

Tổng CT Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

MUA +24,1%

Ngành	KCN & BĐS
Ngày báo cáo	11/08/2025
Giá hiện tại	33.450 VND
Giá mục tiêu	41.500 VND
Giá mục tiêu gần nhất	36.100 VND
TL tăng	+24,1%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+24,1%

GT vốn hóa	31,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	10,7 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	267,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	941,8 tr
Pha loãng	941,8 tr

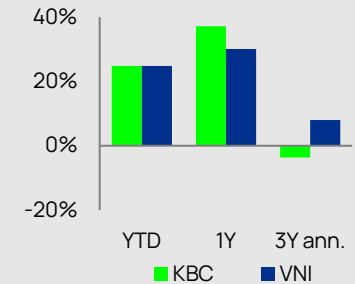
	KBC	Peers*	VNI
P/E (trung)	19,7x	16,7x	14,7x
P/B (ht)	1,3x	1,9x	2,0x
ROE	6,5%	17,5%	13,4%
ROA	2,5%	6,1%	2,0%

* 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 7.700 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 cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.776	6.290	9.866	13.953
% YoY	-50,6%	126,6%	56,9%	41,4%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	726	2.352	4.319	5.695
% YoY	-74,8%	224,2%	83,6%	31,8%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	382	1.700	2.869	3.697
% YoY	-81,2%	345,0%	68,8%	28,9%
EPS	-81,2%	280,3%	61,0%	28,9%
Biên LN gộp	46,2%	49,8%	52,5%	49,7%
Biên LN từ HĐKD	26,1%	37,4%	43,8%	40,8%
Biên LN ròng	13,8%	27,0%	29,1%	26,5%
ROE	2,1%	7,9%	11,1%	12,7%
Nợ ròng/VCSH	17,2%	45,7%	52,1%	52,9%
P/E	67,2x	17,7x	11,0x	8,5x
P/B	1,4x	1,3x	1,2x	1,0x

Mở bán các dự án mới dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng mạnh

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 15% giá mục tiêu lên mức 41.500 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA đối với Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC).
- Mức tăng của giá mục tiêu chủ yếu phản ánh (1) mức định giá cao hơn cho mảng khu công nghiệp (KCN) nhờ bổ sung thêm các dự án Quế Võ 2 Mở rộng, Phú Bình và Sông Hậu 2, (2) tăng định giá cho dự án khu đô thị (KĐT) Trảng Cát, để phản ánh vốn đầu tư đã giải ngân cho dự án trong nửa đầu năm và đợt phát hành riêng lẻ thành công vào cuối quý 2/2025, và (3) mức sụt giảm của số dư nợ vay ròng vào cuối quý 2/2025; các yếu tố này phần nào bị ảnh hưởng bởi (4) sự pha loãng cổ phiếu từ đợt phát hành riêng lẻ.
- Chúng tôi lần lượt điều chỉnh tăng +22%/+31%/+29% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/26/27. Mức tăng đối với dự báo năm 2025 chủ yếu đến từ mức biên lợi nhuận nửa đầu năm 2025 (6T 2025) tốt hơn dự kiến, trong khi mức tăng của dự báo các năm 2026/2027 chủ yếu phản ánh (1) mức tăng dự kiến của lượng bàn giao đất KCN từ các dự án mới bổ sung và (2) mức đóng góp cao hơn dự kiến từ mảng kinh doanh KĐT.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng mạnh 345% YoY lên mức 1,7 nghìn tỷ đồng, do chúng tôi kỳ vọng lượng bàn giao đất KCN sẽ đạt mức 139 ha (khoảng 86 ha trong 6T 2025; so với mức cơ sở thấp khoảng 33 ha trong năm 2024), nhờ được hỗ trợ bởi việc mở bán các dự án KCN Hưng Yên (Hưng Yên) và KCN Trảng Duệ 3 (Hải Phòng). Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng 69% YoY, chủ yếu nhờ hoạt động mở bán dự kiến của dự án KĐT Trảng Cát, sau khi hoàn tất việc thanh toán tiền sử dụng đất vào quý 1/2025.
- Chúng tôi cho rằng KBC là một trong những doanh nghiệp được hưởng lợi lớn từ làn sóng dịch chuyển sản xuất toàn cầu sang Việt Nam, nhờ năng lực đã được chứng minh trong việc thu hút các khách thuê lớn như LG, Foxconn, Goertek, cùng quỹ đất KCN và KĐT chiến lược lớn tại khu vực phía Bắc.
- Rủi ro: Chậm tiến độ mở bán các dự án mới và/hoặc chậm giải ngân vốn đầu tư từ phía khách hàng; các diễn biến bất lợi từ chính sách thuế quan của Mỹ đối với Việt Nam.

Doanh số bán đất từ đầu năm đến nay tăng mạnh và hoạt động mở bán các dự án mới dự kiến hỗ trợ triển vọng mảng KCN. Chúng tôi dự phóng diện tích đất KCN bàn giao sẽ đạt trung bình 145 ha mỗi năm trong giai đoạn 2025–27, cao hơn gấp đôi so với mức trung bình khoảng 68 ha trong giai đoạn 2022–24. Dự báo tăng trưởng này được hỗ trợ bởi việc mở bán các dự án KCN mới trong giai đoạn này, bao gồm KCN Hưng Yên, KCN Trảng Duệ 3 (biên bản ghi nhớ được ký vào tháng 5 với 30 ha), và KCN Quế Võ 2 mở rộng (biên bản ghi nhớ được ký vào tháng 7 với 50 ha). Trong 6T 2025, KBC đã bàn giao khoảng 86 ha, trong đó có 83 ha tại KCN Hưng Yên, 1,6 ha tại KCN Quang Châu và 1,1 ha tại KCN Tân Phú Trung.

Quỹ đất dự trữ lớn: Trong giai đoạn 2024–6T 2025, KBC đã mở rộng tổng diện tích quỹ đất KCN thêm khoảng 2.200 ha, đánh dấu mức tăng lớn nhất trong số các công ty chúng tôi theo dõi. Chúng tôi ước tính diện tích đất KCN còn lại có thể cho thuê của KBC vào cuối quý 2/2025 khoảng 2.600 ha, với khoảng 450 ha đã giải phóng mặt bằng và sẵn sàng để bán, mang lại nền tảng vững chắc cho tăng trưởng dài hạn.

BDS nhà ở dự kiến thúc đẩy triển vọng tăng trưởng trung và dài hạn: Chúng tôi kỳ vọng việc bàn giao đất KĐT sẽ tăng tốc lên 17,3/34,0 ha trong các năm 2026/27, so với 5,0 ha trong năm 2025, chủ yếu được thúc đẩy bởi việc dự kiến ra mắt KĐT Tràng Cát (Hải Phòng; tổng diện tích 585 ha) vào năm 2026, cũng như việc dự kiến tái khởi động KĐT Phúc Ninh (Bắc Ninh) vào năm 2027. Chúng tôi vẫn chưa đưa dự án Trump International Hưng Yên vào định giá, mặc dù KBC đặt ra kế hoạch sẽ mở bán một phần diện tích đất thấp tầng khoảng 136 ha vào năm 2026.

Triển vọng năm 2025: Dự kiến lợi nhuận nửa cuối năm duy trì ổn định so với mức nền cao nửa đầu năm 2025

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới so với 2024	Dự báo 2025 mới/cũ	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Mở cho thuê đất KCN (ha)	17	165	200	11,8x	21%	* Tính từ đầu năm đến nay, KBC đã ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN khoảng 200 ha, trong đó có khoảng 83 ha tại các KCN Hưng Yên, khoảng 36 ha tại KCN NSHL, khoảng 30 ha tại KCN Trảng Duệ 3, và gần đây là khoảng 50 ha (biên bản ghi nhớ) tại KCN Quế Võ 2 mở rộng. * Chúng tôi ước tính lượng backlog chưa ghi nhận doanh thu hiện tại của KBC là khoảng 115 ha. Lượng backlog này bao gồm khoảng 36 ha tại KCN NSHL, khoảng 30 ha tại KCN Trảng Duệ 3, và khoảng 50 ha tại KCN Quế Võ 2 mở rộng. * Chúng tôi dự đoán doanh số cho thuê đất sẽ tạm thời chững lại trong thời gian còn lại của năm 2025 so với kết quả từ đầu năm đến nay. Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ tập trung hoàn thành việc bàn giao backlog chưa ghi nhận doanh thu.
Bàn giao đất KCN (ha)	33	145	139	321%	-4%	* Chúng tôi dự kiến lượng bàn giao trong nửa cuối năm 2025 khoảng 53 ha, trong đó có 30 ha tại KCN NSHL (chủ yếu cho Goertek), 20 ha tại KCN Trảng Duệ 3 và khoảng 3 ha từ KCN Quang Châu.
Bàn giao đất KĐT (ha)	5,9	7,5	5,0	-15%	-33%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi việc bàn giao 5,0 ha tại khu nhà ở xã hội Thị trấn Nếnh. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng bàn giao đất thương mại tại KĐT Trảng Duệ trong năm 2025.
Doanh thu thuần	2.776	6.779	6.290	127%	-7%	
– KCN	1.251	4.676	4.725	278%	1%	
– KĐT	910	1.457	786	-14%	-46%	
– Khác	616	646	779	27%	21%	
Lợi nhuận gộp	1.283	3.005	3.134	144%	4%	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-558	-937	-782	40%	-17%	
Lợi nhuận từ HĐKD	726	2.067	2.352	224%	14%	
Thu nhập tài chính	451	350	483	7%	38%	
Chi phí tài chính	-259	-709	-751	190%	6%	* Chúng tôi tăng dự phóng do tổng nợ vay quý 2/2025 cao hơn dự kiến, đạt 26,1 nghìn tỷ đồng (+48% QoQ & +158% so với đầu năm), chủ yếu để tài trợ cho hoạt động phát triển các dự án quy mô lớn như KĐT Trảng Cát và dự án Trump International Hưng Yên (KĐT & sân golf).
Thu nhập ròng từ các CTLK	16	128	137	761%	7%	* Chúng tôi dự báo đóng góp lợi nhuận từ SGT (KBC sở hữu 21,48%) sẽ cao hơn so với cùng kỳ nhờ việc bàn giao tại KCN Nam Tân Tập và KCN Đại Đồng Hoàn Sơn mở rộng.
Lãi/lỗ ròng khác	-211	0	0	N.M.	0%	
LNTT	723	1.836	2.221	207%	21%	
LNST sau lợi ích CĐTS	382	1.396	1.700	345%	22%	
Biên lợi nhuận gộp	46,2%	44,3%	49,8%			* Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định biên lợi nhuận gộp chủ yếu do kết quả quý 2/2025 cao hơn dự kiến, nhờ hoàn nhập chi phí bàn giao đã trích lập quá mức từ quý 1/2025.
– KCN	68,4%	50,6%	55,1%			
– KĐT	11,5%	22,9%	11,4%			
Biên LN từ HĐKD	26,1%	30,5%	37,4%			
Biên LN ròng	13,8%	20,6%	27,0%			

Nguồn: Báo cáo tài chính của KBC, dự báo của Vietcap

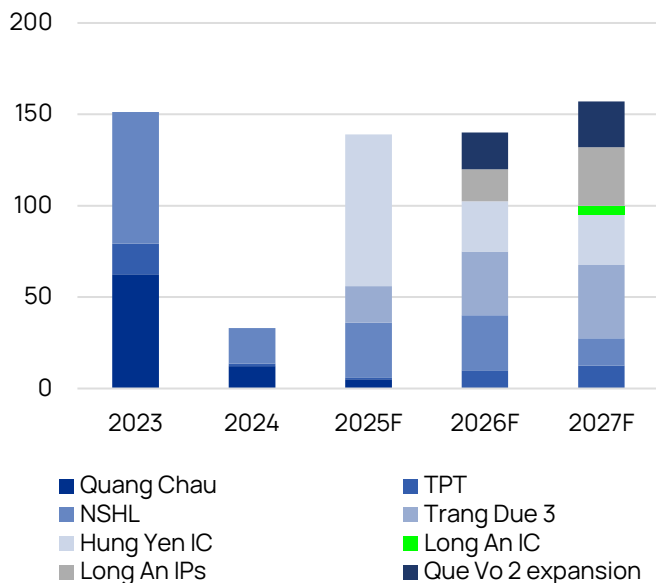
Triển vọng năm 2026: Dự kiến mở bán KĐT Tràng Cát, cùng lượng bàn giao đất KCN bền vững, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2026	Dự báo 2026 so với dự báo 2025	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Mở cho thuê đất KCN (ha)	17	200	140	-30%	
Bàn giao đất KCN (ha)	33	139	140	1%	* Chúng tôi dự báo việc mở bán/bàn giao KCN Quế Võ 2 mở rộng (khoảng 50 ha đã ký biên bản ghi nhớ vào tháng 7/2025) và các KCN Long An (Tân Tập và Lộc Giang) sẽ hỗ trợ dự phòng bàn giao đất của chúng tôi. Chúng tôi dự phòng lượng backlog chưa ghi nhận doanh thu vào cuối năm 2025 vào khoảng 60 ha.
Bàn giao đất KĐT (ha)	5,9	5,0	17,3	246%	* Chúng tôi dự phòng việc mở bán/bàn giao khoảng 12 ha tại dự án KĐT Tràng Cát do dự án đã hoàn thành giải phóng mặt bằng và đang thảo luận với các khách mua (lô lớn) tiềm năng. Ngoài ra, chúng tôi dự báo sẽ bàn giao khoảng 5 ha tại các dự án nhà ở xã hội của KBC (Nhà ở xã hội Thị trấn Nếnh và Tràng Duệ).
Doanh thu thuần	2.776	6.290	9.866	57%	
– KCN	1.251	4.725	5.566	18%	* Chúng tôi dự đoán đóng góp cao hơn so với cùng kỳ từ KCN Trảng Duệ 3, Quế Võ 2 mở rộng và các KCN Long An.
– KĐT	910	786	3.622	361%	
– Khác	616	779	679	-13%	* Giảm so với cùng kỳ chủ yếu do chúng tôi dự báo sẽ không có các khoản đóng góp một lần từ việc bán nhà xưởng xây sẵn/nhà kho xây sẵn (RBF/RBW).
Lợi nhuận gộp	1.283	3.134	5.185	65%	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-558	-782	-865	11%	
Lợi nhuận từ HĐKD	726	2.352	4.319	84%	
Thu nhập tài chính	451	483	451	-7%	
Chi phí tài chính	-259	-751	-1.104	47%	* Tăng so với cùng kỳ, chủ yếu được thúc đẩy bởi dự phòng của chúng tôi về mức nợ vay trung bình giai đoạn 2025-26 tăng 40% (so với giai đoạn 2024-25) nhằm tài trợ cho các dự án quy mô lớn.
Thu nhập ròng từ các CTLK	16	137	156	14%	
Lãi/lỗ ròng khác	-211	0	0	N.M.	
LNTT	723	2.221	3.821	72%	
LNST sau lợi ích CĐTS	382	1.700	2.869	69%	
Biên lợi nhuận gộp	46,2%	49,8%	52,5%		
– KCN	68,4%	55,1%	57,3%		
– KĐT	11,5%	11,4%	46,2%		
Biên LN từ HĐKD	26,1%	37,4%	43,8%		
Biên LN ròng	13,8%	27,0%	29,1%		

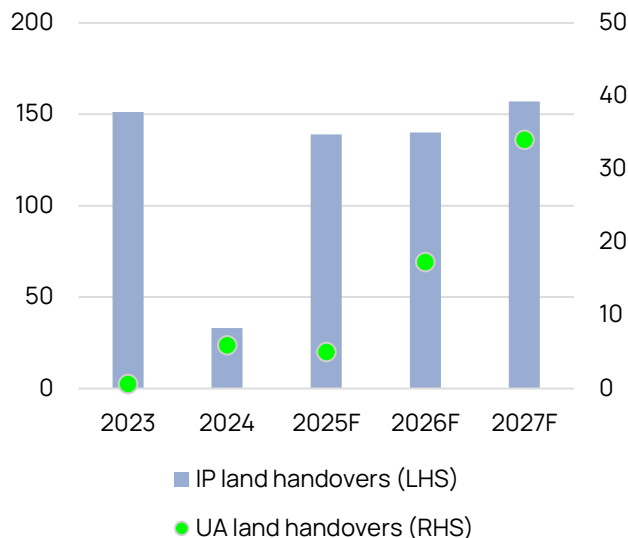
Nguồn: Báo cáo tài chính của KBC, dự báo của Vietcap

Hình 3: Cơ cấu dự báo bàn giao đất KCN (ha) của KBC



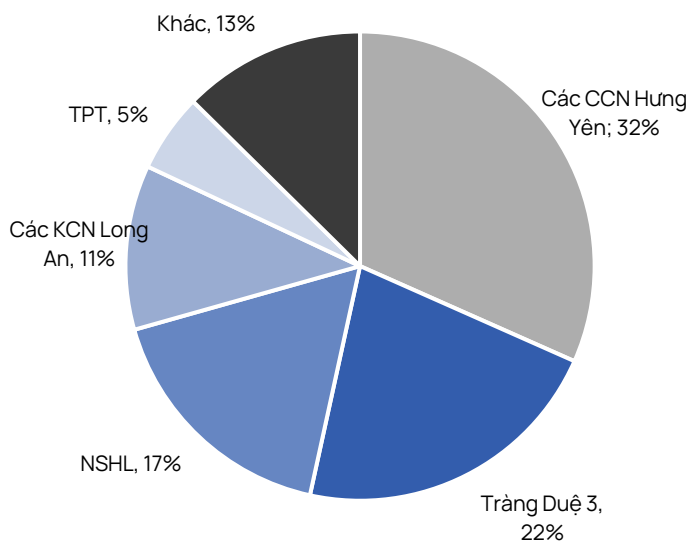
Nguồn: KBC, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi dự kiến sẽ bán 200 ha đất KCN và bàn giao 139 ha vào năm 2025, đồng thời kỳ vọng doanh số bán sẽ tương ứng với việc bàn giao vào năm 2026-2027.

Hình 4: Dự báo bàn giao đất KCN và KĐT (ha) của KBC



Nguồn: KBC, dự báo của Vietcap

Hình 5: Cơ cấu dự báo tổng doanh số cho thuê đất KCN giai đoạn 2025-2027 của KBC



Các khách thuê đáng chú ý tại các KCN đang triển khai của KBC:

- KCN Tràng Duệ 3: BW Industrial (RBF/RBW), Horn Vietnam, IDIS Vietnam, Halla Electronics Vina (điện tử).
- KCN NSHL: Foxconn, Goertek (điện tử; các nhà cung cấp của Apple).
- KCN Tân Phú Trung (TPT): Shopee, Best Express, CP Vietnam (logistics và thực phẩm & đồ uống).
- Các CCN tại Hưng Yên: chủ yếu là các doanh nghiệp điện tử công nghệ cao đến từ Hàn Quốc (chi tiết chưa được công bố).
- KCN Quế Võ mở rộng (cùng các KCN khác): Theo KBC, công ty đã ký biên bản ghi nhớ cho khoảng 50 ha tại KCN này với một khách thuê điện tử công nghệ cao vào tháng 7/2025.

Nhìn chung, KBC có tỷ trọng FDI ngành điện tử tương đối cao, với thị trường xuất khẩu chính là Hoa Kỳ.

Nguồn: Vietcap

Định giá

Chúng tôi định giá KBC theo phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV). Các dự án KCN và KĐT của KBC được chúng tôi định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT), vì chúng tôi cho rằng đây là phương pháp phù hợp nhất để định giá các dự án KCN và KĐT. Các tài sản khác (chủ yếu là các khoản đầu tư vào công ty liên kết) sẽ được định giá theo giá trị sổ sách. Ngoài ra, chúng tôi cũng áp dụng mức chiết khấu không đổi 10% đối với RNAV ước tính do mức độ minh bạch trong hoạt động kế toán của công ty còn tương đối hạn chế.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho KBC thêm 15% lên 41.500 đồng/cổ phiếu, phản ánh (1) mức định giá cao hơn cho mảng KCN nhờ bổ sung thêm các dự án Quế Võ 2 mở rộng, Phú Bình và Sông Hậu 2, (2) tăng định giá cho dự án KĐT Trảng Cát, để phản ánh vốn đầu tư đã giải ngân cho dự án trong nửa đầu năm và đợt phát hành riêng lẻ thành công vào cuối quý 2/2025, và (3) mức sụt giảm của số dư nợ vay ròng vào cuối quý 2/2025; các yếu tố này phần nào bị ảnh hưởng bởi (4) sự pha loãng cổ phiếu từ đợt phát hành riêng lẻ với giá 23.900 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi chưa đưa dự án Trump International Hưng Yên vào định giá (tổ hợp Sân golf, Du lịch sinh thái và Đô thị Khoái Châu tại Hưng Yên; chính thức khởi công vào ngày 21/5/2025) do quy mô lớn và những thách thức tiềm ẩn của dự án, mặc dù KBC đặt ra kế hoạch sẽ mở bán một phần diện tích thấp tầng khoảng 136 ha vào năm 2026.

Hình 6: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	NPV dự án	Sở hữu	NPV cho KBC
KCN				18.241
KCN Tân Phú Trung	CKDT	1.948	72,8%	1.418
KCN NSHL	CKDT	996	100,0%	996
KCN Trảng Duệ 3	CKDT	4.850	89,3%	4.329
Cụm công nghiệp Long An	CKDT	1.689	84,4%	1.425
Cụm công nghiệp Hưng Yên	CKDT	2.526	93,9%	2.373
KCN Long An	CKDT	7.728	55,3%	4.277
Khác*		3.481	93,9-100%	3.422
KĐT				25.109
KĐT Phúc Ninh	CKDT	2.318	100,0%	2.318
KĐT Trảng Duệ	CKDT	689	89,3%	615
KĐT Trảng Cát	CKDT	22.175	100,0%	22.175
Tài sản khác	Giá trị sổ sách			8.001
Tổng giá trị phát triển NPV				51.351
(+) Tiền mặt và tương đương tiền				18.163
(-) Tổng nợ				26.074
NAV				43.441
Chiết khấu cho NAV				10%
NAV chiết khấu				39.096
CP đang lưu hành (tr)				942
Giá mục tiêu				41.500
TL tăng				+24,1%
Lợi suất cổ tức				0,0%
Tổng mức sinh lời				+24,1%
P/B dự phóng năm 2025/26 tại giá mục tiêu				1,6x/1,4x
P/E dự phóng năm 2025/26 tại giá mục tiêu				21,9x/13,6x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Các KCN khác bao gồm Kim Thành 2, Quang Châu, Quế Võ, Phú Bình, và Sông Hậu 2.

Hình 7: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu của chúng tôi cho KBC liên quan đến các thay đổi trong giả định của chúng tôi đối với giá bán trung bình ròng khởi điểm của KĐT Trảng Cát, các yếu tố khác không thay đổi

Giá bán trung bình (triệu đồng/m2)*	20,0	21,5	23,0	24,5	26,0
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	37.900	39.700	41.500	43.300	45.200

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Giả định giá bán trung bình ròng khởi điểm của KĐT Trảng Cát

Hình 8: Tóm tắt WACC

	Cũ	Mới
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 9: Phân tích độ nhạy của WACC đối với giá mục tiêu, các yếu tố khác không thay đổi

WACC	13,4%	13,9%	14,4%	14,9%	15,4%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	44.200	42.900	41.500	40.200	39.000

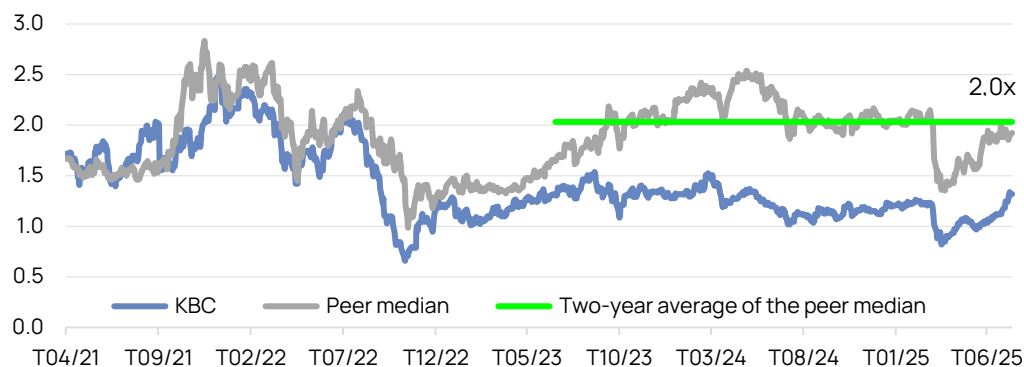
Nguồn: Vietcap

Hình 10: 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	1.069	498	6,8	59	88,2	15,3	17,5	6,1	18,6	2,9
PHR	326	64	20,3	19	3,8	-46,3	13,3	8,5	16,7	1,9
SZC	264	40	8,9	14	27,9	41,6	11,4	4,4	19,3	2,0
SIP	624	319	9,9	51	22,6	-47,1	28,6	5,0	12,6	1,7
IDC	628	306	-6,2	59	-18,0	-18,3	27,3	8,0	10,8	1,9
Trung vị	624	306	8,9	51	22,6	-18,3	17,5	6,1	16,7	1,9
Trung bình	582	245	7,9	40	24,9	-11,0	19,9	6,3	15,2	2,0
KBC	1.212	209	157,0	53	419,2	30,8	6,5	2,5	19,7	1,3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 11/08/2025). Lưu ý: (*) P/B điều chỉnh cho doanh thu chưa ghi nhận ngắn và dài hạn.

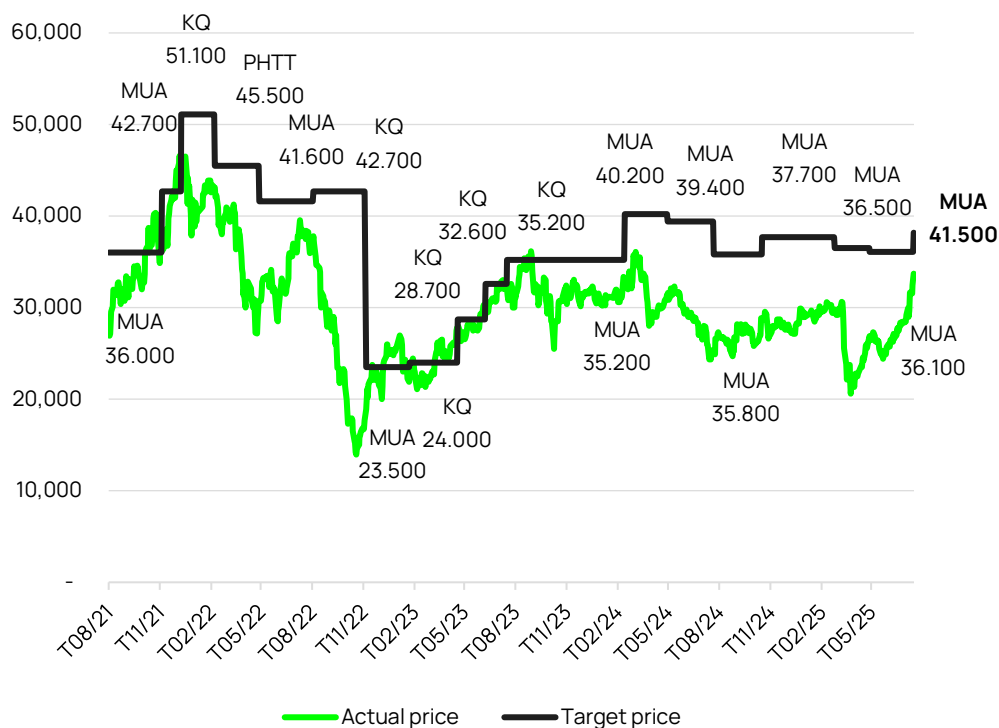
Hình 11: P/B điều chỉnh cho KBC và các công ty cùng ngành



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 11/08/2025)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 12: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (Lưu ý: diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	2.776	6.290	9.866	13.953
Giá vốn hàng bán	-1.492	-3.156	-4.682	-7.024
Lợi nhuận gộp	1.283	3.134	5.185	6.930
Chi phí bán hàng & marketing	-98	-274	-303	-494
Chi phí quản lí DN	-460	-509	-563	-741
LN từ HĐKD	726	2.352	4.319	5.695
Doanh thu tài chính	451	483	451	353
Chi phí tài chính	-259	-751	-1.104	-1.205
Trong đó, chi phí lãi vay	-269	-751	-1.104	-1.205
Lợi nhuận từ công ty LDLK	16	137	156	173
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-211	0	0	0
LNTT	723	2.221	3.821	5.015
Thuế TNDN	-299	-444	-764	-1.003
LNST trước CĐTS	423	1.777	3.057	4.012
Lợi ích CĐ thiếu số	-41	-77	-188	-314
LNST sau CĐTS, báo cáo	382	1.700	2.869	3.697
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	382	1.700	2.869	3.697
EBITDA	1.165	3.165	5.133	6.463
EPS báo cáo, VND	498	1.892	3.047	3.926
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

CHỈ SỐ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-50,6%	126,6%	56,9%	41,4%
LN từ HĐKD	-74,8%	224,2%	83,6%	31,8%
LNTT	-75,0%	207,4%	72,0%	31,2%
EPS báo cáo	-81,2%	280,3%	61,0%	28,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	46,2%	49,8%	52,5%	49,7%
Biên LN từ HĐKD	26,1%	37,4%	43,8%	40,8%
Biên EBITDA	42,0%	50,3%	52,0%	46,3%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	13,8%	27,0%	29,1%	26,5%
ROE	2,1%	7,9%	11,1%	12,7%
ROA	1,1%	3,2%	4,6%	5,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	3.188	2.439	2.400	1.863
Số ngày phải thu	1.510	872	611	417
Số ngày phải trả	118	62	41	30
TG luân chuyển tiền	4.580	3.250	2.970	2.250
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	5,1x	4,7x	6,0x	7,4x
CS thanh toán nhanh	3,1x	2,3x	2,6x	2,8x
CS thanh toán tiền mặt	0,9x	0,7x	0,7x	0,6x
Nợ/Tài sản	22,6%	31,7%	32,9%	31,9%
Nợ/Vốn sử dụng	32,9%	43,9%	43,3%	40,2%
Nợ/Vốn CSH	17,2%	45,7%	52,1%	52,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,7x	3,1x	3,9x	4,7x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	6.566	8.681	7.137	4.877
Đầu tư TC ngắn hạn	1.858	1.858	1.858	1.858
Các khoản phải thu	13.309	16.753	16.296	15.561
Hàng tồn kho	13.850	28.334	33.222	38.486
TS ngắn hạn khác	493	493	493	493
Tổng TS ngắn hạn	36.075	56.119	59.006	61.276
TS cố định (nguyên giá)	888	1.076	1.372	1.791
- Khấu hao	-479	-672	-880	-1.124
TS cố định (ròng)	408	404	492	667
Đầu tư TC dài hạn	4.817	5.709	5.709	5.709
TS dài hạn khác	3.429	3.430	3.461	3.502
Tổng TS dài hạn	8.655	9.543	9.662	9.879
Tổng Tài sản	44.730	65.662	68.668	71.154
Phải trả ngắn hạn	529	542	499	661
Nợ vay ngắn hạn	371	985	687	712
Nợ ngắn hạn khác	6.192	10.457	8.669	6.889
Tổng nợ ngắn hạn	7.093	11.984	9.855	8.262
Nợ vay dài hạn	9.741	19.837	21.904	21.957
Nợ dài hạn khác	7.251	7.257	7.268	7.282
Tổng nợ	24.085	39.078	39.027	37.501
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	7.676	9.418	9.418	9.418
Thặng dư vốn cổ phần	2.744	5.164	5.164	5.164
Lợi nhuận giữ lại	4.811	6.511	9.380	13.077
Vốn khác	3.327	3.327	3.327	3.327
Lợi ích CĐTS	2.087	2.164	2.352	2.667
Vốn chủ sở hữu	20.645	26.584	29.641	33.653
Tổng nguồn vốn	44.730	65.662	68.668	71.154
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	768	942	942	942

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	841	6.566	8.681	7.137
LNST sau lợi ích CĐTS	382	1.700	2.869	3.697
Khấu hao	165	193	208	244
Thay đổi vốn lưu động	3.344	-14.513	-6.262	-6.147
Điều chỉnh khác	-2.740	-399	-252	-24
Tiền từ HĐ kinh doanh	1.152	-13.019	-3.437	-2.230
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-475	-220	-327	-460
Đầu tư ròng	-1.400	483	451	353
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.874	263	123	-107
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	1	4.162	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	34	613	-298	25
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	6.419	10.096	2.067	53
Khác	-7	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	6.447	14.871	1.769	78
Lưu chuyển tiền thuần	5.725	2.115	-1.545	-2.259
Tiền cuối năm	6.566	8.681	7.137	4.877

Nguồn: KBC, dự báo của Vietcap

Phụ lục
Các KCN của KBC

Hình 13: Danh mục KCN của KBC tính đến cuối quý 2/2025

Các KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của KBC	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 đang trong giai đoạn mở cho thuê								
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%
Tràng Duệ 1	Hải Phòng	89,3%	2007	188	129	129	0	100%
Tràng Duệ 2	Hải Phòng	89,3%	2015	214	133	133	0	100%
NSHL	Bắc Ninh	100,0%	2010	300	204	121	83	59%
Tân Phú Trung	HCMC	72,8%	2004	543	346	240	106	69%
Quang Châu & Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	89,0%	2006	516	346	343	3	99%
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	89,3%	2025	653	470	30	440	6%
CCN Hưng Yên*	Hưng Yên	93,9%	2021	225	147	83	64	56%
Nam Tân Tập	Long An	38,4%	2021	245	159	50	109	~30%
Quế Võ 2 mở rộng	Bắc Ninh	100,0%	2025	140	~90	~50 (biên bản ghi nhớ)	~40	56%
TỔNG CỘNG				~3.600	~2.400	~1.500	~800	
Các dự án KCN và CCN đã nhận được phê duyệt đầu tư từ Chính phủ								
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%
CCN Phước Vĩnh Đông 2	Long An	89,0%	2021	50	33	0	33	0%
CCN Phước Vĩnh Đông 4	Long An	72,8%	2021	49	32	0	32	0%
CCN Tân Tập	Long An	89,3%	2021	71	46	0	46	0%
CCN Ân Thi*	Hung Yen	93,9%	2021	75	49	0	49	0%
CCN Kim Thi*	Hung Yen	93,9%	2021	75	49	0	49	0%
Kim Thành 2*	Hai Duong	93,9%	2025	437	284	0	284	0%
Bình Giang	Hai Duong	100,0%	2025	148	~96	0	~96	0%
Phủ Bình	Thai Nguyen	100,0%	2025	675	~439	0	~439	0%
Sông Hậu 2	Hau Giang	100,0%	2025	380	~264	0	~264	0%
TỔNG CỘNG				~3.100	~2.100	0	~2.100	

Nguồn: KBC, Vietcap. Lưu ý: (*) KBC chỉ nhận được phê duyệt đầu tư cho 3/5 dự án KCN tại tỉnh Hưng Yên (Đặng Lễ, Kim Động và Chính Nghĩa) và cho giai đoạn 1 của KCN Kim Thành 2 (tổng diện tích 235 ha) như đã liệt kê ở trên.

KCN Tràng Duệ 3, với tổng diện tích 653 ha, là giai đoạn mở rộng của KCN Tràng Duệ 1 (188 ha) và Tràng Duệ 2 (214 ha) tại Hải Phòng. Vào tháng 6/2023, LG Innotek đã cam kết đầu tư thêm 1 tỷ USD để mở rộng nhà máy đặt tại Tràng Duệ 1 & 2. Chúng tôi kỳ vọng LG sẽ tiếp tục là khách thuê chủ chốt của KCN Tràng Duệ 3.

Dự án này gần đây đã nhận được phê duyệt đầu tư từ Thủ tướng Chính phủ và dự kiến sẽ bắt đầu mở cho thuê/bàn giao trong năm 2025, theo dự báo của chúng tôi. Dự án đã bắt đầu khởi công vào tháng 5/2025 và, tính từ đầu năm đến nay, KBC hiện đã ký kết biên bản ghi nhớ cho khoảng 30 ha đất. Về công tác giải phóng mặt bằng, KBC đã thu hồi được khoảng 200 ha trong tổng diện tích dự án.

Các dự án KĐT của KBC

Hình 14: Các dự án KĐT của KBC

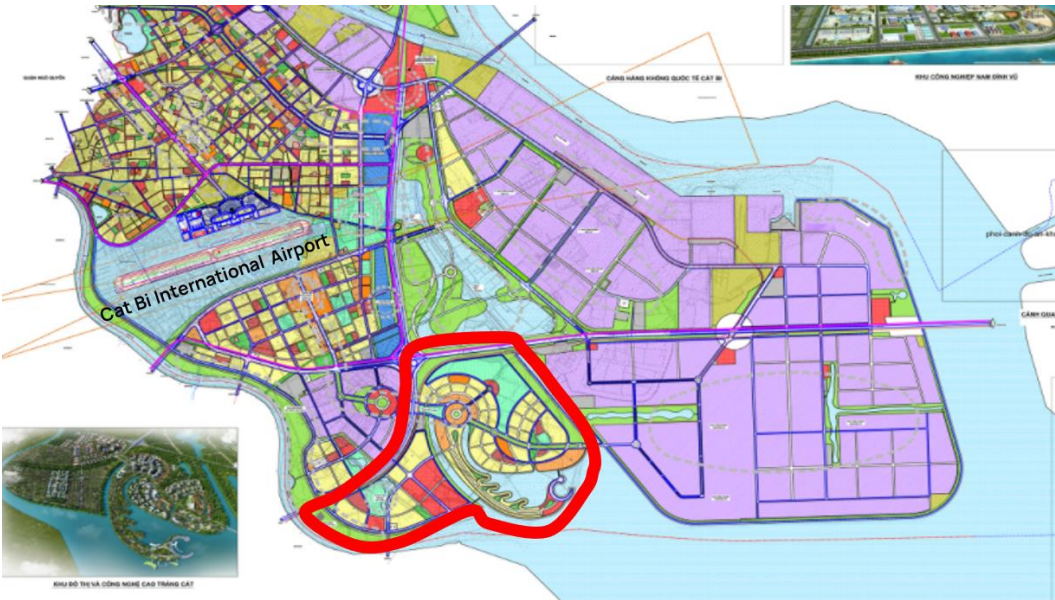
KĐT	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	% đã bàn giao	Năm ra mắt	% diện tích hoàn tất giải phóng mặt bằng
Phúc Ninh	Bắc Ninh	100,0%	114,6	44,5	27%	2027F*	77%
Tràng Duệ	Hải Phòng	89,3%	42,1	22,6	57%	2019	100%
Tràng Cát	Hải Phòng	100,0%	584,9	282,1	0%	2026F	100%
Trump International Hưng Yên ^	Hưng Yên	93,9%	888,5	135,8**	0%	2026G	0%
Tổng cộng			~1.600	~500			

Nguồn: KBC, Vietcap. Lưu ý: (*) tái khởi động; (**) khu dân cư; (^) Sân golf Khoái Châu, Khu du lịch sinh thái và Khu đô thị phức hợp.

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. KBC hiện đang phối hợp với chính quyền địa phương để xây dựng tuyến đường kết nối từ dự án đến đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng.

Dự án đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt điều chỉnh chủ trương đầu tư vào tháng 1/2025 và KBC đã hoàn tất nộp bổ sung tiền sử dụng đất vào tháng 3/2025. Chúng tôi dự báo dự án này sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2026.

Hình 15: Vị trí và quy hoạch của KĐT Tràng Cát



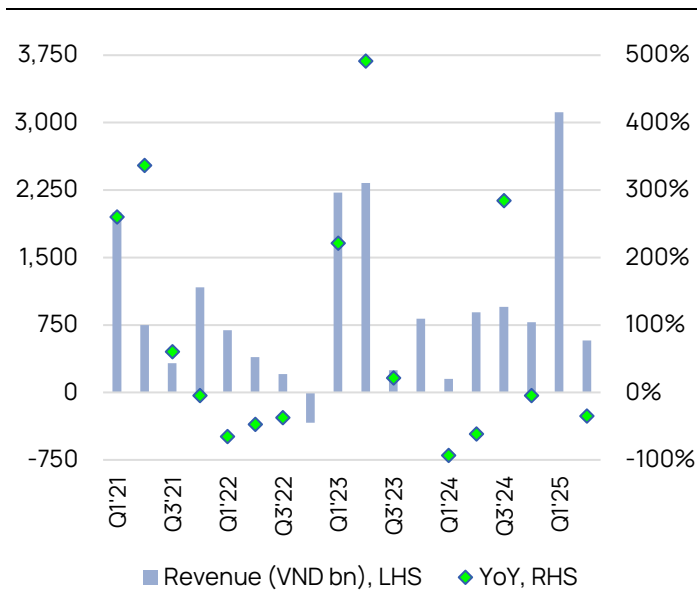
Nguồn: KBC, Vietcap

KĐT Phúc Ninh là dự án khu dân cư có quy mô 115 ha, tọa lạc trên trục đường Đẩu Mã – Vũ Ninh – Bắc Ninh. Đây là một trong những dự án nhà ở quy mô lớn cuối cùng còn lại tại khu vực nội đô trung tâm thành phố Bắc Ninh. Hiện tại, KBC chưa thể ghi nhận doanh thu bán đất từ dự án này do vẫn chưa hoàn tất nghĩa vụ tài chính đối với phần diện tích 27,4 ha còn lại (trong tổng số 44,5 ha đất có thể kinh doanh). Mức tiền sử dụng đất cho phần diện tích này đang chờ cơ quan chức năng địa phương xác định và sẽ do KBC thanh toán.

KBC đã bán 12 ha diện tích đất thương phẩm tại KĐT Phúc Ninh, trong đó khoảng 9,5 ha vẫn chưa được ghi nhận vào doanh thu, với giá trị hợp đồng còn lại là 1,25 nghìn tỷ đồng và khoản phải thu còn lại là 1,23 nghìn tỷ đồng.

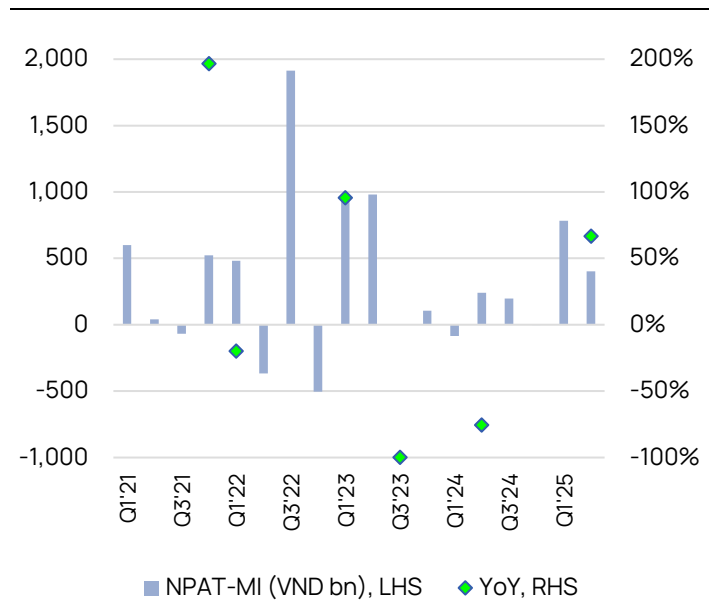
KQKD hàng quý của KBC

Hình 16: Doanh thu



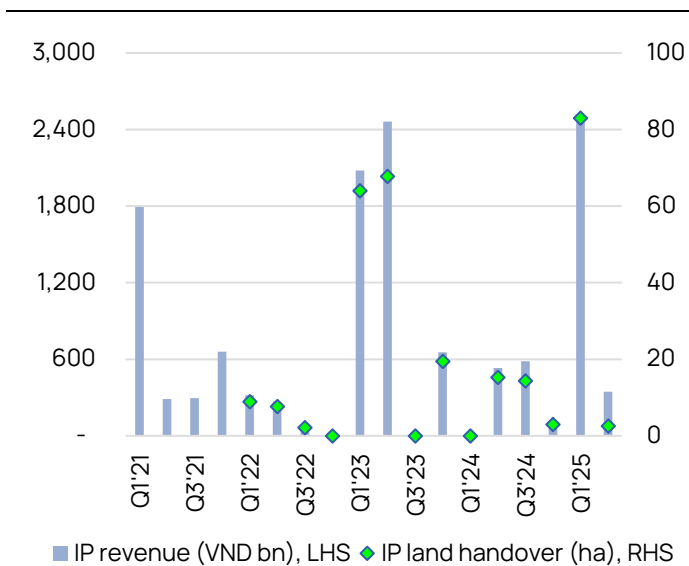
Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 17: LNST sau lợi ích CĐTS



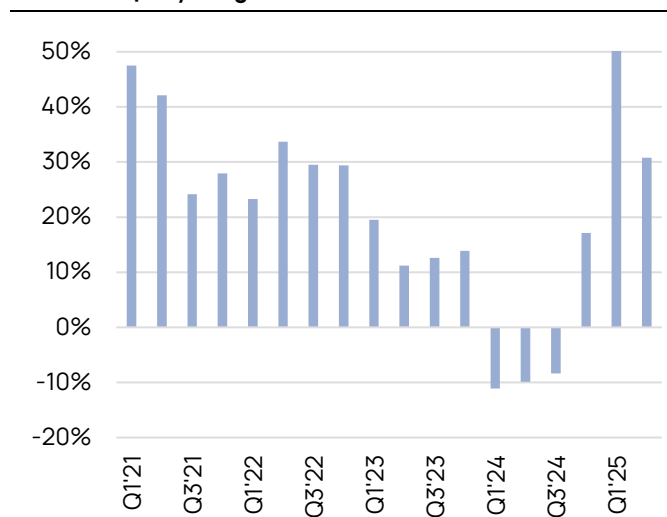
Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 18: Doanh số cho thuê đất KCN và doanh thu



Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 19: Nợ vay ròng/VCSH



Nguồn: KBC, Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Nhật Anh, 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 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.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, 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, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách
hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

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.