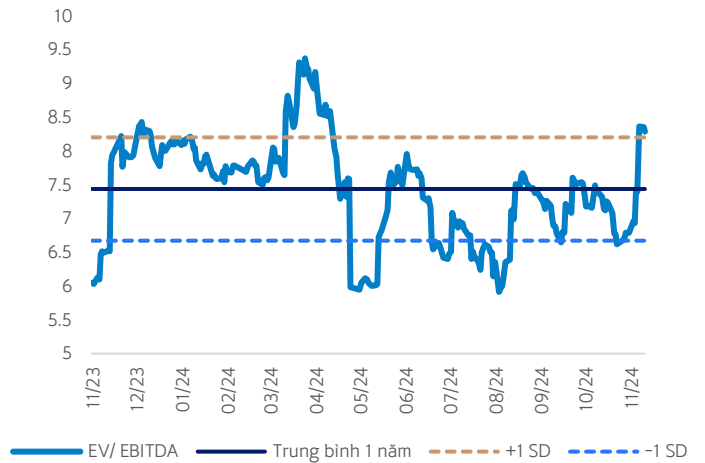


P/E 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA 1 năm qua

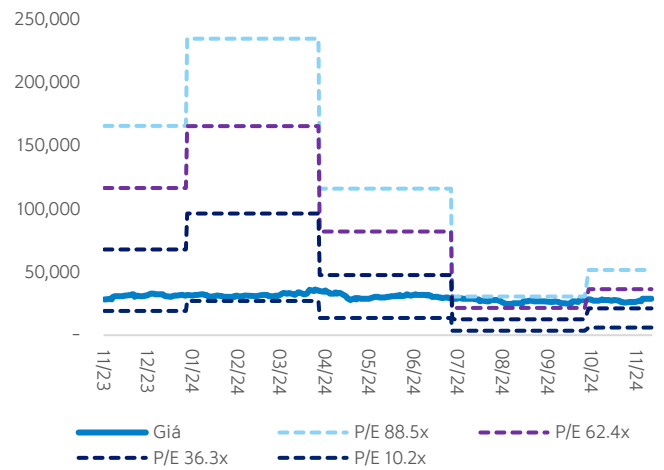


P/B 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/E



Giá với các mức P/B

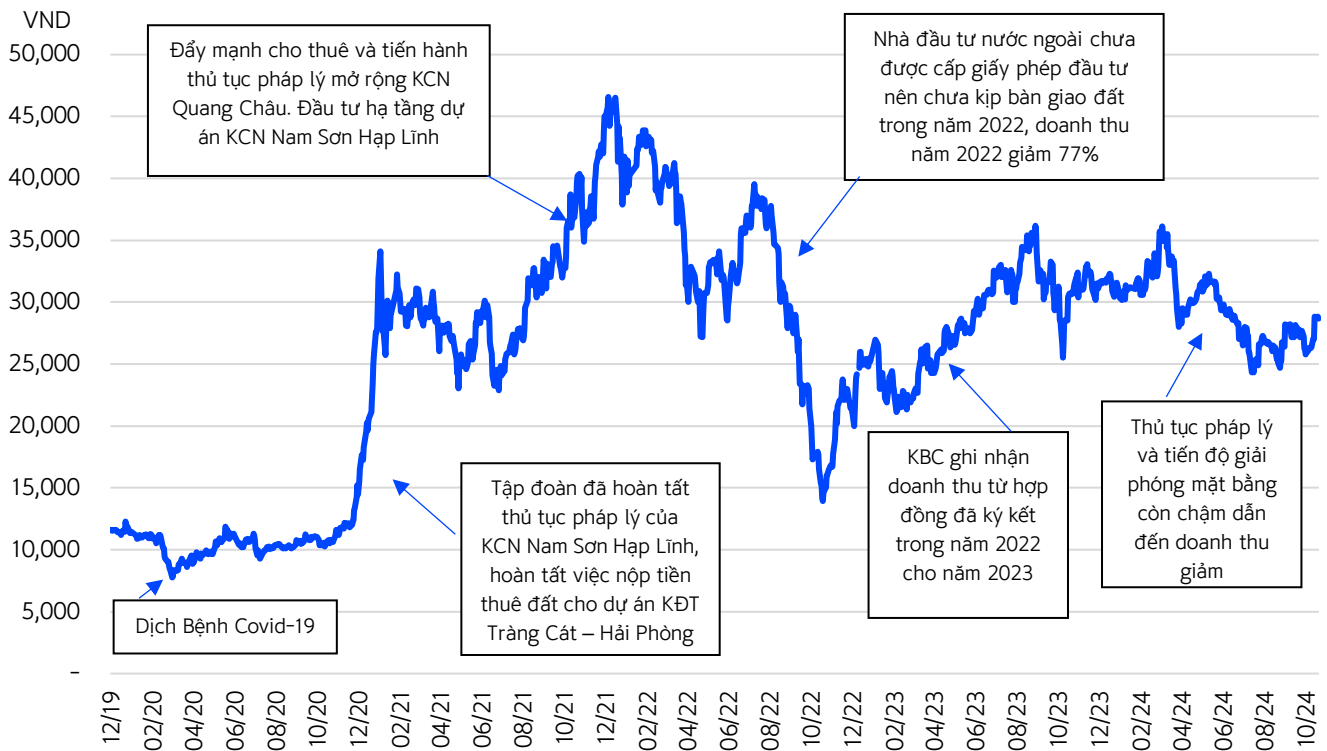


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

ROE và đường trung bình



Những sự kiện quan trọng của KBC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Phụ lục: Báo cáo tài chính**

**Bảng cân đối kế toán**

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>33,434</b>	<b>43,075</b>	<b>53,793</b>	<b>63,422</b>	<b>73,033</b>
Tài sản ngắn hạn	25,029	34,454	44,988	54,426	63,834
Tiền và tương đương tiền	841	7,945	12,711	17,470	21,388
Đầu tư TC ngắn hạn	1,864	1,864	1,864	1,864	1,864
Các khoản phải thu	10,105	11,204	15,628	18,829	22,692
Hàng tồn kho	12,219	13,441	14,785	16,263	17,889
Tài sản dài hạn	8,405	8,621	8,805	8,996	9,199
Tài sản cố định	449	516	530	536	535
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-
Tài sản khác	7,956	8,105	8,276	8,460	8,665
<b>Tổng nợ</b>	<b>13,213</b>	<b>21,870</b>	<b>30,107</b>	<b>35,128</b>	<b>40,210</b>
Nợ ngắn hạn	6,579	7,159	12,406	15,432	18,324
Khoản phải trả	436	477	920	1,008	964
Vay và nợ thuê tài chính	337	725	5,367	8,137	10,895
Khác	5,805	5,958	6,119	6,287	6,464
Nợ dài hạn	6,635	14,711	17,701	19,696	21,886
Vay và nợ thuê tài chính	3,322	5,259	7,116	7,808	8,498
Khác	3,313	9,452	10,585	11,888	13,389
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>20,221</b>	<b>21,205</b>	<b>23,686</b>	<b>28,294</b>	<b>32,823</b>
Vốn góp chủ sở hữu	7,676	7,676	7,676	7,676	7,676
Thặng dư vốn	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
Lợi nhuận giữ lại	7,754	8,739	11,219	15,828	20,356
Vốn khác	2	2	2	2	2
Lợi ích CĐ không kiểm soát	2,045	2,045	2,045	2,045	2,045
*Tổng nợ	3,659	5,983	12,483	15,945	19,393
*Nợ ròng (tiền)	2,818	(1,962)	(228)	(1,525)	(1,995)

**Lưu chuyển tiền tệ**

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>3,002</b>	<b>5,304</b>	<b>(1,254)</b>	<b>1,778</b>	<b>950</b>
Lợi nhuận ròng	2,891	1,860	3,895	6,787	6,679
Khấu hao TSCĐ	133	73	83	90	98
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(415)	-	-	-	-
Lãi vay	108	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	416	3,992	(4,027)	(3,081)	(3,768)
Thay đổi khác	(130)	(477)	(903)	(1,492)	(1,541)
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>153</b>	<b>(140)</b>	<b>(97)</b>	<b>(97)</b>	<b>(97)</b>
Chi dùng vốn	(1,251)	(140)	(97)	(97)	(97)
Tiền thu do thanh lý, nhượng bán TSCĐ	-	-	-	-	-
Thay đổi khác	1,404	-	-	-	-
<b>Tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>(3,997)</b>	<b>1,940</b>	<b>6,116</b>	<b>3,078</b>	<b>3,065</b>
Thay đổi vốn cổ phần	130	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(3,997)	2,324	6,500	3,462	3,448
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(130)	(384)	(384)	(384)	(384)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>(842)</b>	<b>7,104</b>	<b>4,765</b>	<b>4,759</b>	<b>3,918</b>
Tổng tiền đầu năm	1,683	841	7,945	12,711	17,470
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	841	7,945	12,711	17,470	21,388

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Kết quả hoạt động kinh doanh**

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5,859</b>	<b>3,873</b>	<b>9,285</b>	<b>13,846</b>	<b>13,794</b>
Tăng trưởng (%)	319%	-34%	140%	49%	0%
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(1,923)</b>	<b>(2,062)</b>	<b>(3,980)</b>	<b>(4,360)</b>	<b>(4,171)</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,695</b>	<b>1,811</b>	<b>5,305</b>	<b>9,486</b>	<b>9,622</b>
Biên lợi nhuận gộp (%)	63%	47%	57%	69%	70%
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>(813)</b>	<b>(708)</b>	<b>(1,698)</b>	<b>(2,533)</b>	<b>(2,523)</b>
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>2,883</b>	<b>1,102</b>	<b>3,607</b>	<b>6,953</b>	<b>7,099</b>
Tăng trưởng (%)	-1278%	-62%	227%	93%	2%
Biên LN từ HĐKD (%)	49%	28%	39%	50%	51%
<b>LN khác</b>	<b>9</b>	<b>758</b>	<b>288</b>	<b>(166)</b>	<b>(420)</b>
Thu nhập tài chính	426	465	254	130	94
Chi phí tài chính	(426)	(343)	(581)	(894)	(1,111)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(380)	(343)	(581)	(894)	(1,111)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	9	636	615	598	598
<b>LNTT</b>	<b>2,891</b>	<b>1,860</b>	<b>3,895</b>	<b>6,787</b>	<b>6,679</b>
Thuế TNDN	(646)	(348)	(728)	(1,269)	(1,248)
<b>LNST</b>	<b>2,245</b>	<b>1,513</b>	<b>3,167</b>	<b>5,519</b>	<b>5,431</b>
Tăng trưởng (%)	42%	-33%	109%	74%	-2%
Biên lợi nhuận ròng (%)	38%	39%	34%	40%	39%
LNST cổ đông công ty mẹ	2,031	1,368	2,865	4,992	4,912
Lợi ích CĐTS	214	144	302	527	518
<b>LN trước thuế và lãi vay</b>	<b>3,271</b>	<b>2,203</b>	<b>4,476</b>	<b>7,681</b>	<b>7,791</b>
Tăng trưởng (%)	47%	-33%	103%	72%	1%
Biên LN (%)	56%	57%	48%	55%	56%
<b>LN trước thuế, lãi vay và khấu hao</b>	<b>3,403</b>	<b>2,276</b>	<b>4,558</b>	<b>7,772</b>	<b>7,888</b>
Tăng trưởng (%)	48%	-33%	100%	70%	2%
Biên LN (%)	58%	59%	49%	56%	57%

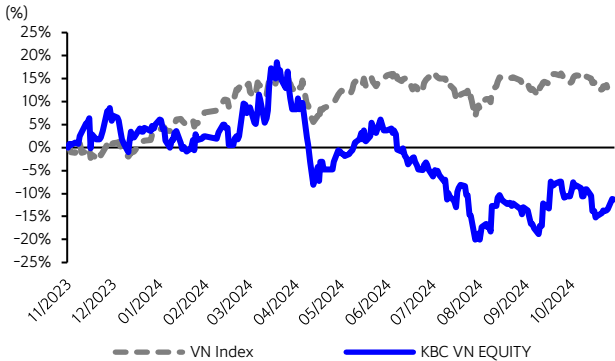
**Chỉ số tài chính**

Năm	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
EPS (đồng)	2,646	1,783	3,732	6,503	6,400
BPS (đồng)	23,683	24,961	28,193	34,196	40,096
DPS (đồng)	170	500	500	500	500
PER (x)	10.72	15.34	7.33	4.21	4.27
PBR (x)	1.04	1.10	0.97	0.80	0.68
EV/EBITDA (x)	11.46	6.17	9.22	4.61	2.70
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	1%	2%	2%	1%	1%
Lãi cổ tức (%)	1%	2%	2%	2%	2%
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên EBITDA (%)	58%	59%	49%	56%	57%
Biên LN từ HĐKD (%)	49%	28%	39%	50%	51%
Biên LNST (%)	38%	39%	34%	40%	39%
ROA (%)	7%	4%	7%	9%	8%
ROE (%)	12%	7%	14%	21%	18%
<b>Khả năng tài chính</b>					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	18%	28%	53%	56%	59%
Nợ vay ròng/EBITDA (%)	83%	-86%	-5%	-20%	-25%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	13%	111%	102%	113%	117%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	8.61	6.43	7.71	8.59	7.01
<b>Hiệu quả hoạt động (%)</b>					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	765	1,209	555	409	452
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	640	956	501	431	520
Số ngày khoản phải thu (ngày)	84	81	64	81	86

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

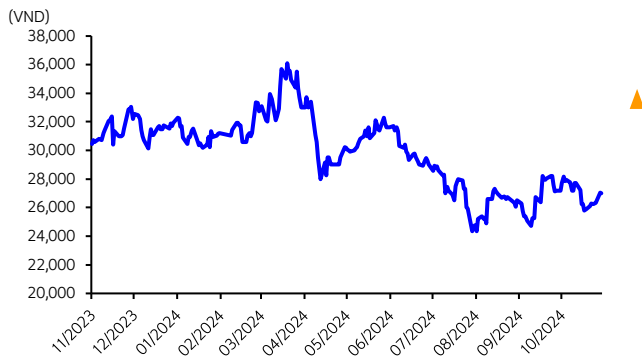
## Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

### Biến động giá cổ phiếu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
29/12/2023 (BC lần đầu)	MUA	42,400	50	16/114
11/03/2024 (BC cập nhật)	MUA	42,400	48	16/103
26/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	34,600	14	-5/43

### Giá mục tiêu (VNĐ)



Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

### Shinhan Securities Vietnam

#### Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

#### Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

## Compliance & Disclosure Notice

### Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Tien Le

### Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: KBC VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

### Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



## Shinhan Investment Network

### SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd  
Shinhan Investment Tower  
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.  
1325 Avenue of the Americas Suite 702,  
New York, NY 10019  
Tel : (1-212) 397-4000  
Fax : (1-212) 397-0032

### Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.  
Unit 7705 A, Level 77  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon, Hong Kong  
Tel : (852) 3713-5333  
Fax : (852) 3713-5300

### Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia  
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.  
22-23, Jakarta, Indonesia  
Tel : (62-21) 5140-1133  
Fax : (62-21) 5140-1599

### Shanghai

Shinhan Investment Corp.  
Shanghai Representative Office  
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,  
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China  
Tel : (86-21) 6888-9135/6  
Fax : (86-21) 6888-9139

### Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang,  
Thu Thiem Ward, Thu Duc City, HCM City, Vietnam  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

### Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
Hanoi Branch  
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,  
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000