

Tổng CT Phát triển đô thị Kinh Bắc (KBC)

MUA +42,1%

Ngành	BDS KCN
Ngày báo cáo	13/08/2024
Giá hiện tại	25.200VND
Giá mục tiêu	35.800VND
Giá mục tiêu gần nhất	39.400VND
TL tăng	+42,1%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+42,1%

GT vốn hóa	19,1 nghìn tỷ đồng
Room KN	5,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	80,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	767,6 tr
Pha loãng	767,6 tr

	KBC	Peers*	VNI
P/E (trung)	85,5x	19,5x	14,8x
P/B (ht)	1,1x	2,0x	1,7x
ROE	1,2%	12,0%	12,3%
ROA	0,9%	3,8%	1,9%

* P/B điều chỉnh

Tổng quan công ty

Thành lập năm 2002, KBC là một chủ đầu tư phát triển KCN tại Việt Nam. KBC và các công ty liên kết sở hữu khoảng 5.700 ha đất công nghiệp. Phần lớn đất đai của KBC nằm ở các trung tâm công nghiệp tại miền Bắc. Các khách hàng chính của KBC bao gồm LG, Foxconn, Canon và GoerTek.

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Nhật Anh
Chuyên viên

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.618	3.248	8.145	10.776
% YoY	491,3%	-42,2%	150,8%	32,3%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.883	1.243	2.703	4.581
% YoY	N.M.	-56,9%	117,5%	69,5%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.031	972	2.030	3.223
% YoY	33,0%	-52,1%	108,8%	58,8%
EPS % YoY	33,0%	-52,1%	108,8%	58,8%
Biên LN gộp	65,8%	55,8%	47,5%	53,3%
Biên LN từ HĐKD	51,3%	38,3%	33,2%	42,5%
Biên LN ròng	36,1%	29,9%	24,9%	29,9%
ROE	11,9%	5,2%	10,1%	14,1%
Nợ ròng/VCSH	13,9%	-7,0%	21,4%	34,8%
P/E	9,5x	19,9x	9,5x	6,0x
P/B	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x

Doanh số cho thuê đất dự kiến phục hồi từ năm 2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) nhưng điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu xuống còn 35.800 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do chúng tôi lùi thời gian mở bán/bàn giao khu đô thị (KĐT) Tràng Cát sang năm 2026 so với năm 2025 trong dự báo trước đây.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 45%/31%/17% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cho các năm 2024/25/26, chủ yếu do dự phóng bàn giao đất KCN thấp hơn trong năm 2024 (dựa theo tiến độ bán đất thấp hơn dự kiến từ đầu năm đến hiện tại) và bàn giao tại KĐT Tràng Cát thấp hơn trong giai đoạn 2025-26.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ giảm 52% YoY xuống còn 972 tỷ đồng chủ yếu do lượng bàn giao đất KCN giảm còn 59 ha (so với 151 ha năm 2023 và so với 111 ha trong dự báo năm 2024 trước đây của chúng tôi) do KBC có lượng đất sẵn sàng cho thuê hạn chế trong khi các dự án sắp tới của công ty vẫn đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý. Chúng tôi dự báo lợi nhuận nửa cuối năm 2024 sẽ được hỗ trợ bởi việc bàn giao khoảng 43 ha đất KCN, bao gồm backlog khoảng 30 ha chưa ghi nhận.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng gấp đôi so với năm 2024 lên 2 nghìn tỷ đồng do chúng tôi kỳ vọng việc bán hàng và bàn giao mới tại KCN Tràng Duệ 3 (TD3) và KĐT Phúc Ninh, cùng với doanh số cho thuê hiện tại ở các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) và Tân Phú Trung đang hoạt động, sẽ thúc đẩy doanh số bàn giao đất KCN & KĐT cao hơn so với cùng kỳ cho KBC vào năm 2025.
- Chúng tôi nhìn nhận KBC là công ty được hưởng lợi đáng kể từ đà chuyển dịch sản xuất toàn cầu sang Việt Nam, với lịch sử thu hút các đối tác lớn như LG, Foxconn và Goertek.
- Rủi ro: Trì hoãn triển khai các dự án mới và/hoặc trì hoãn trong đầu tư từ các khách hàng tiềm năng; rủi ro pha loãng từ phương án phát hành riêng lẻ của KBC.

Doanh số cho thuê đất KCN dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2025. Chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN năm 2025 sẽ phục hồi lên mức 135 ha từ mức cơ sở thấp dự kiến trong năm 2024 là 59 ha, chủ yếu do dự báo của chúng tôi về (1) việc đưa vào hoạt động KCN TD3 (khoảng 50 ha), các Cụm Công nghiệp (CCN) tại Hưng Yên (khoảng 10 ha), và các KCN tại Long An (Tân Tập & Lộc Giang; khoảng 10 ha), và (2) tiếp tục ghi nhận thêm doanh số cho thuê tại KCN NSHL (khoảng 50 ha cao hơn so với mức dự kiến trong năm 2024 là khoảng 33ha) và KCN Tân Phú Trung (khoảng 15 ha cao hơn so với mức dự kiến trong năm 2024 là khoảng 10 ha). LG đang tập trung mở rộng cơ sở sản xuất tại Việt Nam và có khả năng sẽ thuê thêm đất với quy mô lớn tại KCN TD3 sắp tới (hiện đang chờ phê duyệt đầu tư từ Phó Thủ tướng), theo quan điểm của chúng tôi, việc này là do nhiều nhà cung cấp và công ty con của LG, bao gồm LG Innotek, đều đang hoạt động tại các KCN đã lấp đầy là Tràng Duệ 1 & Tràng Duệ 2. Ngoài ra, chúng tôi ước tính rằng KBC đang sở hữu khoảng 1.300 ha đất cho thuê (không bao gồm TD3 và các dự án KCN hiện đang được đưa vào hoạt động) tại các KCN cấp 1, tạo điều kiện thuận lợi cho việc ghi nhận thêm lợi nhuận trong tương lai.

Phúc Ninh và Trảng Cát dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận lần lượt từ năm 2025 và 2026. Ngoài việc bàn giao đất KCN, chúng tôi dự báo việc bàn giao đất KĐT các năm 2025/26 sẽ lần lượt tăng đáng kể ở mức 16 ha/21 ha so với mức dự kiến trong năm 2024 là 3 ha để thúc đẩy mức tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS dự kiến các năm 2025/26 là 109%/59% YoY. Chúng tôi kỳ vọng dự án KĐT Phúc Ninh (tổng diện tích là 115 ha; Bắc Ninh) sẽ bàn giao backlog chưa ghi nhận trong năm 2025 và dự án KĐT Trảng Cát (tổng diện tích là 585 ha; Hải Phòng) sẽ mở bán trong năm 2026.

Triển vọng năm 2024: Lợi nhuận giảm so với cùng kỳ do lượng bàn giao đất KCN giảm

Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 cũ	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2024 mới so với KQ 2023	Dự báo 2024 mới so với dự báo cũ	Giải định/dự báo năm 2024 của Vietcap
Bàn giao đất KCN (ha)	151	111	59	-61%	-47%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 47% lượng bàn giao đất KCN năm 2024 chủ yếu do KQKD nửa đầu năm 2024 thấp hơn dự kiến (doanh số cho thuê đất KCN là khoảng 17 ha và lượng bàn giao là khoảng 15 ha). * Theo KBC, doanh số cho thuê chưa ghi nhận tính đến cuối quý 2/2024 là khoảng 30 ha.
Bàn giao KĐT (ha)	0,6	2,0	3,0	4,9x	50%	* Chúng tôi tăng 50% dự báo lượng bàn giao đất KĐT năm 2024 vì chúng tôi thêm dự phóng về bàn giao và bán hàng tại dự án nhà ở xã hội tại thị trấn Nếnh (Bắc Giang, 12,6 ha với tổng 7.000 căn hộ; bắt đầu mở bán vào tháng 8/2023 và bắt đầu bàn giao vào quý 2/2024).
Doanh thu gộp	5.618	5.313	3.248	-42%	-39%	
- KCN	5.221	4.382	2.221	-57%	-49%	
- KĐT	105	373	469	4,5x	26%	
- Khác	293	558	558	91%	0%	
Lợi nhuận gộp	3.695	3.350	1.812	-51%	-46%	
Chi phí SG&A	-813	-769	-569	-30%	-26%	
LN từ HĐKD	2.883	2.582	1.243	-57%	-52%	
Thu nhập tài chính	426	292	347	-19%	19%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo thu nhập tài chính năm 2024 của chúng tôi theo mức thu nhập lãi cao hơn dự kiến trong nửa đầu năm 2024. * Tính đến cuối quý 2/2024, tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn của KBC ở mức 6,9 nghìn tỷ đồng, bao gồm khoản đặt cọc 5,7 nghìn tỷ đồng từ Công ty Cổ phần Du lịch Sài Gòn-Hàm Tân (SHTC) cho việc môi giới và phân phối một phần đất tại KĐT Tràng Cát.
Chi phí tài chính	-426	-480	-242	-43%	-50%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo chi phí tài chính năm 2024 của chúng tôi do chúng tôi dời thời gian giải ngân vốn đầu tư XDCB và huy động vốn vay giả định để thanh toán tiền sử dụng đất tại các KĐT Phúc Ninh và Tràng Cát sang năm 2025 so với dự báo cũ là năm 2024.
Thu nhập ròng từ CTLK	-8	76	0	N.M.	-100%	* Chúng tôi lùi thời gian bàn giao giả định đối với KCN Nam Tân Tập (Long An; tổng diện tích là 245 ha) sang năm 2025. Dự án này sẽ được đầu tư phát triển bởi Saigontel Long An (công ty liên kết do KBC sở hữu 38,4% cổ phần), và hiện đang trong quá trình bồi thường giải phóng mặt bằng.
Thu nhập/(chi phí) thuần khác	17	0	0	-100%	0%	
LNTT	2.891	2.470	1.349	-53%	-45%	
LNST sau lợi ích CĐTS	2.031	1.767	972	-52%	-45%	* Chúng tôi dự báo lợi nhuận nửa cuối năm 2024 sẽ được hỗ trợ bởi việc bàn giao khoảng 43 ha đất KCN, bao gồm khoảng 30 ha backlog chưa ghi nhận.
Biên LN gộp	65,8%	63,1%	55,8%			
- KCN	64,9%	65,6%	65,9%			
- KĐT	42,1%	46,3%	13,3%			
Biên LN từ HĐKD	51,3%	48,6%	38,3%			
Biên LN ròng	36,1%	33,3%	29,9%			

Nguồn: BCTC của KBC, dự báo của Vietcap

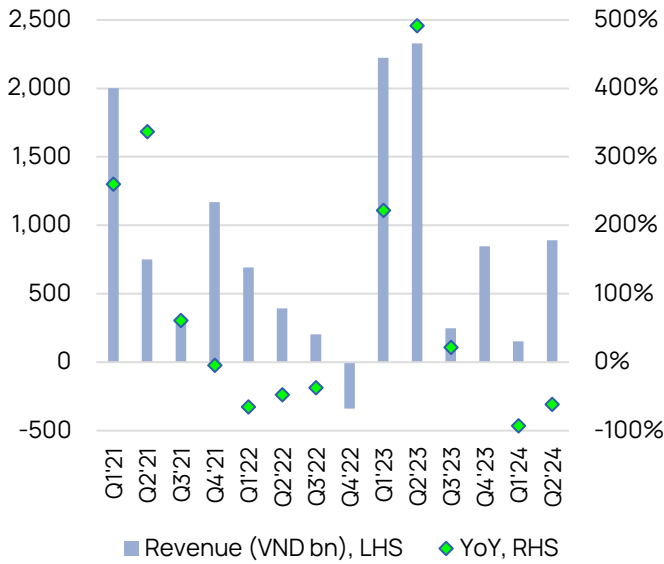
Triển vọng năm 2025: Doanh số/lượng bàn giao đất cao hơn và việc đưa KCN Trảng Duệ 3 vào hoạt động sẽ thúc đẩy lợi nhuận phức hồi

Hình 2: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2025	Dự báo 2025 s/v dự báo 2024	Giải định/dự báo năm 2025 của Vietcap
Bàn giao đất KCN (ha)	151	59	135	130%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi về việc đưa KCN Trảng Duệ 3 (khoảng 50 ha) vào hoạt động, tiếp tục ghi nhận thêm doanh số tại KCN NSHL (khoảng 50 ha cao hơn so với mức dự kiến trong năm 2024 là khoảng 33 ha) và KCN Tân Phú Trung (khoảng 15 ha so với mức dự kiến trong năm 2024 là khoảng 10 ha). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng đóng góp doanh số từ CCN tại Hưng Yên & các KCN tại Long An ở mức 10 ha cho mỗi CCN và KCN trong năm 2025.
Bàn giao KĐT (ha)	0,6	3,0	15,7	5,2x	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi việc bàn giao 9,5 ha backlog chưa ghi nhận tại KĐT Phúc Ninh, bên cạnh việc lần lượt bàn giao 3,8 ha và 2,5 ha tại khu nhà ở xã hội tại thị trấn Nénh và KĐT Trảng Duệ.
Doanh thu gộp	5.618	3.248	8.145	151%	
- KCN	5.221	2.221	5.086	129%	
- KĐT	105	469	2.473	5,3x	
- Khác	293	558	586	5%	
Lợi nhuận gộp	3.695	1.812	3.872	114%	
Chi phí SG&A	-813	-569	-1.169	105%	
LN từ HĐKD	2.883	1.243	2.703	117%	
Thu nhập tài chính	426	347	294	-15%	
Chi phí tài chính	-426	-242	-337	39%	* Cao hơn so với cùng kỳ năm trước do chúng tôi kỳ vọng nợ vay sẽ tăng để giải ngân cho việc phát triển và thanh toán tiền sử dụng đất cho các dự án sắp tới, bao gồm KĐT Trảng Cát và KCN Trảng Duệ 3.
Thu nhập ròng từ CTLK	-8	0	86	N.M.	* Chúng tôi dự báo đóng góp lợi nhuận từ việc bàn giao 20 ha đất tại KCN Nam Tân Tập (tổng diện tích là 245 ha). Dự án này hiện đang được đầu tư phát triển bởi Saigontel Long An (công ty liên kết do KBC sở hữu 38,4% cổ phần) và hiện đang trong quá trình bồi thường giải phóng mặt bằng.
Thu nhập/(chi phí) thuần khác	17	0	0	N.M.	
LNTT	2.891	1.349	2.747	104%	
LNST sau lợi ích CĐTS	2.031	972	2.030	3,1x	
Biên LN gộp	65,8%	55,8%	47,5%		
- KCN	64,9%	65,9%	58,9%		* Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2025 sẽ giảm so với cùng kỳ năm trước do đóng góp cao hơn từ các dự án mới được đưa vào hoạt động với biên lợi nhuận thấp hơn (bao gồm KCN Trảng Duệ 3, các CCN tại Hưng Yên, & các KCN tại Long An).
- KĐT	42,1%	13,3%	23,3%		
Biên LN từ HĐKD	51,3%	38,3%	33,2%		
Biên LN ròng	36,1%	29,9%	24,9%		

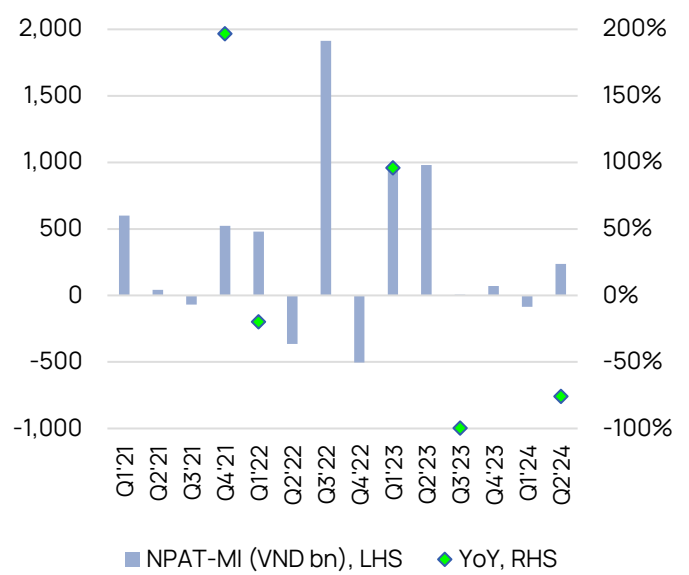
Nguồn: BCTC của KBC, dự báo của Vietcap

Hình 3: Doanh thu



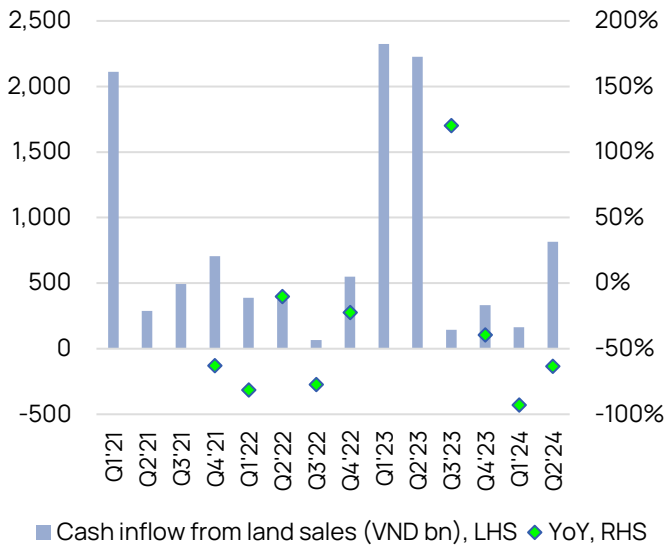
Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 4: LNST sau lợi ích CĐTS



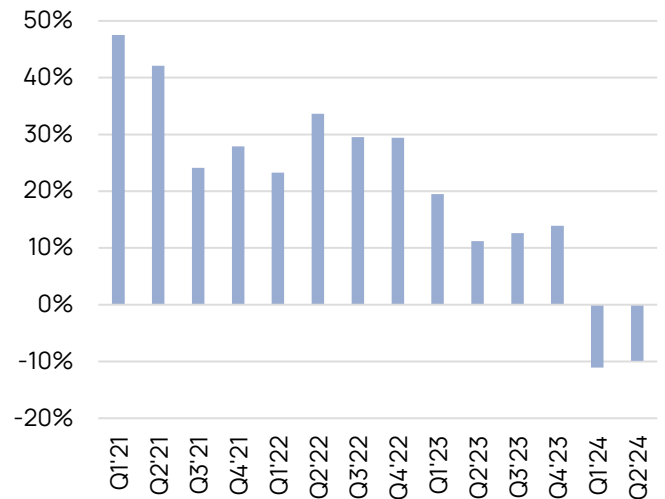
Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 5: Dòng tiền từ cho thuê KCN & KĐT



Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 6: Nợ ròng/vốn chủ sở hữu



Nguồn: KBC, Vietcap

Định giá

Chúng tôi định giá KBC bằng phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV). Chúng tôi định giá các dự án KCN và KĐT của KBC bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) vì chúng tôi tin rằng đây là phương pháp phù hợp và phổ biến nhất để định giá các dự án KCN và KDC. Chúng tôi định giá các tài sản khác theo giá trị sổ sách, chủ yếu bao gồm các khoản đầu tư vào công ty liên kết. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu không đổi 10% cho RNAV.

Định giá của chúng tôi không bao gồm các dự án KCN mà KBC chưa tiến hành đền bù/ giải phóng mặt bằng cũng như chưa nhận được phê duyệt cần thiết để triển khai. Các dự án này bao gồm KCN Bình Giang nằm dọc theo cao tốc Hà Nội – Hải Phòng tại Hải Dương và các dự án đã quy hoạch khác tại Hải Dương và Đà Nẵng, mà chúng tôi có thông tin khá hạn chế.

Chúng tôi giảm 9% giá mục tiêu đối với KBC xuống 35.800 đồng/cổ phiếu. Điều chỉnh này chủ yếu do việc dời lịch mở bán/bàn giao KĐT Trảng Cát từ năm 2025 sang năm 2026 theo như dự kiến trước đó, cùng với việc chúng tôi giảm lượng bàn giao đất KCN dự kiến trong giai đoạn 2024-26 (khoảng 110 ha/năm so với khoảng 130 ha/năm trước đó) do đóng góp thấp hơn từ các dự án KCN mới vì tiến độ cho thuê và bán đất từ đầu năm đến nay thấp hơn dự kiến.

Tính đến cuối quý 2/2024, tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn của KBC ở mức 6,9 nghìn tỷ đồng, trong đó bao gồm khoản đặt cọc 5,7 nghìn tỷ đồng từ CTCP Du lịch Sài Gòn – Hàm Tân (SHTC) cho việc môi giới và phân phối một phần đất ở KĐT Trảng Cát. Chúng tôi lưu ý rằng chúng tôi vẫn chưa tính khoản tiền đặt cọc này vào định giá do chúng tôi đang chờ thông tin chi tiết hơn từ KBC về hợp đồng này.

Hình 7: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	NPV dự án	Sở hữu	NPV cho KBC
KCN				11.907
KCN Quang Châu	CKDT	182	89%	162
KCN Tân Phú Trung	CKDT	2.040	73%	1.485
KCN NSHL	CKDT	1.220	100%	1.220
KCN Trảng Duệ 3	CKDT	3.618	89%	3.229
Cụm công nghiệp Long An	CKDT	1.302	73%-89%	1.099
Cụm công nghiệp Hưng Yên	CKDT	1.457	94%	1.368
KCN Long An	CKDT	6.091	38%-73%	3.344
KĐT				17.019
KĐT Phúc Ninh	CKDT	2.315	100%	2.315
KĐT Trảng Duệ	CKDT	714	89%	637
KĐT Trảng Cát	CKDT	14.066	100%	14.066
Tài sản khác	Giá trị sổ sách			5.272
Tổng giá trị phát triển NPV				34.198
(+) Tiền mặt và tương đương tiền				1.269
(-) Tổng nợ				4.900
NAV				30.566
Chiết khấu cho NAV				10%
NAV chiết khấu				27.510
CP đang lưu hành (tr)				768
Giá mục tiêu				35.800
TL tăng				+42,1%
Lợi suất cổ tức				0,0%
Tổng mức sinh lời				+42,1%
P/B dự phóng 2024/25 tại giá mục tiêu				1,4x/ 1,3x
P/E dự phóng 2024/25 tại giá mục tiêu				28,3x/ 13,5x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Không bao gồm khoản tiền đặt cọc 5,7 nghìn tỷ từ CTCP Du lịch Sài Gòn – Hàm Tân (SHTC) cho việc môi giới và phân phối một phần đất tại KĐT Trảng Cát.

Tại ĐHCĐ năm 2024, cổ đông đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ tối đa 250 triệu cổ phiếu (33% cổ phiếu đang lưu hành) cho dưới 100 nhà đầu tư. Giá phát hành được đề xuất ở mức (1) 80% giá đóng cửa trung bình trong vòng 30 ngày kể từ ngày được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) phê duyệt và (2) không thấp hơn giá trị sổ sách/cổ phiếu quý gần nhất tại thời điểm thực hiện kế hoạch. Kế hoạch phát hành riêng lẻ dự kiến sẽ được thực hiện trong giai đoạn 2024-2025, với ngày cụ thể do HĐQT quyết định sau khi được UBCKNN phê duyệt. Cổ phiếu phát hành riêng lẻ sẽ bị hạn chế giao dịch trong 1 năm kể từ ngày hoàn thành đợt phát hành riêng lẻ. KBC có kế hoạch sẽ sử dụng số tiền thu được dự kiến để bổ sung/mở rộng vốn lưu động, tái cơ cấu nợ vay, đầu tư vào các công ty con/công ty liên doanh/liên kết, và thực hiện các hoạt động mua bán & sát nhập (M&A).

Ban lãnh đạo đã tuyên bố trong ĐHCĐ năm 2024 rằng kế hoạch phát hành riêng lẻ sẽ cho phép KBC tăng cường dự trữ vốn, đáp ứng nhu cầu vốn cho các dự án sắp tới, cũng như các hoạt động tài chính khác như M&A và đầu tư vào các công ty con hoặc công ty liên doanh. Do hầu hết các quy hoạch tổng thể cấp tỉnh đã được hoàn thành gần đây, ban lãnh đạo cho rằng mức cơ sở vốn cao hơn là cần thiết để tận dụng và đảm bảo quỹ đất tiềm năng mới của KBC.

Chúng tôi vẫn chưa đưa kế hoạch phát hành này vào dự báo và định giá của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy dưới đây về khả năng pha loãng đối với KBC với giả định rằng việc phát hành cổ phiếu sẽ được thực hiện trong nửa đầu năm 2025. Chúng tôi lưu ý rằng việc phân tích độ nhạy không mô phỏng khả năng số tiền thu được từ việc phát hành riêng lẻ có thể sẽ được đầu tư vào các dự án mới, từ đó có thể giảm hoặc thậm chí loại bỏ tác động tiêu cực của việc pha loãng đối với các cổ đông hiện hữu trong dài hạn.

Hình 8: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu của chúng tôi cho KBC liên quan đến kế hoạch phát hành riêng lẻ sắp tới với giả định rằng kế hoạch này đã được đăng ký mua toàn bộ, các yếu tố khác không thay đổi

	Hiện tại	250 triệu cổ phiếu (33% cổ phiếu đang lưu hành) thông qua phát hành riêng lẻ				
Giá phát hành (đồng/cp)		16.000	20.000	24.000	28.000	32.000
Giá phát hành so với giá hiện tại		-37%	-21%	-6%	10%	26%
Tổng số tiền thu được (tỷ đồng)	Chưa được biểu diễn	4.000	5.000	6.000	7.000	8.000
RNAV chiết khấu của chúng tôi (tỷ đồng)	27.510	31.110	32.010	32.910	33.810	34.710
Cổ phiếu đang lưu hành có trọng số (triệu)*	768	893	893	893	893	893
EPS dự kiến năm 2025 (VND)	2.644	2.274	2.274	2.274	2.274	2.274
Giá trị sổ sách/cổ phiếu dự kiến năm 2025 (VND)	27.589	24.742	25.725	26.708	27.690	28.673
P/E dự kiến năm 2025 tại giá hiện tại	9,5x	11,1x	11,1x	11,1x	11,1x	11,1x
P/B dự kiến năm 2025 tại giá hiện tại	0,9x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x
Giá mục tiêu (đồng/cp)	35.800	30.600	31.500	32.300	33.200	34.100
TL tăng	42%	21%	25%	28%	32%	35%
P/E dự kiến năm 2025 tại giá mục tiêu	13,5x	13,5x	13,9x	14,2x	14,6x	15,0x
P/B dự kiến năm 2025 tại giá mục tiêu	1,3x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Giá cổ phiếu hiện tại là 25.200 đồng/cổ phiếu vào ngày 13/08/2024; (*) Giả định việc phát hành riêng lẻ 250 triệu cổ phiếu sẽ hoàn tất vào giữa năm 2025.

Hình 9: WACC summary

	Cũ	Mới
Hiệu số Beta	1,4	1,4
Phần bù rủi ro thị trường %	6,0%	6,0%
Tỷ lệ phi rủi ro %	8,0%	8,0%
Chi phí VCSH %	17,2%	17,2%
Chi phí nợ vay %	11,5%	11,5%
Nợ vay %	35,0%	35,0%
Vốn %	65,0%	65,0%
Mức thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
WACC %	14,4%	14,4%

Nguồn: Vietcap

Hình 10: Phân tích độ nhạy của WACC đối với giá mục tiêu

WACC	13,4%	13,9%	14,4%	14,9%	15,4%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	38.300	37.000	35.800	34.600	33.500

Nguồn: Vietcap

Hình 11: Các công ty cùng ngành trong nước

Mã	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	Y-o-Y %	LNST trượt 12T (triệu USD)	Y-o-Y %	Nợ ròng/VCSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt 12T	P/B quý gần nhất*
VGC	741	483	-10,2	32	-31,9	28,0	10,0	3,4	23,4	2,0
PHR	295	59	-1,8	16	-54	-46,7	11,4	6,8	19,5	1,7
SZC	254	37	40,7	11	65,2	40,3	12,0	3,8	23,3	2,1
SIP	600	289	22,9	42	18,0	-24,2	29,3	2,6	15,4	1,8
IDC	776	325	37,0	72	139,8	12,6	38,0	10,7	10,9	2,6
Trung vị	600	289	22,9	32	18,0	12,6	12,0	3,8	19,5	2,0
Trung bình	533	239	17,7	35	27,4	2,0	20,1	5,5	18,5	2,0
KBC	759	84	-51,6	8,9	-93,2	-9,9	1,2	0,9	85,5	1,1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 13/08/2024). Lưu ý: (*) P/B điều chỉnh cho doanh thu chưa thực hiện ngắn và dài hạn.

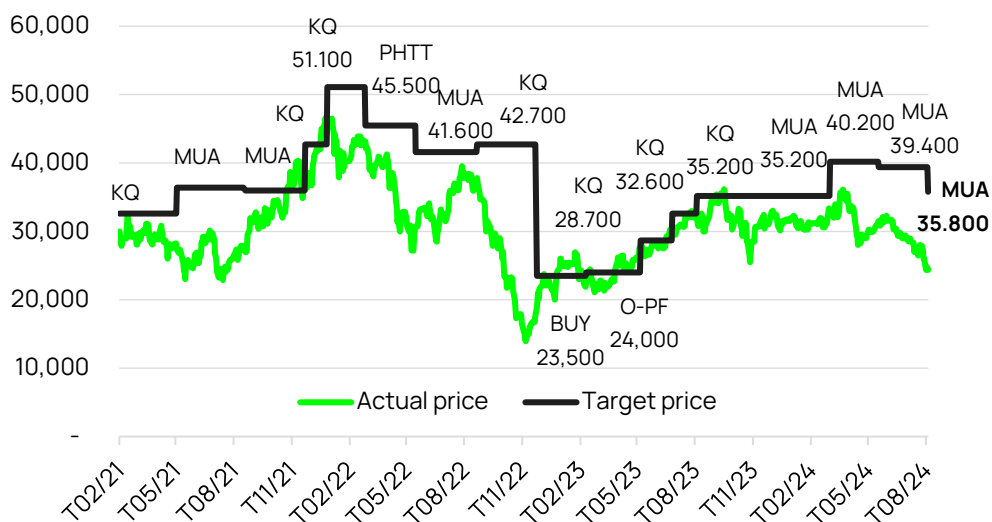
Hình 12: P/B điều chỉnh cho KBC và các công ty cùng ngành



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (cập nhật ngày 13/08/2024)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 13: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Lưu ý: diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Phụ lục

Các KCN của KBC

Hình 14: Danh mục KCN của KBC tính đến cuối quý 2/2024

Các KCN	Vị trí	KBC sở hữu	Năm ra mắt	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Diện tích đã cho thuê (ha)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy
Các KCN trong quá trình mở bán								
Quế Võ 1	Bắc Ninh	100,0%	2003	311	192	192	0	100%
Quế Võ 2	Bắc Ninh	100,0%	2006	300	173	173	0	100%
TD 1	Hải Phòng	89,3%	2007	188	129	129	0	100%
TD 2	Hải Phòng	89,3%	2015	214	133	133	0	100%
NSHL	Bắc Ninh	100,0%	2010	300	204	112	92	55%
Tân Phú Trung	TP. HCM	72,8%	2004	543	346	264	82	76%
Quang Châu & Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	89,0%	TBD	516	346	340	6	98%
Tổng cộng				2.372	1.523	1.343	180	
Các dự án cụm/KCN được Chính phủ phê duyệt đầu tư								
KCN Lộc Giang	Long An	72,8%	2022	466	319	0	319	0%
KCN Tân Tập	Long An	57,4%	2022	654	468	0	468	0%
KCN Nam Tân Tập	Long An	38,4%	2021	245	159	0	159	0%
Cụm công nghiệp Phước Vĩnh Đông 2	Long An	89,0%	2021	50	33	0	33	0%
Cụm công nghiệp Phước Vĩnh Đông 4	Long An	72,8%	2021	49	32	0	32	0%
Cụm công nghiệp Tân Tập	Long An	89,3%	2021	71	46	0	46	0%
Cụm công nghiệp Kim Đồng*	Hưng Yên	93,9%	2021	75	49	0	49	0%
Cụm công nghiệp Chính Nghĩa*	Hưng Yên	93,9%	2021	75	49	0	49	0%
Cụm công nghiệp Ân Thi*	Hưng Yên	93,9%	2021	75	49	0	49	0%
Cụm công nghiệp Đặng Lễ*	Hưng Yên	93,9%	2021	75	49	0	49	0%
Cụm công nghiệp Kim Thi*	Hưng Yên	93,9%	2021	75	49	0	49	0%
Tổng cộng				1.910	1.302	0	1.302	
Các KCN trọng điểm đang chờ phê duyệt đầu tư								
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	89,3%	TBD	687	456	0	456	0%
Tổng cộng				687	456	0	456	

Nguồn: KBC, Vietcap. Lưu ý: (*) KBC chỉ được chấp thuận đầu tư 3 trong số 5 dự án KCN tại tỉnh Hưng Yên nêu trên.

KCN Tràng Duệ 3, với tổng diện tích 687 ha, là giai đoạn mở rộng các KCN Tràng Duệ 1 (188 ha) và Tràng Duệ 2 (214 ha) tại Hải Phòng. Vào tháng 6/2023, LG Innotek cam kết đầu tư thêm 1 tỷ USD để mở rộng nhà máy đặt tại Tràng Duệ 1 & 2. Chúng tôi cho rằng sự cam kết đầu tư từ LG có thể đẩy nhanh thủ tục pháp lý cho KCN Tràng Duệ 3. Hiện tại, dự án này đang chờ phê duyệt đầu tư và có thể bắt đầu mở bán/bàn giao vào năm 2025, theo dự phóng của chúng tôi.

Các KĐT của KBC

Hình 15: Các dự án KĐT của KBC

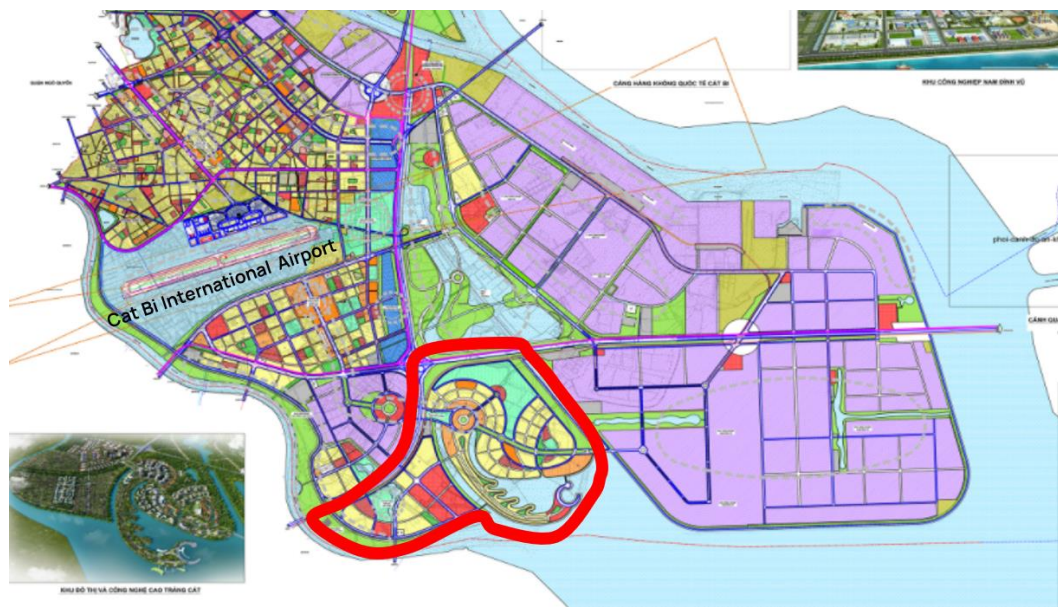
KĐT	Vị trí	KBC sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	% đã bàn giao	Năm ra mắt	% diện tích hoàn tất giải phóng mặt bằng
Phúc Ninh	Bắc Ninh	100,0%	114,6	44,5	27%	2025F*	77%
Tràng Duệ	Hải Phòng	89,3%	42,1	22,6	57%	2019	100%
Tràng Cát	Hải Phòng	100,0%	584,9	282,1	0%	2026F	99%
Tổng cộng			741,6	349,2			

Nguồn: KBC, Vietcap (* mở bán lại)

KĐT Tràng Cát nằm cách Sân bay Quốc tế Cát Bi khoảng 10 km, tiếp giáp với đường cao tốc Hà Nội - Hải Phòng. KĐT Tràng Cát có tổng diện tích khoảng 585 ha và diện tích thương phẩm khoảng 282 ha, theo quy hoạch 1/500 sửa đổi. Dự án hiện đang điều chỉnh giấy phép đầu tư và tiến hành nộp bổ sung tiền sử dụng đất cho Chính phủ.

Tính đến cuối quý 2/2024, KBC đã hoàn thành san lấp mặt bằng cho 80/585 ha dự án. KBC đang phối hợp với chính quyền địa phương để xây dựng đường dẫn vào dự án, kết nối với đường cao tốc Hà Nội - Hải Phòng. Các yếu tố trên cho thấy triển vọng dài hạn tươi sáng cho dự án KĐT này. Chúng tôi hiện kỳ vọng dự án này sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu trong năm 2026.

Hình 16: Vị trí và quy hoạch của KĐT Tràng Cát



Nguồn: KBC, Vietcap

KĐT Phúc Ninh là dự án khu dân cư có quy mô 115 ha nằm trên đường Đẩu Mã - Vũ Ninh - Bắc Ninh. Đây là một trong những dự án khu dân cư có quy mô lớn nhất còn lại tại KĐT trung tâm Bắc Ninh. KBC hiện không thể ghi nhận tiền bán đất cho dự án này cho đến khi tiền sử dụng đất đối với 27,4 ha còn lại trong tổng số 44,5 ha đất bán được cơ quan chức năng địa phương xác định và được KBC thanh toán. Vào tháng 4/2024, cơ quan chức năng tỉnh Bắc Ninh đã ban hành văn bản tìm kiếm đơn vị thẩm định tiềm năng cho dự án để xác định tiền quyền sử dụng đất.

KBC đã bán 12 ha đất có thể bán tại KĐT Phúc Ninh, trong đó có khoảng 9,5 ha đất chưa được ghi nhận với giá trị hợp đồng còn lại là 1,2 nghìn tỷ đồng và các khoản phải thu còn lại là 1,2 nghìn tỷ đồng.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	5.618	3.248	8.145	10.776
Giá vốn hàng bán	-1.923	-1.436	-4.274	-5.033
Lợi nhuận gộp	3.695	1.812	3.872	5.743
Chi phí bán hàng & marketing	-354	-171	-467	-465
Chi phí quản lý DN	-458	-398	-701	-697
LN thuần H&KD	2.883	1.243	2.703	4.581
Doanh thu tài chính	426	347	294	188
Chi phí tài chính	-426	-242	-337	-497
Trong đó, chi phí lãi vay	-380	-231	-325	-484
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-8	0	86	130
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	17	0	0	0
LNTT	2.891	1.349	2.747	4.402
Thuế TNDN	-646	-297	-549	-880
LNST trước CĐTS	2.245	1.052	2.197	3.522
Lợi ích CĐ thiếu số	-214	-80	-168	-299
LNST sau CĐTS, báo cáo	2.031	972	2.030	3.223
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	2.031	972	2.030	3.223
EBITDA	3.403	1.761	3.265	5.109
EPS báo cáo, VND	2.646	1.266	2.644	4.198
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

CHỈ SỐ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng:				
Doanh thu thuần	491,3%	-42,2%	150,8%	32,3%
EBIT	N.M.	-56,9%	117,5%	69,5%
LN trước thuế	70,4%	-53,4%	103,7%	60,3%
EPS báo cáo	33,0%	-52,1%	108,8%	58,8%
Khả năng sinh lời:				
Biên LN gộp	65,8%	55,8%	47,5%	53,3%
Biên EBIT	51,3%	38,3%	33,2%	42,5%
Biên EBITDA	60,6%	54,2%	40,1%	47,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	36,1%	29,9%	24,9%	29,9%
ROE	11,9%	5,2%	10,1%	14,1%
ROA	6,6%	2,8%	5,1%	7,6%
Chỉ số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	2.330	3.376	1.537	1.733
Số ngày phải thu	668	1.101	431	328
Số ngày phải trả	84	115	45	44
Chu kỳ luân chuyển tiền	2.913	4.362	1.924	2.017
Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	3,8x	4,4x	4,7x	5,1x
CS thanh toán nhanh	1,9x	2,5x	1,8x	1,7x
CS thanh toán tiền mặt	0,1x	0,9x	0,3x	0,1x
Nợ vay/ Tài sản	10,9%	11,6%	16,0%	21,2%
Nợ vay/ Vốn	15,3%	18,5%	23,1%	27,5%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	13,9%	-7,0%	21,4%	34,8%
CS khả năng thanh toán lãi vay	7,6x	5,4x	8,3x	9,5x

BẢNG C&KT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	841	1.306	1.030	847
Đầu tư TC ngắn hạn	1.864	6.864	2.864	1.864
Các khoản phải thu	9.663	9.934	9.298	10.068
Hàng tồn kho	12.219	14.352	21.648	26.143
TS ngắn hạn khác	443	483	483	483
Tổng TS ngắn hạn	25.029	32.939	35.322	39.405
TS cố định (nguyên giá)	859	1.347	1.591	1.914
- Khấu hao lũy kế	-411	-592	-785	-1.007
TS cố định (ròng)	449	755	806	907
Đầu tư TC dài hạn	4.777	4.777	4.777	4.777
TS dài hạn khác	3.179	3.280	3.275	3.300
Tổng TS dài hạn	8.405	8.812	8.858	8.984
Tổng Tài sản	33.434	41.751	44.180	48.389
Phải trả ngắn hạn	436	472	571	652
Nợ vay ngắn hạn	337	835	663	484
Nợ ngắn hạn khác	5.805	6.109	6.324	6.591
Tổng nợ ngắn hạn	6.579	7.417	7.557	7.727
Nợ vay dài hạn	3.322	3.995	6.395	9.753
Nợ dài hạn khác	3.313	9.066	6.759	3.917
Tổng nợ	13.213	20.478	20.710	21.397
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	7.676	7.676	7.676	7.676
Thặng dư vốn cổ phần	2.744	2.744	2.744	2.744
Lợi nhuận giữ lại	7.754	8.726	10.756	13.979
Vốn khác	2	2	2	2
Lợi ích CĐTS	2.045	2.125	2.292	2.592
Vốn chủ sở hữu	20.221	21.273	23.470	26.992
Tổng nguồn vốn	33.434	41.751	44.180	48.389
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	768	768	768	768

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	1.683	841	1.306	1.030
LNST sau lợi ích CĐTS	2.031	972	2.030	3.223
Khấu hao	133	181	193	222
Thay đổi vốn lưu động	423	3.477	-8.809	-8.049
Điều chỉnh khác	416	-164	66	419
LCTT từ HĐ kinh doanh	3.002	4.467	-6.520	-4.186
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-1.251	-520	-277	-365
Khác	1.404	-4.653	4.294	1.188
LCTT từ HĐ đầu tư	153	-5.173	4.017	823
Cổ tức đã trả	-130	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	130	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	-3.614	498	-172	-179
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-365	673	2.399	3.359
Khác	-18	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	-3.997	1.171	2.227	3.180
Lưu chuyển tiền thuần	-842	465	-276	-183
Tiền cuối năm	841	1.306	1.030	847

Nguồn: KBC, dự báo của Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, , xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.