

# TCT phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) Kì vọng phục hồi nửa cuối năm

14/06/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
[anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

1Q2024, KBC ghi nhận doanh thu 152 tỷ VND (-93% yoy), LNST lỗ 77 tỷ VND sau 4 quý lãi liên tiếp

1Q2024, KBC đạt doanh thu 152 tỷ VND, giảm mạnh 93% so với cùng kỳ năm trước do không bàn giao được đất KCN cho thuê, chỉ hoàn thành được 2% doanh thu kế hoạch 2024. LNST ghi nhận lỗ 77 tỷ VND (-107% yoy).

Dự kiến năm 2024 KBC sẽ bàn giao cho thuê được 111 ha đất KCN

Chúng tôi dự kiến KBC có thể ghi nhận doanh thu cho thuê mới cho 111 ha đất KCN trong 2024, bao gồm 16 ha KCN Quang Châu, 30 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 25 ha KCN Tân Phú Trung, 30 ha KCN Tràng Duệ 3 và 10 ha CCN Hưng Yên với kì vọng Tràng Duệ 3 và CCN Hưng Yên bắt đầu cho thuê trong nửa cuối năm nay.

KBC đang đề xuất triển khai thêm 2 KCN tại Cần Thơ, bổ sung vào quỹ đất gối đầu của doanh nghiệp trong nhiều năm sắp tới

Đầu tháng 6/2024, KBC đã làm việc với ban lãnh đạo tỉnh Cần Thơ về đề xuất đầu tư KCN Ô Môn và Cờ Đỏ với tổng quy mô lên đến 1,320 ha, cùng với các dự án đang được KBC triển khai trên cả nước sẽ đảm bảo được quỹ đất KCN cho doanh nghiệp trong dài hạn.

KBC có kế hoạch phát hành 250 triệu cổ phiếu riêng lẻ, nâng vốn điều lệ lên 10,176 tỷ VND

KBC trình ĐHCĐ diễn ra vào tháng 6 này kế hoạch phát hành 250 triệu cổ phiếu riêng lẻ. Nếu phát hành thành công, vốn điều lệ sẽ tăng từ 7,676 tỷ VND lên 10,176 tỷ VND. Số tiền thu được từ đợt chào bán sẽ được dùng để tái cơ cấu nợ vay, tăng vốn góp vào công ty con, công ty liên kết.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 42,000 VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KBC, mức giá mục tiêu là 42,000 VND/cổ phiếu, cao hơn 38.6% so với mức giá đóng cửa 30,300 VND ngày 14/06/2024.

## Mua duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 42,000</b>
Tăng/giảm (%)	38.6%
Giá hiện tại (14/06/2024)	VND 30,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 38,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	23.3/0.9

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	251.6/10.0
Sở hữu nước ngoài (%)	21.2%
Cổ đông lớn	Ông Đặng Thành Tâm - Chủ tịch HĐQT (18.1%)

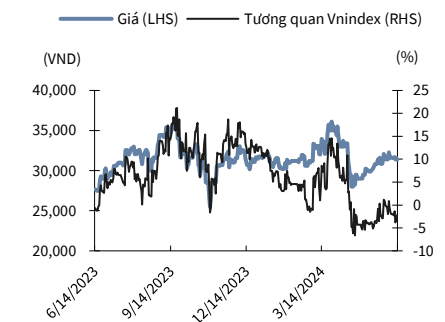
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	4.0	-7.7	1.1	13.2
Tương đối	-0.7	-10.6	-16.1	-3.3

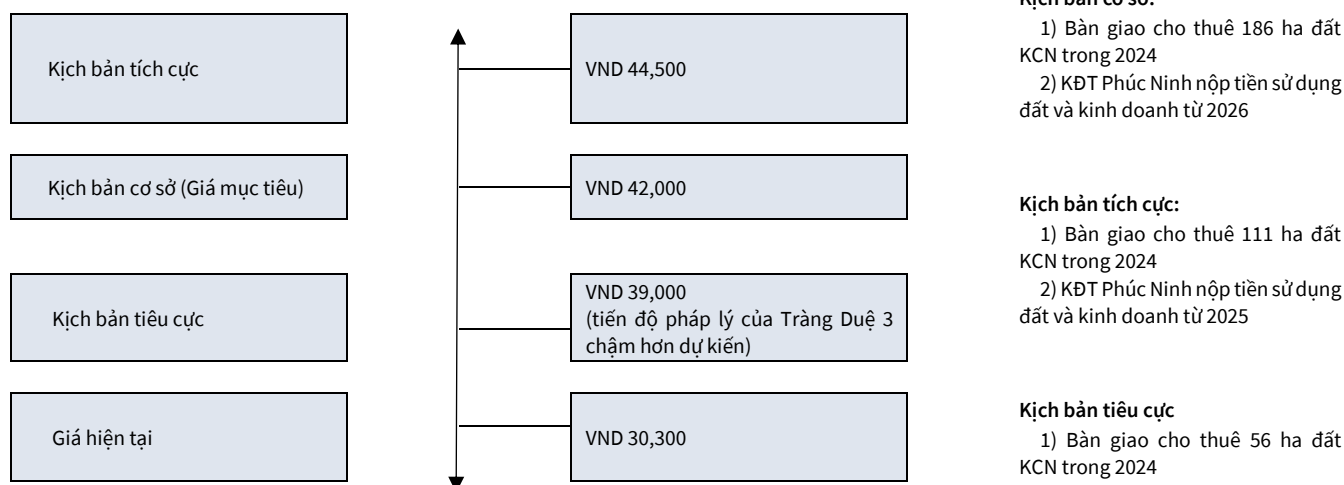
### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	950	5,645	4,967	6,446
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,577	2,218	1,949	1,804
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,526	1,996	1,754	1,623
EPS (VND)	1,993	2,600	2,285	2,114
Tăng trưởng EPS (%)	20%	30%	-12%	-7%
P/E (x)	15	12	13	14
P/B (x)	1.0	1.2	1.1	1.0
ROE (%)	9%	11%	9%	8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



## Quan điểm định giá



## Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	4,852	7,192	4,967	6,446	2.4	(10.4)
EBIT	2,528	2,506	2,662	2,411	5.3	(3.8)
LNST công ty mẹ	1,440	1,643	1,754	1,623	21.8	(1.3)

Nguồn: KBSV ước tính

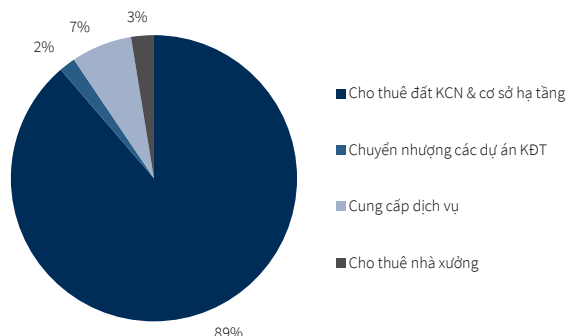
## Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	4,967	6,446	5,034	8,015	(1.3)	(19.6)
EBIT	2,662	2,411	2,038	3,381	30.6	(28.7)
LNST công ty mẹ	1,754	1,623	1,396	2,232	25.6	(27.3)

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Cơ cấu doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

Thành lập từ 2002, đến nay KBC đã trở thành doanh nghiệp hàng đầu trong đầu tư phát triển Bất động sản Khu công nghiệp.

Hiện quỹ đất KCN KBC đang sở hữu là 6,611 ha, chiếm 5.1% quỹ đất KCN của cả nước. Hơn 90% khách hàng tại các KCN công nghệ cao của KBC là các doanh nghiệp nước ngoài lớn đến từ Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc, Hồng Kông, ... như Canon, Foxconn, LG, Ingrasys, ...

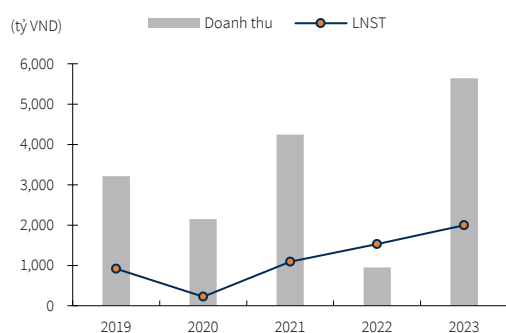
## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>2,223</b>	<b>152</b>	<b>-93%</b>	Hoàn thành 2% doanh thu kế hoạch 2024 (9,000 tỷ VNĐ)
- Cho thuê đất KCN & CSHT	2,068	0	-100%	1Q2024 KBC không ghi nhận doanh thu cho thuê đất mới, trong khi 1Q2023 công ty đã ký cho thuê được 63 ha.
-Chuyển nhượng dự án KĐT	21	15	-30%	
-Cung cấp dịch vụ	97	93	-4%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,551</b>	<b>74</b>	<b>-95%</b>	
Biên lợi nhuận gộp	70%	49%	-21 pts	Giảm mạnh do mảng có biên gộp cao nhất là cho thuê đất KCN không ghi nhận doanh thu trong kỳ.
Thu nhập tài chính	155	68	-56%	1Q2023 ghi nhận 109 tỷ lãi từ chuyển nhượng cổ phần của Công ty TNHH Đầu tư Kinh Bắc - Đà Nẵng.
Chi phí tài chính	-132	-54	-59%	Chi phí lãi vay giảm 44 tỷ nhờ tái cơ cấu nợ vay.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-4	-7	50%	
SG&A	-255	-114	-55%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1,315</b>	<b>-33</b>	<b>-103%</b>	
Lợi nhuận trước thuế	1,314	-36	-103%	
Lợi nhuận sau thuế	1,056	-77	-107%	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>941</b>	<b>-86</b>	<b>-109%</b>	
Biên LNST	42%	-56%	-98 pts	

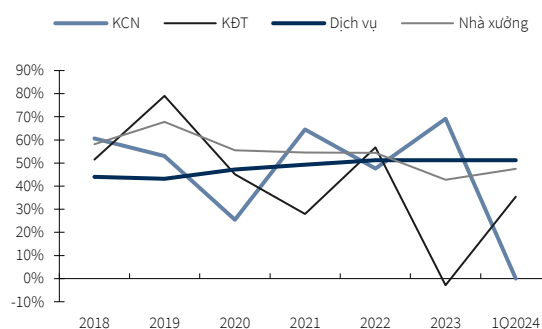
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Doanh thu – lợi nhuận KBC 2019 - 2023**



Nguồn: KBC

**Biểu đồ 3. Biên gộp các mảng kinh doanh chính của KBC**



Nguồn: KBC

## Dự kiến năm 2024 KBC sẽ bàn giao cho thuê được 111 ha đất KCN

Chúng tôi dự kiến KBC có thể ghi nhận doanh thu cho thuê mới cho 111 ha đất KCN trong 2024 với kì vọng Trảng Duệ 3 và CCN Hưng Yên bắt đầu cho thuê trong nửa cuối năm nay.

- Hiện KBC còn gần 30 ha đất KCN đã ký MOU trong 2023 nhưng chưa thể bàn giao, bao gồm 10 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 16 ha tại KCN Quang Châu MR và hơn 3 ha tại KCN Tân Phú Trung, dự kiến sẽ bàn giao nốt trong năm nay.
- Ngoài ra, KBC vẫn còn hơn 150 ha đất sẵn sàng cho thuê tại 2 KCN Tân Phú Trung và Nam Sơn Hạp Lĩnh. Ngoài 30 ha đã ký MOU, chúng tôi kì vọng KBC sẽ ghi nhận cho thuê mới thêm 41 ha tại các KCN này. Trảng Duệ 3 và CCN Hưng Yên dự kiến ghi nhận doanh thu cho thuê lần lượt cho 30 ha và 10 ha đất trong năm nay.

## KBC đang đề xuất triển khai thêm 2 KCN tại Cần Thơ, bổ sung vào quỹ đất gối đầu cho KBC trong nhiều năm sắp tới

Đầu tháng 6/2024, KBC đã làm việc với ban lãnh đạo tỉnh Cần Thơ về đề xuất đầu tư KCN Ô Môn và Cờ Đỏ trên địa bàn thành phố với tổng mức đầu tư lần lượt là 4,200 tỷ VND và 12,800 tỷ VND. Tổng quy mô 2 KCN tại Cần Thơ lên đến 1,320 ha, cùng với các dự án đang được KBC triển khai thủ tục pháp lý tại Bắc Ninh, Hải Phòng, Thái Nguyên, Tiền Giang, Hậu Giang, Vũng Tàu sẽ đảm bảo được quỹ đất KCN cho doanh nghiệp trong dài hạn, sẵn sàng đáp ứng nhu cầu dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam đang có xu hướng tăng lên như hiện nay.

## 1Q2024 KBC ghi nhận khoản tiền cọc lên đến 5,650 tỷ VND, bổ sung tiền mặt cho các dự án đang triển khai của công ty

1Q2024, KBC đã nhận khoản đặt cọc 5,650 tỷ VND từ CTCP Du lịch Sài Gòn – Hàm Tân để đảm bảo việc thực hiện hợp đồng môi giới tại Dự án KĐT Trảng Cát, thời điểm hoàn trả khoản cọc là tháng 9/2025. Khoản tiền này kì vọng sẽ được dùng để chi trả tiền sử dụng đất, chi phí GPMB, san lấp và xây dựng hạ tầng tại một loạt các dự án lớn KBC đang triển khai đồng loạt hiện nay, góp phần đẩy nhanh tiến độ các dự án chưa hoàn thành khi mà quỹ đất sẵn sàng cho thuê của KBC đang giảm dần.

Vị trí: nằm cạnh cao tốc 18B, giao thông với cảng nước sâu Cái Lân, cảng Hải Phòng, sân bay Nội Bài và biên giới Việt Trung thuận tiện.

Tổng diện tích Nam Sơn Hạp Lĩnh 300ha, diện tích đất thương phẩm 204.1 ha. Đã cho thuê 71.9 ha trong 2023, tỷ lệ lấp đầy hiện đang ở mức 49.9%.

Nam Sơn Hạp Lĩnh còn hơn 10 ha đất đã kí MOU nhưng chưa bàn giao được trong 2023 do vướng mắc chi tiêu sử dụng đất của tỉnh. Tiến độ cho thuê sẽ được đẩy mạnh khi mà chi tiêu sử dụng đất cho phần diện tích còn lại (102.76 ha) đã được tỉnh Bắc Ninh phê duyệt vào cuối tháng 12/2023.

Ảnh 4. KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh



Nguồn: Báo cáo công ty



### Ảnh 5. KCN Trảng Duệ 3

KCN Trảng Duệ do SHP – công ty con của KBC – làm chủ đầu tư, quy mô 1,088 ha với 3 giai đoạn:

- GD1 & GD2 (401 ha) đã được lấp đầy 100%, tổng số vốn thu hút đầu tư FDI 9.6 tỷ USD, trong đó 8.2 tỷ USD là vốn đầu tư từ các dự án thuộc Tập đoàn LG.

- KCN Trảng Duệ 3 thuộc khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải với quy mô 687 ha, tập trung thu hút ngành nghề điện tử, công nghệ cao. Tháng 11/2023 Trảng Duệ 3 đã được duyệt quy hoạch 1/2000.

Hiện Trảng Duệ 3 đã chuẩn bị sẵn sàng hơn 200 ha đất hoàn thành GPMB, có thể cho thuê ngay khi được phê duyệt (tính đến nay đã kí MOU cho hơn 100 ha). Dự án đang chờ phê duyệt chấp thuận Chủ trương đầu tư, dự kiến đưa vào kinh doanh cuối 2024 – 2025.



Nguồn: KBC

### Ảnh 6. Phối cảnh KĐT Trảng Cát

Dự án KĐT Trảng Cát có tổng diện tích 584.9 ha, đã nhận bàn giao đất, đền bù và nộp tiền sử dụng đất cho toàn bộ dự án. Đến nay, dự án đã hoàn thành san lấp khoảng 120 ha.

Cuối 2023, dự án đã được phê duyệt đồ án Điều chỉnh Quy hoạch 1/500, diện tích đất thương phẩm mới là 282.14 ha.

Trong 2023 KBC đã tăng vốn điều lệ của Trảng Cát từ 6,630 tỷ VND lên 12,681 tỷ VND. Sau khi xác định và hoàn thành nộp tiền sử dụng đất cho diện tích đất tăng thêm, cũng như được chấp thuận chủ trương đầu tư sửa đổi, KĐT Trảng Cát dự kiến có thể mở bán từ cuối 2025, ghi nhận doanh số trung bình 30-50 ha/năm.



Nguồn: Báo cáo công ty

**Bảng 7. Thông tin các dự án KCN chính của KBC**

Dự án	Vị trí	Diện tích thương phẩm	Tỷ lệ lắp đầy	Giá cho thuê ước tính (USD/m2/chu kỳ thuê)	Ghi chú
<b>Dự án đang quản lý và mở bán</b>					
Quế Võ 1	Nam Sơn, Quế Võ, Bắc Ninh	192	100%	75	
Quế Võ 2	Nam Sơn, Quế Võ, Bắc Ninh	171	100%	90	
Tràng Duệ 1	An Dương, Hải Phòng	129	100%	80	
Tràng Duệ 2	An Dương, Hải Phòng	133	100%	85	
Quang Châu	Việt Yên, Bắc Giang	306.9	96%	130	
Quang Châu mở rộng	Việt Yên, Bắc Giang	67	80%	130	Còn 16 ha đất còn lại đã kí MOU
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Đại Đồng, Tiên Du, Bắc Ninh	204	50%	140	Còn 60ha chưa đền bù
Tân Phú Trung	Tân Phú Trung, HCM	314	78%	180	
<b>KCN đang chuẩn bị thủ tục mở bán/ chờ phê duyệt chủ trương</b>					
Cụm KCN Long An	Long An	110.6	0%	120	Đang thực hiện đền bù và GPMB, chưa được phê duyệt Chủ trương đầu tư
- Phước Vĩnh Đông 2	Phước Vĩnh Đông, Long An	32.4			
- Cụm công nghiệp Tân Tập	Tân Tập, Long An	46.3			
- Phước Vĩnh Đông 4	Phước Vĩnh Đông, Long An	31.9			
Cụm KCN Hưng Yên	Hưng Yên	245	0%	145	3 trong 5 KCN đã nhận phê duyệt, đang tiến hành đền bù và GPMB, đã được ngân hàng tài trợ vốn. Giá cho thuê dự kiến 145 USD/m2/chu kỳ thuê
KCN Long An	Long An		0%		
- Lộc Giang		327		125	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư từ tháng 4/2022
- Nam Tân Tập		159			
- Tân Tập		461		125	
Tràng Duệ 3	An Dương, Hải Phòng	456	0%	150	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000, chờ phê duyệt Chủ trương đầu tư. Đã hoàn tất GPMB 200 ha đất.

Nguồn: KBC, KBSV

### **KBC có kế hoạch phát hành 250 triệu cổ phiếu riêng lẻ, nâng vốn điều lệ lên 10,176 tỷ VND**

KBC trình ĐHCĐ diễn ra vào tháng 6 này kế hoạch phát hành 250 triệu cổ phiếu riêng lẻ, giá chào bán được ủy quyền cho HĐQT quyết định. Nếu phát hành thành công, vốn điều lệ sẽ tăng từ 7,676 tỷ VND lên 10,176 tỷ VND. Số tiền thu được từ đợt chào bán sẽ được dùng để tái cơ cấu nợ vay, tăng vốn góp vào công ty con, công ty liên kết.

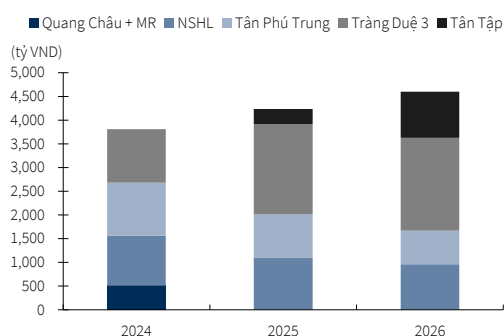
## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Bảng 8. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>5,645</b>	<b>4,967</b>	<b>-12%</b>	<b>6,446</b>	<b>30%</b>	Hoàn thành 55% doanh thu kế hoạch 2024 (9,000 tỷ VNĐ).
- Cho thuê đất KCN & CSHT	5,247	4,160	-21%	4,947	19%	Dự phóng 2024 KBC ghi nhận doanh thu cho thuê 111 ha đất KCN. 2025 doanh số cho thuê đất KCN đạt 130 ha.
- Chuyển nhượng dự án KĐT	105	225	114%	860	282%	2024 KBC bàn giao 1 ha đất tại KĐT Trảng Duệ. KĐT Trảng Cát bắt đầu mở bán được từ 2025.
- Cung cấp dịch vụ	388	430	11%	479	11%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,686</b>	<b>3,179</b>	<b>-14%</b>	<b>3,024</b>	<b>-5%</b>	
Biên lợi nhuận gộp	65%	64%	-1 ppt	47%	-17 ppts	Biên gộp 2024 giảm do diện tích đất KCN bàn giao trong năm giảm so với 2023.
Thu nhập tài chính	454	265	-42%	263	-1%	
Chi phí tài chính	-450	-377	-16%	-297	-21%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-11.24	15.00	-233%	15.00	0%	
SG&A	-825	-808	-2%	-902	12%	
<b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>2,854</b>	<b>2,274</b>	<b>-20%</b>	<b>2,103</b>	<b>-8%</b>	
Lợi nhuận trước thuế	2,865	2,285	-20%	2,114	-7%	
Lợi nhuận sau thuế	2,218	1,949	-12%	1,804	-7%	Hoàn thành 49% LNST kế hoạch 2024 (4,000 tỷ VNĐ).
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>1,996</b>	<b>1,754</b>	<b>-12%</b>	<b>1,623</b>	<b>-7%</b>	
Biên LNST	35%	35%	0	25%	-10 ppts	

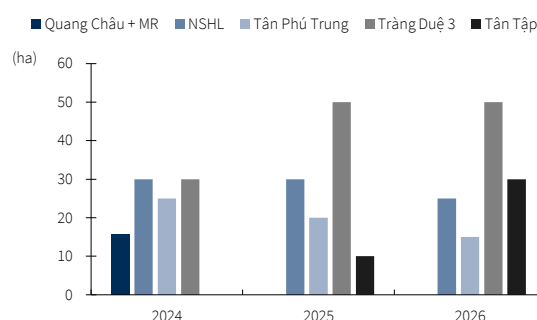
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 9. Cơ cấu doanh thu dự phóng cho thuê KCN



Nguồn: KBC, KBSV

Biểu đồ 10. Dự phóng doanh số cho thuê đất KCN 2023 - 2025



Nguồn: KBC

### Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 42,000 VND/cổ phiếu

- Chúng tôi duy trì nhận định tích cực với cổ phiếu KBC do (1) các KCN Quang Châu, Tân Phú Trung, NSHL với tổng diện tích sẵn sàng cho thuê hơn 180 ha vẫn đang thu hút nhiều nhà đầu tư lớn thuê mới, (2) KCN Trảng Duệ 3 kì vọng đem lại doanh thu từ 2024, lấp đầy nhanh chóng do cầu KCN tại Hải Phòng vẫn cao, LG đã sẵn sàng kí kết thuê ngay khi có thể, (3) các dự án mới của KBC liên tục được triển khai, đảm bảo đà tăng trưởng trong trung và dài hạn của KBC.
- Về các dự án KĐT: do tiến độ pháp lý của KĐT Phúc Ninh vẫn đang gặp nhiều khó khăn khó khăn, KĐT Trảng Cát vẫn còn vướng mắc thủ tục

pháp lý, chúng tôi dự kiến thời gian Phúc Ninh có thể ghi nhận doanh thu sau khi xác định được tiền sử dụng đất vào 2026, KĐT Tràng Cát bắt đầu ghi nhận doanh thu từ cuối 2025.

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KBC, mức giá mục tiêu là 42,000 VND/cổ phiếu, cao hơn 38.6% so với mức giá đóng cửa 30,300 VND ngày 14/06/2024.

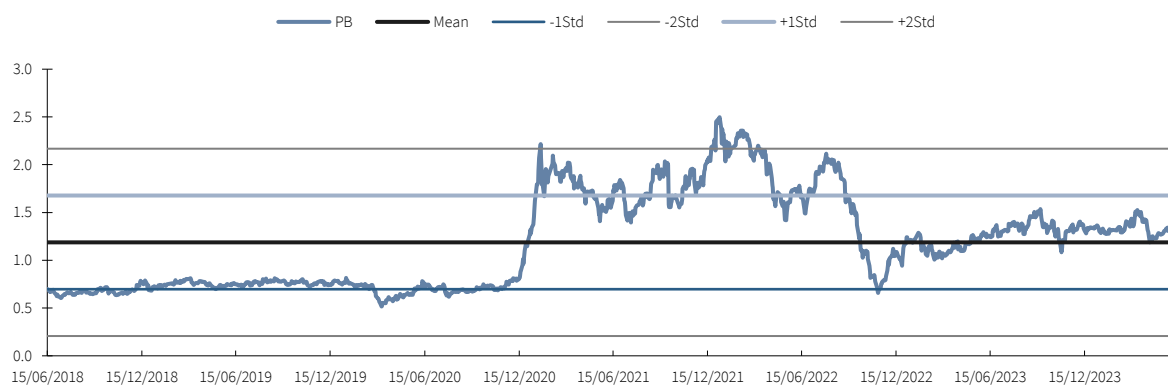
**Bảng 11. Định giá cổ phiếu KBC**

(tỷ VND)

Định giá	Phương pháp	TLSH	Project NPV	Giá trị cho KBC (tỷ VND)
<b>Khu công nghiệp</b>				<b>15,902</b>
- Quang Châu & Quang Châu mở rộng	DCF	88%	1,330	1,171
- Nam Sơn Hạp Lĩnh	DCF	100%	2,206	2,206
- Tràng Duệ 3	DCF	87%	6,187	5,354
- Tân Phú Trung	DCF	72%	1,817	1,316
- Cụm CN Long An	DCF	83%	820	679
- Cụm CN Hưng Yên	DCF	69%	2,754	1,892
- Các KCN Long An	DCF	66%	4,978	3,283
<b>Khu đô thị</b>				<b>19,280</b>
- Phúc Ninh	DCF	100%	2,021	2,021
- Tràng Duệ	DCF	87%	518	449
- Tràng Cát	DCF	100%	16,140	16,140
- Nhà ở xã hội TT Nếnh	DCF	74%	911	670
<b>Khác</b>				<b>674</b>
<b>Giá trị hàng tồn kho định giá lại</b>				<b>35,856</b>
(+) Tiền và tương đương tiền				580
(-) Vay nợ ròng				4,003
<b>RNAV</b>				<b>32,433</b>
SLCP đang lưu hành				767,604,759
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>				<b>42,000</b>
Giá hiện tại (14/06/2024) (VND)				30,300
Tổng mức sinh lời				38.6%

Nguồn: KBC, KBSV

**Biểu đồ 12. Dữ liệu giao dịch P/B lịch sử 5 năm**



Nguồn: Bloomberg, KBSV



**Báo cáo Kết quả HĐKD**

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	950	5,645	4,967	6,446
Giá vốn hàng bán	685	1,958	1,788	3,422
Lãi gộp	266	3,686	3,179	3,024
Thu nhập tài chính	340	454	364	416
Chi phí tài chính	595	450	195	198
Trong đó: Chi phí lãi vay	523	407	195	198
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	2,187	-11	15	15
Chi phí bán hàng	46	354	312	258
Chi phí quản lý doanh nghiệp	464	471	497	645
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,686	2,854	2,555	2,354
Thu nhập khác	21	22	0	0
Chi phí khác	11	11	0	0
Thu nhập khác, ròng	10	11	11	11
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,697	2,865	2,566	2,365
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	120	647	377	347
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,577	2,218	2,189	2,018
Lợi ích của cổ đông thiểu số	50	223	220	203
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,526	1,996	1,969	1,815

**Chỉ số hoạt động**

(%)	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.0%	65.3%	64.0%	46.9%
Tỷ suất EBITDA	241.6%	60.4%	61.6%	46.3%
Tỷ suất EBIT	233.6%	58.0%	55.6%	39.8%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	178.5%	50.8%	51.7%	36.7%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	177.5%	50.6%	51.4%	36.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	165.9%	39.3%	44.1%	31.3%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	1,697	2,865	2,566	2,365
Khấu hao TSCĐ	76	135	300	420
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	2,527	447	0	0
Chi phí lãi vay	580	449	195	198
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	-140	3,066	3,061	2,984
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-1,511	-748	1,767	-2,431
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-815	119	-1,438	2,399
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,887	253	189	-484
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	24	-6	-303	944
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-1,218	2,167	6,482	-1,418
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-274	-1,319	-1,490	-1,611
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,998	-1,649	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	2,950	2,127	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-666	-69	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	244	1,174	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	221	73	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-523	338	-1,490	-1,611
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	335	130	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	1,992	851	2,500	1,500
Tiền trả các khoản đi vay	-1,466	-4,383	-3,322	-567
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-0	0	0	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	861	-3,402	-822	933
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-879	-897	4,169	-2,097
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,562	1,683	786	4,956
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,683	786	4,956	2,859

Nguồn: KBC, KBSV

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Tổng Cộng Tài Sản	34,907	33,420	38,307	37,522
Tài Sản Ngắn Hạn	27,674	25,291	28,988	27,012
Tiền và tương đương tiền	1,683	786	4,956	2,859
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,442	1,919	1,919	1,919
Các khoản phải thu	10,896	9,933	8,165	10,596
Hàng tồn kho, ròng	12,330	12,211	13,650	11,251
Tài Sản Dài Hạn	7,232	8,129	9,319	10,511
Phải thu dài hạn	821	1,195	1,195	1,195
Tài sản cố định	365	449	1,639	2,830
Tài sản dở dang dài hạn	1,170	493	493	493
Đầu tư dài hạn	4,697	4,774	4,774	4,774
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	17,061	13,226	17,191	14,388
Nợ ngắn hạn	10,684	6,579	5,946	8,186
Phải trả người bán	453	436	625	140
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	1	1	0	0
Vay ngắn hạn	3,951	337	567	893
Nợ dài hạn	6,377	6,647	11,245	6,202
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	18	27	5,677	27
Doanh thu chưa thực hiện	4	4	4	4
Vay dài hạn	3,687	3,322	2,270	2,877
Vốn Chủ Sở Hữu	17,846	20,194	21,116	23,134
Vốn góp	7,676	7,676	7,676	7,676
Thặng dư vốn cổ phần	2,744	2,744	2,744	2,744
Lãi chưa phân phối	5,646	7,719	9,908	11,926
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

**Chỉ số chính**

(x, %, VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	15.2	11.7	11.8	12.8
P/E pha loãng	15.2	11.7	11.8	12.8
P/B	1.0	1.2	1.1	1.0
P/S	18.4	4.1	4.7	3.6
P/Tangible Book	2.0	0.9	1.5	1.4
P/Cash Flow	-29	9	5	-23
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	15.2	5.5	10.532	10.8
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	15.8	5.7	11.676	12.6

**Hiệu quả quản lý**

ROE	8.8%	11.0%	10.4%	8.7%
ROA	4.5%	6.6%	5.7%	5.4%
ROIC	8.4%	12.4%	9.9%	9.4%

**Cấu trúc tài chính**

Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.39x	0.41x	1.16x	0.58x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.88x	0.96x	0.87x	1.07x
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.41x	1.92x	2.53x	1.88x
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.21	0.16	0.11	0.12
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.11	0.10	0.06	0.08
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.22	0.02	0.03	0.04
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.11	0.01	0.01	0.02
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.60	0.33	0.28	0.35
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.31	0.20	0.16	0.22
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.96	0.65	0.81	0.62
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.49	0.40	0.45	0.38

**Chỉ số hoạt động**

Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	0.1	0.6	0.6	0.6
Hệ số quay vòng HTK	0.1	0.2	0.2	0.3
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	5.0	4.1	6.1	7.3

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**  
binhnx@kbsec.com.vn

### **Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán**

**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**  
linhpp@kbsec.com.vn

### **Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng**

**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**  
nguyennd1@kbsec.com.vn

### **Bán lẻ & Hàng tiêu dùng**

**Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích**  
giangnt1@kbsec.com.vn

### **Bất động sản khu công nghiệp & Logistics**

**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**  
anhntn@kbsec.com.vn

### **Dầu khí & Hóa Chất**

**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**  
hieupm@kbsec.com.vn

**Khối phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### **Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**

**Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**  
anhtd@kbsec.com.vn

**Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích**  
uyenvt@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**  
tienss@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuannd@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Hỗ trợ**

**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**  
huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.