

**TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (HOSE: KBC)**
**BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP**
**XẾP HẠNG 12 THÁNG**
**MUA**

Giá mục tiêu 12T	<b>39,400 đồng</b>
Lợi nhuận kỳ vọng	<b>42.5%</b>
Giá đóng cửa gần nhất (24/3/2026)	<b>27,650 đồng/CP</b>

**Sẵn sàng cho chu kỳ tăng trưởng bền vững hơn**
**Luận điểm đầu tư**

- **Doanh số ký bán phục hồi mạnh mẽ, đảm bảo triển vọng cho năm 2026.** Sau một Q2/25 trầm lắng do các bất định liên quan đến thuế quan, hoạt động thu hút đầu tư của KBC đã khởi sắc mạnh mẽ từ đầu Q3/25. Tính đến cuối năm 2025, backlog ký cho năm 2026 đạt 148ha. Trong bối cảnh rủi ro thuế quan dẫn hạ nhiệt cùng các chính sách hỗ trợ thu hút FDI từ Chính phủ, chúng tôi kỳ vọng hoạt động thu hút đầu tư vào KCN sẽ tiếp tục đà phục hồi trong năm 2026-27. Qua đó chúng tôi dự phóng diện tích đất KCN bàn giao lần lượt đạt 153ha và 176ha trong năm 2026-27 (so với năm 2025 là 122.7ha).
- **Quỹ đất được mở rộng đáng kể sau giai đoạn khan hiếm.** Trong nửa đầu năm 2025, KBC đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư sáu dự án KCN với tổng diện tích cho thuê ước tính khoảng 1,649ha. Hiện tại, doanh nghiệp đang đẩy nhanh triển khai 5 dự án trọng điểm gồm: Trảng Duệ 3 (Hải Phòng), Quế Võ mở rộng 2 (Bắc Ninh) và Kim Thành 2 (Hải Dương), Phú Bình (Thái Nguyên) và Lộc Giang (Long An) với tiến độ đền bù GPMB hiện đã đạt mức tương đối cao. Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ bắt đầu bàn giao đất trong giai đoạn 2026-27, qua đó mở rộng mạnh mẽ quỹ đất KCN của KBC lên thêm khoảng 1,170ha.
- **KĐT Trảng Cát đã hoàn thiện pháp lý, sẵn sàng bàn giao.** Dự án KĐT Trảng Cát đã hoàn tất nghĩa vụ nộp tiền sử dụng đất và đã có sổ đỏ trong năm 2025. Với việc thủ tục pháp lý đã đầy đủ, đất tại dự án đã giải phóng mặt bằng được hơn 100ha, cùng với việc công ty đã và đang đàm phán với các bên mua, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ bắt đầu chuyển nhượng một phần dự án từ cuối năm 2026. Chúng tôi dự phóng công ty sẽ bàn giao 10ha đất mỗi năm tại dự án này trong giai đoạn 2026-27, qua đó thúc đẩy doanh thu, lợi nhuận mảng BĐS dân cư tăng mạnh.
- **Danh mục dự án BĐS nhà ở tiếp tục được mở rộng.** Bên cạnh dự án trọng điểm KĐT Trảng Cát, công ty cũng đang triển khai dự án Central Point Hải Phòng – tọa lạc tại vị trí chiến lược đối diện trung tâm hành chính mới của Hải Phòng – và dự án Khu đô thị & sân golf Khoái Châu mang thương hiệu Trump. Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu mảng BĐS từ năm 2028 trở đi. Tuy nhiên, với quan điểm thận trọng, chúng tôi chưa đưa định giá DCF của dự án Khu đô thị & sân golf Khoái Châu vào mô hình định giá hiện tại.

**Rủi ro đầu tư**

- Tổng thống Trump có thể công bố các mức thuế áp lên từng ngành, qua đó ảnh hưởng đến tâm lý của các khách thuê trong ngành và có thể ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh thu hút FDI của Việt Nam nếu như mức thuế áp lên từng quốc gia là khác nhau. Điều này sẽ ảnh hưởng đến triển vọng thu hút đầu tư vào KCN của công ty trong giai đoạn 2026-27.
- Tiến độ bán dự án KĐT Trảng Cát có thể chậm hơn kỳ vọng, làm giảm tiềm lực tài chính và triển vọng tăng trưởng năm 2026.

Vốn hóa (tỷ đồng)	26,040
Số CP lưu hành (tr CP)	942
Sở hữu NN còn lại	38.7%
KLGD TB 52 tuần (tr CP)	6.942
Giá cao nhất 52 tuần	41,200
Giá thấp nhất 52 tuần	20,600
Beta (lần)	1.1

**Diễn biến giá cổ phiếu**


VND	2025	2026	% YoY
EPS (VND)	2,504	2,848	13.7%
BVPS (VND)	29,519	29,183	-1.1%
P/E	11.0	9.7	-12.1%
P/B	0.9	0.9	1.2%
ROA	3.7%	3.8%	+13 bps
ROE	8.9%	9.5%	+65 bps

**Cổ đông lớn**

Đặng Thành Tâm	5.5%
CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	7.2%
CTCP Quản lý quỹ PVI	5.3%
CTCP Đầu tư và Phát triển DTT	9.2%
Khác	72.8%

**Tổng quan doanh nghiệp**

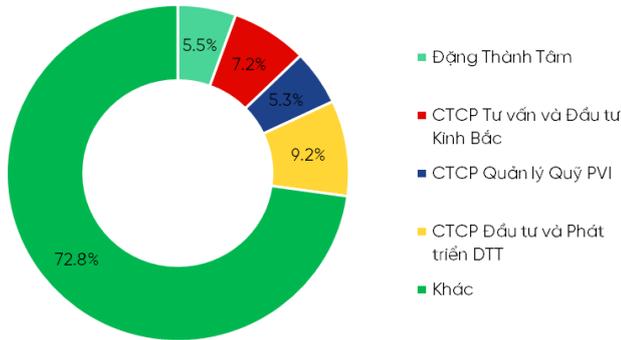
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc được thành lập năm 2002 và được biết đến là một trong những nhà phát triển KCN lớn nhất Việt Nam với quỹ đất hiện hữu hơn 2,475ha tới từ 9 dự án KCN/CCN đang hoạt động và dự kiến mở rộng quỹ đất thêm 2,149ha với 6 dự án KCN/CCN trong giai đoạn 2025-27. Quỹ đất công nghiệp của KBC hiện đang tập trung phần lớn ở miền Bắc (Bắc Ninh, Bắc Giang, Hải Phòng, Hưng Yên) nhưng đang mở rộng sang cả miền Nam (Long An, Hậu Giang). Các dự án KCN của KBC đều sở hữu vị trí đắc địa cùng với định hướng phát triển KCN phù hợp cho sản xuất điện tử, công nghiệp hỗ trợ giúp cho KBC đã nhanh chóng thu hút được các tên tuổi lớn như: LG, Foxconn, và Goertek. Bên cạnh đó những năm qua KBC đang mở rộng quỹ đất KĐT với dự án nổi bật như KĐT Trảng Cát.

**Chuyên viên phân tích**
**Nguyễn Thị Thúy Nga**
[ngant1@vpbanks.com.vn](mailto:ngant1@vpbanks.com.vn)

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

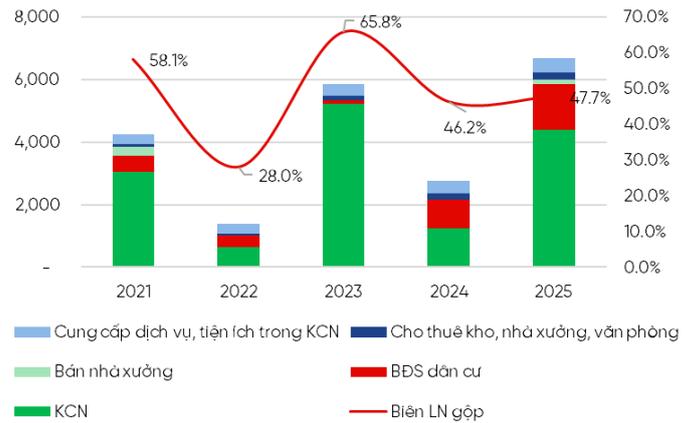
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HOSE: KBC) được thành lập năm 2002 và được biết đến như là một trong những nhà phát triển Khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam với quỹ đất hiện hữu hơn 2.475ha tới từ 9 dự án KCN/CCN đang hoạt động và dự kiến mở rộng quỹ đất thêm 2.149ha với 6 dự án KCN/CCN trong giai đoạn 2026-27. Quỹ đất công nghiệp của KBC hiện đang tập trung phần lớn ở miền Bắc (Bắc Ninh, Bắc Giang, Hải Phòng, Hưng Yên) nhưng đang mở rộng sang cả miền Nam (Long An, Hậu Giang). Các dự án KCN của KBC đều sở hữu vị trí đắc địa cùng với định hướng phát triển KCN phù hợp cho sản xuất điện tử, công nghệ cao, công nghiệp hỗ trợ giúp cho KBC đã nhanh chóng thu hút được các tên tuổi lớn như: LG, Foxconn, Canon và Goertek.

**Hình 1: Cơ cấu cổ đông**



Nguồn: KBC, VPBankS Research

**Hình 2: Cơ cấu doanh thu hàng năm (tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo công ty, VPBankS Research

**Hình 3: Danh mục các dự án KCN, CCN hiện tại và sắp tới của công ty**

Dự án	Vị trí	Năm cho thuê	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tổng diện tích (ha)	Diện tích có thể cho thuê (ha)	Diện tích cho thuê còn lại tại cuối 2025	Giá cho thuê (USD/m <sup>2</sup> /chukỳ thuê)
<b>KCN đã lấp đầy</b>						2,728		
Quế Võ 1	Bắc Ninh	2003	100.0%		274			
Quế Võ 2	Bắc Ninh	2006	100.0%		244			
Tràng Duệ 1	Hải Phòng	2008	86.5%		184			
Tràng Duệ 2	Hải Phòng	2015	86.5%		190			
Quang Châu	Bắc Giang	2006	88.1%		426			
Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	2023	88.1%		90			
<b>KCN/CCN còn diện tích cho thuê</b>								
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	2021	100.0%		300	204	56	180-185
Tân Phú Trung	HCM	2010	72.8%		542	346	106	290-300
CCN Hưng Yên	Hưng Yên	2025	93.9%		225	160	66	110-120
<b>KCN/CCN sắp cho thuê</b>								
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	2026F	89.3%	8,094	653	456		175-180
Quế Võ mở rộng 2	Bắc Ninh	2026F	100.0%	1,878	140	91		165-170
Lộc Giang	Long An	2026F	72.8%	5,198	466	316		120-125
CCN Phụ trợ Tràng Duệ	Hải Phòng	2026F	89.3%	905	59	39		165
Kim Thành 2	Hải Dương	2027F	93.9%	3,403	235	N/A		135-140
Phú Bình	Thái Nguyên	2027F	100.0%	11,492	675	470		
<b>KCN/CCN tương lai</b>								
Sông Hậu 2	Hậu Giang	2028F	100.0%	5,570	380			
CCN Tân Lập	Long An	2028F	86.5%		71	46		
CCN Phước Vinh Đông 4	Long An	2028F	72.8%		50	36		
Bình Giang Đ1			100.0%	1,755	148			

Nguồn: KBC, VPBankS Research

Bên cạnh đó những năm qua KBC đang tích cực triển khai các dự án NOXH và mở rộng quỹ đất KĐT với dự án nổi bật là KĐT Tràng Cát và Khu đô thị, sân golf Khoái Châu.

## TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH Q4/25

**LN Q4** được thúc đẩy bởi hoạt động kinh doanh cốt lõi và LN một lần từ thương vụ mua lại

**Hình 4: Tóm tắt KQKD Q4/25 và cả năm 2025**

Tỷ đồng	Q4/25	Q4/24	% svck	2025	% svck	Dự phóng 2025	2025 sv dự phóng
<b>Doanh thu</b>	<b>1,648</b>	<b>781</b>	<b>111.0%</b>	<b>6,687</b>	<b>140.9%</b>	<b>6,482</b>	<b>103.2%</b>
_ BDS KCN	695	134	418.8%	4,376	249.9%	4,648	94.1%
_ BDS dân cư	763	488	56.5%	1,460	60.5%	1,091	133.8%
_ Khác	190	159	19.0%	851	38.3%	743	114.6%
<b>LN gộp</b>	<b>603</b>	<b>385</b>	<b>56.6%</b>	<b>3,190</b>	<b>148.5%</b>	<b>3,224</b>	<b>98.9%</b>
Chi phí BH&QLDN	(246)	(146)	68.8%	(753)	35.0%	(634)	118.8%
LN tài chính ròng	49	92	-47.4%	(28)	-114.3%	(147)	18.7%
LN khác ròng	321	(239)	N/A	328	N/A	38	863.6%
<b>LNTT</b>	<b>840</b>	<b>122</b>	<b>586.2%</b>	<b>2,929</b>	<b>305.4%</b>	<b>2,470</b>	<b>118.6%</b>
<b>LN ròng</b>	<b>652</b>	<b>30</b>	<b>2045.9%</b>	<b>2,104</b>	<b>450.8%</b>	<b>1,882</b>	<b>111.8%</b>
Biên LN gộp	36.6%	49.3%	-12.7 đ %	47.7%	+1.5 đ %	49.7%	
Biên LN ròng	39.5%	3.9%	+35.6 đ %	31.5%	+17.7 đ %	29.0%	

Nguồn: KBC, VPBankS Research

### Doanh thu Q4 gấp đôi cùng kỳ nhờ tăng trưởng ở hai mảng kinh doanh chính

Doanh thu Q4/25 tăng 111.0% svck, phù hợp với dự phóng của chúng tôi, phần lớn nhờ vào 2 mảng kinh doanh cốt lõi. Trong đó: 1) mảng BDS KCN tăng gấp 5.3 lần so với nền thấp của Q4/24, đạt 715 tỷ đồng nhờ bàn giao 17ha (gồm 9ha tại KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh và 8ha tại các CCN Hưng Yên); 2) mảng BDS dân cư tăng mạnh 56.5% svck, đạt 763 tỷ đồng nhờ tiếp tục đẩy mạnh bàn giao các căn NOXH tại dự án Evergreen Tràng Duệ và Evergreen Bắc Giang.

### Biên LN gộp Q4 co hẹp do dự án CCN Hưng Yên có biên LN thấp hơn

Biên LN gộp giảm 12.7 điểm % svck và 22.4 đ % sv quý trước do dự án CCN Hưng Yên có biên LN thấp hơn nhiều so với các dự án KCN khác (khoảng 40% trong khi các dự án đang cho thuê khác có biên LN gộp từ 60%-75%). Nhìn chung chúng tôi cho rằng các dự án BDS KCN vẫn giữ nguyên biên LN gộp như đầu năm khi giá bán đi ngang. Trong khi đó biên LN gộp dự án NOXH tăng 6.8 điểm % svck lên 17% nhờ giá bán tăng tốt.

### Thu nhập khác tăng mạnh khi ghi nhận LN từ thương vụ mua lại trong Q4

LN ròng khác đạt 321 tỷ đồng trong Q4/25 nhờ ghi nhận 327 tỷ đồng chênh lệch giữa giá mua và giá trị hợp lý sau khi mua cổ phần sở hữu gián tiếp (99%) CTCP Đầu tư Láng Hạ. Hiện công ty này đang là chủ đầu tư dự án Trung tâm thương mại và văn phòng cao 28 tầng tại số mặt đường Láng Hạ (Hà Nội). Dự án hiện đang trong tình trạng xây thô, KBC dự kiến sẽ tiếp tục hoàn thiện và đưa dự án này đi vào hoạt động từ năm 2027.

### LN ròng năm 2025 gấp 5.6 lần cùng kỳ, vượt 14% dự phóng của chúng tôi

LN ròng năm 2025 đạt 2,147 tỷ, tăng mạnh trên nền thấp năm 2024 nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của mảng BDS KCN và đẩy mạnh bàn giao các dự án NOXH. Tổng kết cả năm, công ty bàn giao được hơn 122ha đất KCN và 2,186 căn NOXH. LN ròng cả năm vượt 11.8% dự phóng của chúng tôi phần lớn do LN khác ghi nhận 1 lần trong Q4/25 như để cập ở trên.

### Tài sản tăng mạnh nhờ đầu tư mạnh mẽ vào các dự án mới

Tính đến cuối Q4/25, tổng tài sản của công ty đạt 69,581 tỷ đồng, tăng mạnh 55.6% sv đầu năm khi công ty gia tăng đầu tư mạnh mẽ vào các dự án BDS và công ty liên doanh trong năm. Trong đó:

- Hàng tồn kho tăng gấp đôi sv đầu năm chủ yếu do nộp tiền đất bổ sung và xây dựng hạ tầng dự án KĐT Trảng Cát, bên cạnh đó còn do tiền đền bù đất tại một số dự án mới như KCN Lộc Giang, KCN Trảng Duệ 3, KCN Kim Thành 2 và dự án KĐT, sân golf Khoái Châu.
- Chi phí xây dựng cơ bản dở dang tăng mạnh sv đầu năm và sv quý trước do hợp nhất dự án Trung tâm thương mại và văn phòng Láng Hạ (giá trị ghi sổ là 3,530 tỷ đồng) sau khi mua cổ phần sở hữu gián tiếp CTCP Đầu tư Láng Hạ.
- Đầu tư vào các công ty liên doanh/liên kết tăng mạnh do trong năm công ty gia tăng vốn góp tại CTCP KCN Sài Gòn Nhơn Hội (+ 2,071 tỷ đồng).

Về phía nguồn vốn, phần lớn các dự án BĐS dân cư và KCN cũng như việc đầu tư thêm vào công ty khác được tài trợ chính từ nợ vay và vốn huy động thêm trong năm. Do đó, nợ vay tại cuối Q4/25 đạt 28,638 tỷ đồng, tăng 183.2% sv đầu năm và VCSH đạt 26,726 tỷ đồng, tăng 29.5% sv đầu năm. Bên cạnh đó dòng tiền hoạt động kinh doanh trong kỳ cùng tiền trả trước từ khách mua NOXH và thuê đất KCN cũng tăng trưởng tích cực, hỗ trợ cho nhu cầu vốn đầu tư.

**Hình 5: Điểm nhấn chính trên bảng cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)	Q4/25	% sv đầu năm	% sv quý trước	% trên tổng TS/VCSH
<b>Tổng tài sản</b>	<b>69,581</b>	<b>55.6%</b>	<b>4.5%</b>	
Tiền và tương đương tiền	8,369	27.5%	-11.1%	12.0%
Các khoản phải thu ngắn hạn	17,215	29.3%	-15.0%	24.7%
Hàng tồn kho	27,073	95.5%	7.9%	38.9%
Bất động sản đầu tư	1,107	-14.4%	-1.6%	1.6%
Tài sản dở dang dài hạn	4,201	474.4%	424.1%	6.0%
Đầu tư vào công ty khác	7,732	60.5%	35.5%	11.1%
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>69,581</b>	<b>55.6%</b>	<b>4.5%</b>	
Nợ phải trả	42,855	77.9%	5.8%	61.6%
Tổng nợ vay	28,638	183.2%	6.0%	41.2%
Người mua trả tiền trước	1,572	107.6%	9.6%	2.3%
Nhận đặt cọc	1,346	51.6%	45.9%	1.9%
Vốn chủ sở hữu	26,726	29.5%	2.5%	38.4%

Nguồn: KBC, VPBankS Research

## TRIỂN VỌNG 2026-27: Sẵn sàng cho chu kỳ tăng trưởng bền vững hơn

**Hình 6: Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2026-27**

	Thực tế		Dự phóng		Tăng trưởng svck		Bình luận
	2024	2025	2026	2027	2026	2027	
Tỷ đồng							
Doanh thu	2,776	6,687	10,547	12,269	57.7%	16.3%	
_KCN	1,251	4,376	6,241	7,795	42.6%	24.9%	Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ bàn giao lần lượt 153ha và 176ha trong năm 2026-27 (so với năm 2025 là 122.7ha) nhờ kỳ vọng FDI tiếp tục phục hồi trong năm 2026-27 và các KCN mới bắt đầu có thể bàn giao
_BDS dân cư	910	1,460	3,552	3,669	143.3%	3.3%	Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ bán buôn 10ha đất mỗi năm tại KĐT Trảng Cát trong năm 2026-27 với giá bán từ 25-28 triệu đồng/m <sup>2</sup> . Bên cạnh đó chúng tôi dự phóng công ty sẽ tiếp tục bàn giao các căn NOXH trong giai đoạn 2026-27
_Cho thuê kho xưởng	196	232	244	268	5.0%	10.0%	
_Cung cấp tiện ích	419	486	511	536	5.0%	5.0%	
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>-50.6%</i>	<i>140.9%</i>	<i>57.7%</i>	<i>16.3%</i>			
LN gộp	1,283	3,190	4,934	6,549	54.7%	32.8%	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>46.2%</i>	<i>47.7%</i>	<i>46.8%</i>	<i>53.4%</i>	<i>-1.9%</i>	<i>14.1%</i>	
Chi phí BH&QLDN	(558)	(753)	(943)	(949)	25.2%	0.7%	Chi phí bán BH&QLDN dự phóng tăng mạnh phần lớn do chúng tôi kỳ vọng khoản phí tư vấn pháp lý, môi giới và xúc tiến bán hàng tăng mạnh khi hoạt động thu hút đầu tư và bán hàng được đẩy mạnh trong giai đoạn 2026-27
Chi phí tài chính ròng	192	(28)	(913)	(921)	3220.3%	0.9%	Chi phí tài chính ròng dự phóng tăng mạnh do: 1) công ty gia tăng nợ vay mạnh trong năm 2025 và chúng tôi kỳ vọng nợ vay giai đoạn 2026-27 có giảm nhẹ so với cuối năm 2025 nhưng vẫn duy trì ở mức cao; 2) chi phí lãi vay dự phóng tăng nhẹ; và 3) tiền gửi và các khoản cho vay dự phóng giảm do công ty đẩy tiếp tục đẩy mạnh đầu tư vào các dự án
LN trước thuế	726	2,933	3,593	5,197	22.5%	44.6%	
LN sau thuế	423	2,208	2,802	4,001	26.9%	42.8%	
LN ròng	382	2,104	2,682	3,863	27.5%	44.0%	
<i>Tăng trưởng LN ròng</i>	<i>-81.2%</i>	<i>450.8%</i>	<i>27.5%</i>	<i>44.0%</i>			

Nguồn: KBC, VPBankS Research

## Quy đất KCN mở rộng nhanh cùng doanh số ký mới phục hồi mạnh mẽ

### Quy đất KCN đang được đẩy nhanh mở rộng cho giai đoạn kinh doanh mới

Trong 6T25, loạt KCN của công ty đã được phê duyệt chủ trương đầu gồm: KCN Trảng Duệ 3 (653ha), KCN Kim Thành 2 (235ha), KCN Quế Võ mở rộng 2 (140ha), KCN Sông Hậu 2 (380ha), KCN Bình Giang (148ha) và KCN Phú Bình (675ha). Trong đó, công ty đang đẩy nhanh triển khai một số dự án trọng điểm có nhu cầu thuê đất cao như Trảng Duệ 3, Quế Võ mở rộng 2, Kim Thành 2 và Phú Bình giai đoạn 1 với tiến độ triển khai được cập nhật như hình dưới.

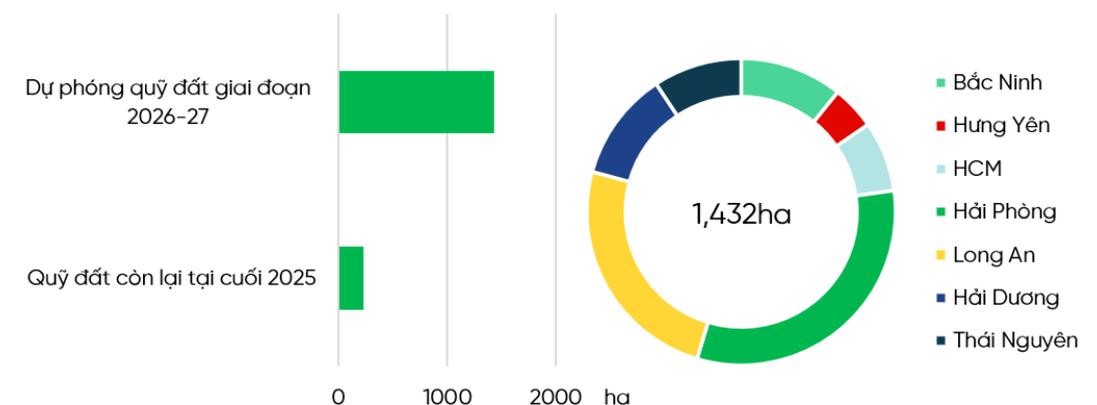
**Hình 7: Tiến độ các KCN đang được triển khai, có thể bàn giao trong giai đoạn 2026-27**

Dự án	Vị trí	Năm cho thuê dự kiến	Tổng diện tích (ha)	Diện tích có thể cho thuê (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Giá trị ghi sổ tại cuối Q4/25 (tỷ đồng)	Tiến độ triển khai
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	2026	653	456	8,094	851	Dự án đã động thổ ngày 11/5/2025. Tính đến cuối năm 2025, công ty đã đến bù, GPMB được hơn 165ha
Lộc Giang	Long An	2026	466	316	5,198	1,819	Dự án đã được phê duyệt chủ trương năm 2022. T8/2024 đã được tỉnh Long An thông qua QH 1/2000. Hiện đã đến bù được khoảng 410ha và có quyền sử dụng đất với 70ha
Kim Thành 2	Hải Dương	2027	235	N/A	3,403	520	Hiện dự án đã đến bù, GPMB được khoảng 50%
Phú Bình	Thái Nguyên	2027	675	470	11,492	N/A	Dự án đã khởi công ngày 19/12/2025 với giai đoạn 1 quy mô 190ha, tính đến cuối năm 2025, dự án đã đến bù, GPMB được khoảng 30ha
Quế Võ mở rộng 2	Bắc Ninh	2026	140	91	1,878	N/A	Đã hoàn tất đến bù

Nguồn: KBC, VPBankS Research tổng hợp

Tiến độ đến bù của các dự án mới hiện đã đạt được mức tương đối cao. Bên cạnh đó theo công ty, hoạt động đến bù, giải phóng mặt bằng tại các dự án hiện được chính quyền địa phương hỗ trợ đẩy nhanh hơn giai đoạn trước. Chúng tôi kỳ vọng các KCN này sẽ có thể bắt đầu có thể bàn giao đất trong giai đoạn 2026-27, đóng góp thêm khoảng gần 1,170ha đất KCN có thể cho thuê.

**Hình 8: Chúng tôi kỳ vọng diện tích đất KCN có thể cho thuê của công ty sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2026-27 nhờ loạt dự án bắt đầu bước vào giai đoạn bàn giao**



Nguồn: KBC, VPBankS Research

**Doanh số ký mới kỳ vọng tiếp tục đà phục hồi mạnh mẽ**

Sau Q2/25 tương đối trầm lắng, hoạt động thu hút đầu tư của công ty bắt đầu phục hồi từ Q3/25 và tính đến cuối năm 2025, tổng doanh số ký MoU (backlog) cho năm 2026 của công ty đạt khoảng 148ha, vượt tổng diện tích đất KCN bàn giao trong năm 2025 là 122.7ha. Trong đó 96ha tại KCN Quế Võ mở rộng 2 (khách thuê lớn là Luxshare), 40ha tại Tràng Duệ 3 và 12ha tại Nam Sơn – Hạp Lĩnh. Bên cạnh đó công ty còn có một số dự án có khả năng ký kết và bàn giao đất trong tương lai như dự án trung tâm dữ liệu quy mô 10ha tại KCN Tân Phú Trung với AIC và dự án xây dựng nhà xưởng quy mô 30ha của CTP.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký mới của công ty sẽ tiếp tục xu hướng phục hồi trong năm 2026-27 do:

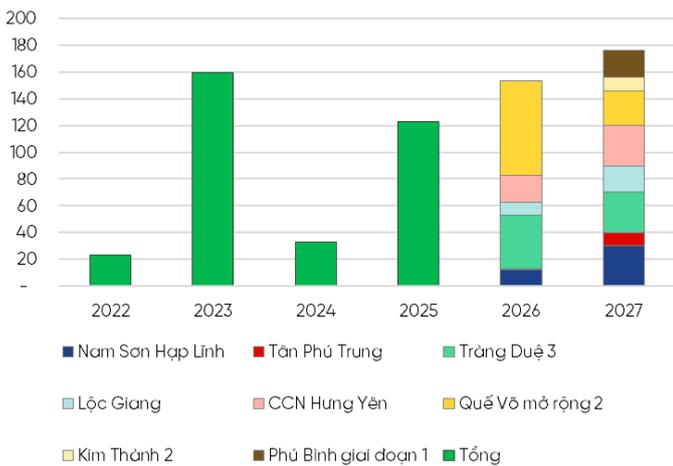
- Chúng tôi nhận thấy các rủi ro thuế quan đã dần hạ nhiệt, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp toàn cầu mạnh dạn hơn trong kế hoạch đầu tư. Kể từ cuối năm 2025 đến nay, nhiều tập đoàn lớn, đặc biệt trong ngành điện tử, bán dẫn đã bắt đầu công bố các kế hoạch đầu tư, mở rộng tại Việt Nam, điển hình như Luxshare, Lite-on, Intel và Cooler Master. Số liệu FDI đăng ký mới vào ngành sản xuất cũng

đang cho thấy sự phục hồi mạnh trong 2T26 với giá trị lũy kế 2 tháng đạt 2.63 tỷ USD, tăng 81.7% svck.

- Trong khi đó lo ngại rủi ro địa chính trị đang gia tăng, tiếp tục thúc đẩy các tập đoàn sản xuất toàn cầu thực hiện chiến lược đa dạng hóa chuỗi sản xuất.
- Việt Nam bên cạnh những lợi thế cạnh tranh hiện hữu về chi phí, ổn định chính trị, vị trí chiến lược, còn đang tích cực nâng cấp hạ tầng mạnh mẽ và cải thiện chính sách thu hút đầu tư thông qua luật và các nghị định (Luật Đầu tư sửa đổi bắt đầu có hiệu lực từ tháng 3/2026, Chiến lược phát triển ngành bán dẫn, và kỳ vọng sắp tới là nghị định liên quan đến kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài). Chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến ưa thích của các tập đoàn toàn cầu trong chiến lược đa dạng hóa và KBC với quỹ đất KCN đang được mở rộng nhanh chóng, tập trung tại các tỉnh trọng điểm miền Bắc, sẽ tiếp tục là một trong những công ty được hưởng lợi chính.

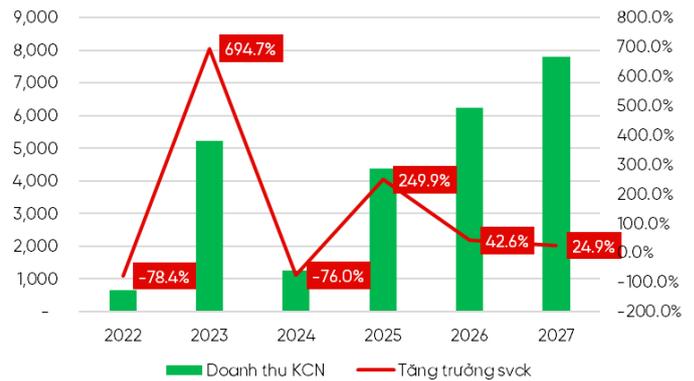
Cùng với tiến độ triển khai của các dự án đang tích cực, chúng tôi dự phóng diện tích đất bàn giao của công ty sẽ lần lượt đạt 153ha và 176ha trong năm 2026-27, tăng 24.7% và 15.0% svck. Qua đó chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng KCN trong năm 2026-27 sẽ tăng trưởng lần lượt 42.6% và 24.9% svck.

**Hình 9: Chúng tôi dự phóng công ty sẽ bàn giao lần lượt 153ha và 176ha đất KCN trong năm 2026-27**



Nguồn: KBC, VPBankS Research

**Hình 10: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng KCN sẽ tiếp tục phục hồi mạnh trong giai đoạn 2026-27**



Nguồn: KBC, VPBankS Research

## Quỹ đất dân cư lớn tạo tiềm năng tăng trưởng dài hạn

### Dự án KĐT Trảng Cát đã hoàn thiện pháp lý và sẵn sàng bàn giao

Sau gần 10 năm triển khai pháp lý và đền bù, ngày 15/1/2025, dự án KĐT và dịch vụ Trảng Cát đã được phê duyệt chủ trương đầu tư. Cùng với đó, sau khi UBND TP.Hải Phòng ban hành quyết định về tiền sử dụng đất cần nộp thêm sau điều chỉnh quy hoạch vào ngày 28/02/2025, công ty đã nộp bổ sung 6.854 tỷ đồng tiền đất cho phần diện tích đất thương mại tăng thêm là 71,5ha trong Q1/25. Cùng với tiền sử dụng đất đã nộp năm 2020, công ty đã hoàn thành 100% tiền sử dụng đất phải nộp tại dự án KĐT Trảng Cát và đã được cấp sổ đỏ trong năm 2025.

**Hình 11: Thông tin dự án KĐT Trảng Cát**



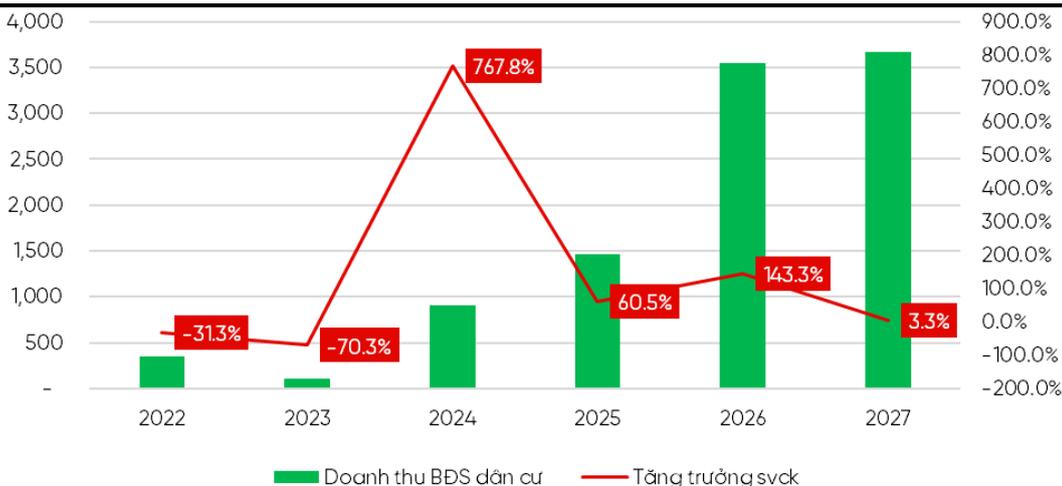
- Vị trí: Hải An, TP.Hải Phòng; nằm cạnh đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, cách KCN Deep C II 300m về phía Đông, cách cụm dân cư phường Trảng Cát 1km về phía Tây Bắc
- Tổng diện tích: 584.9ha
- Diện tích đất ở: 248.9ha (trong đó 53.3ha đất NOXH và 195.5 đất ở lâu dài)
- Tổng mức đầu tư: 69,087 tỷ đồng
- Tiến độ: công ty đã đến bù gần như toàn bộ dự án (hơn 99% tổng diện tích) và nộp toàn bộ tiền sử dụng đất cho 195.5ha đất ở lâu dài cho nhà nước; tính đến T2/2025, công ty đã giải phóng mặt bằng được 106ha

Nguồn: KBC, Copernicus (Sentinel-2), VPBankS Research

Theo hình ảnh từ vệ tinh, hiện một phần dự án KĐT Trảng Cát đã có đường phân lô. Theo công ty, dự án KĐT Trảng Cát đã và đang đàm phán với các bên mua tiềm năng. Công ty dự kiến sẽ bán buôn một phần đất thuộc dự án này trong những năm tới với 20–30ha cho các chủ đầu tư BĐS có thương hiệu. Xung quanh vị trí gần khu đô thị Trảng Cát hiện có hai dự án khu đô thị thị lớn đang được triển khai gồm Vinhomes Golden City (240.6ha, khởi công Q2/25) và KĐT Hưng Ngân Riverside (43.5ha, tái khởi công Q2/25). Với quỹ đất đã sẵn sàng để bàn giao, chúng tôi kỳ vọng công ty có thể ghi nhận doanh số bán đất tại dự án KĐT Trảng Cát từ năm 2026. Chúng tôi dự phóng công ty sẽ bàn giao 10ha đất mỗi năm tại dự án này trong giai đoạn 2026–27 với mức giá dao động từ 25–28 triệu đồng/m2.

Với sự đóng góp lớn của dự án này bên cạnh các dự án NOXH, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng BĐS dân cư sẽ tăng trưởng mạnh 143.3% svck trong năm 2026 và tăng nhẹ 3.3% svck trong năm 2027

**Hình 12: Chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS dân cư sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2026–27, phần lớn nhờ dự án KĐT Trảng Cát**



Nguồn: KBC, VPBankS Research

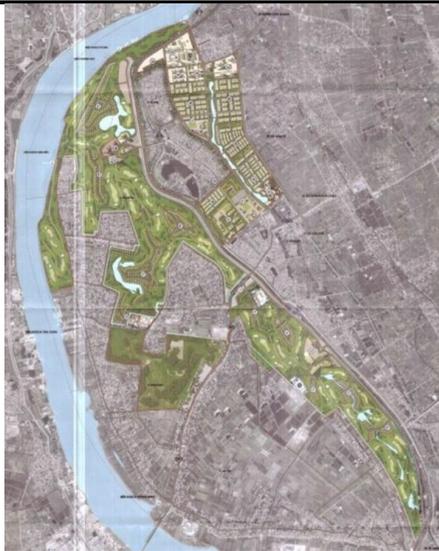
**Dự án Trump International Hưng Yên là động lực tăng trưởng tiềm năng trong tương lai**

Dự án KĐT sân golf Khoái Châu được tập đoàn The Trump Organization đề xuất từ tháng 9/2024 trên tinh thần hợp tác với tỉnh Hưng Yên. Ngày 16/5/2025, dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư và đã tổ chức lễ khởi công vào ngày 21/5/2025. Giai đoạn 1 của

dự án có quy mô khoảng 558ha. Tính đến cuối năm 2025, Dự án đã đền bù giải phóng mặt bằng được khoảng 100ha và đang tiếp tục được UBND tỉnh Hưng Yên hỗ trợ đẩy nhanh tiến độ đền bù.

Chúng tôi kỳ vọng dự án này tương lai sẽ mang nhiều lợi nhuận cho KBC khi chi phí đền bù kỳ vọng không cao do vị trí dự án không dính nhiều đất ở dân cư nhưng giá bán kỳ vọng cao nhờ hưởng lợi từ tiện ích sân golf thương hiệu quốc tế và việc xây dựng đường vành đai 4 TP. Hà Nội và Cầu Mễ Sở, nối Hưng Yên và Hà Nội. Tuy nhiên do dự án mới chỉ ở các bước pháp lý và triển khai ban đầu cũng như chưa có kế hoạch kinh doanh cụ thể, chúng tôi chưa đưa định giá theo chiết khấu dòng tiền của dự án này vào mô hình định giá.

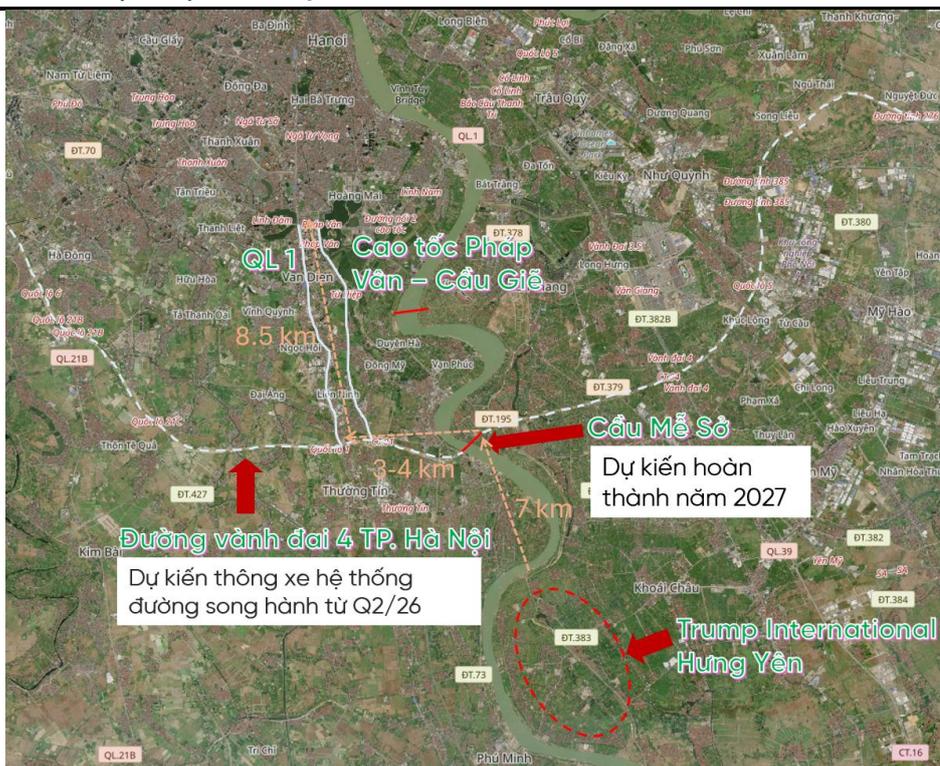
**Hình 13: Thông tin dự án Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái, sân golf Khoái Châu/Trump International Hưng Yên**



- Chủ đầu tư: liên danh CTCP Tập đoàn Đầu tư và Phát triển Hưng Yên (KBC sở hữu 93,9%) và IDG Group (đại diện Trump Organization)
- Vị trí: Châu Ninh, Khoái Châu và Chí Minh, tỉnh Hưng Yên
- Tổng diện tích: 990,4ha (giai đoạn 1 quy mô 558ha)
- Diện tích đất ở: 219,8ha
- Tổng mức đầu tư dự kiến: 39.787 tỷ đồng
- Chi phí đền bù dự kiến: 4.100 tỷ đồng
- Tiến độ: Q2/25-Q2/29

Nguồn: Báo Hưng Yên, VPBankS Research

**Hình 14: Vị trí dự án Trump International**



Nguồn: Copernicus (Sentinel-2), VPBankS Research

## ĐỊNH GIÁ

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 39,400 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị mua cho cổ phiếu KBC với giá mục tiêu là 39,400 đồng/cp. Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần:

- Với các dự án BĐS KCN: Áp dụng phương pháp DCF cùng giả định WACC là 11.3% với các dự án đã và đang triển khai.
- Với các dự án BĐS dân cư: Áp dụng phương pháp P/B hoặc ghi nhận giá trị sổ sách với các dự án đang vướng pháp lý hoặc chưa có kế hoạch kinh doanh cụ thể; Áp dụng phương pháp DCF với các dự án kỳ vọng mang lại doanh thu/dòng tiền trong giai đoạn 2026–28.

**Hình 15: Định giá công ty theo phương pháp định giá từng phần (SOTP)**

Dự án	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)
<b>BDS KCN</b>		
Tân Phú Trung	DCF	2,495
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	DCF	1,352
Trang Duệ 3	DCF	4,835
Lộc Giang	DCF	1,218
Kim Thành 2	DCF	616
Quế Võ mở rộng 2	DCF	1,779
khác	DCF, BV	1,173
<b>BDS dân cư</b>		
KĐT Phúc Ninh	P/B	1,909
KĐT Trảng Cát	DCF	18,797
KĐT Trảng Duệ	DCF	469
Central poin Hải Phòng	DCF	591
Khác	BV	5,948
<b>(+)</b>		
Tiền và tương đương tiền	BV	8,369
Đầu tư tài chính ngắn hạn	BV	4,189
Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết	P/B	11,597
Tài sản khác	BV	2,332
<b>(-)</b>		
Nợ vay	BV	28,638
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	1,925
<b>Giá trị doanh nghiệp (RNAV)</b>		<b>37,106</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr)		942
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>		<b>39,400</b>

Nguồn: KBC, VPBankS Research

**Hình 16: Các giả định tính WACC**

Chi phí vốn bình quân (WACC)	11.3%
Phần bù rủi ro thị trường	8.7%
Lãi suất phi rủi ro	4.2%
Beta	1.1
Chi phí VCSH	14.1%
Chi phí vay	11.0%
Tỷ trọng nợ vay	51.7%
Tỷ trọng VCSH	48.3%

Nguồn: VPBankS Research

**Hình 17: Phân tích độ nhạy giá cổ phiếu với giá bán khởi điểm và năm bàn giao đất tại KĐT Trảng Cát**

Năm bàn giao	Giá bán khởi điểm				
	20	23	25	28	30
2026	35,000	37,600	39,400	42,000	43,700
2027	32,700	35,000	36,500	38,800	40,300
2028	31,000	33,100	34,400	36,500	37,800

Nguồn: VPBankS Research

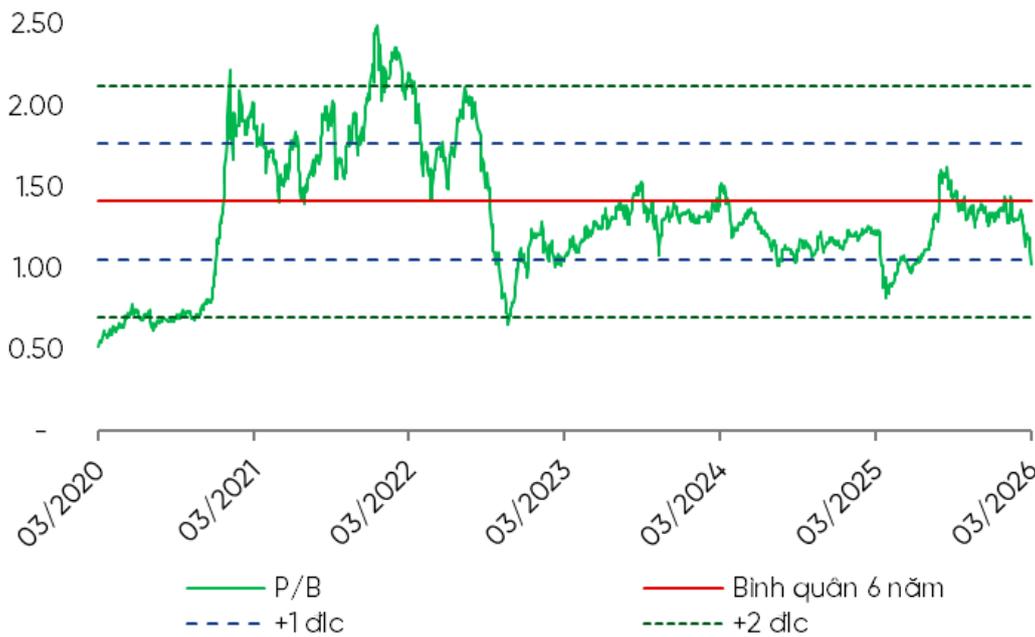
**Hình 18: Phân tích độ nhạy giá cổ phiếu với giả định WACC**

WACC	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%	12.3%
Giá mục tiêu	41,600	40,500	39,400	38,400	37,500

Nguồn: VPBankS Research

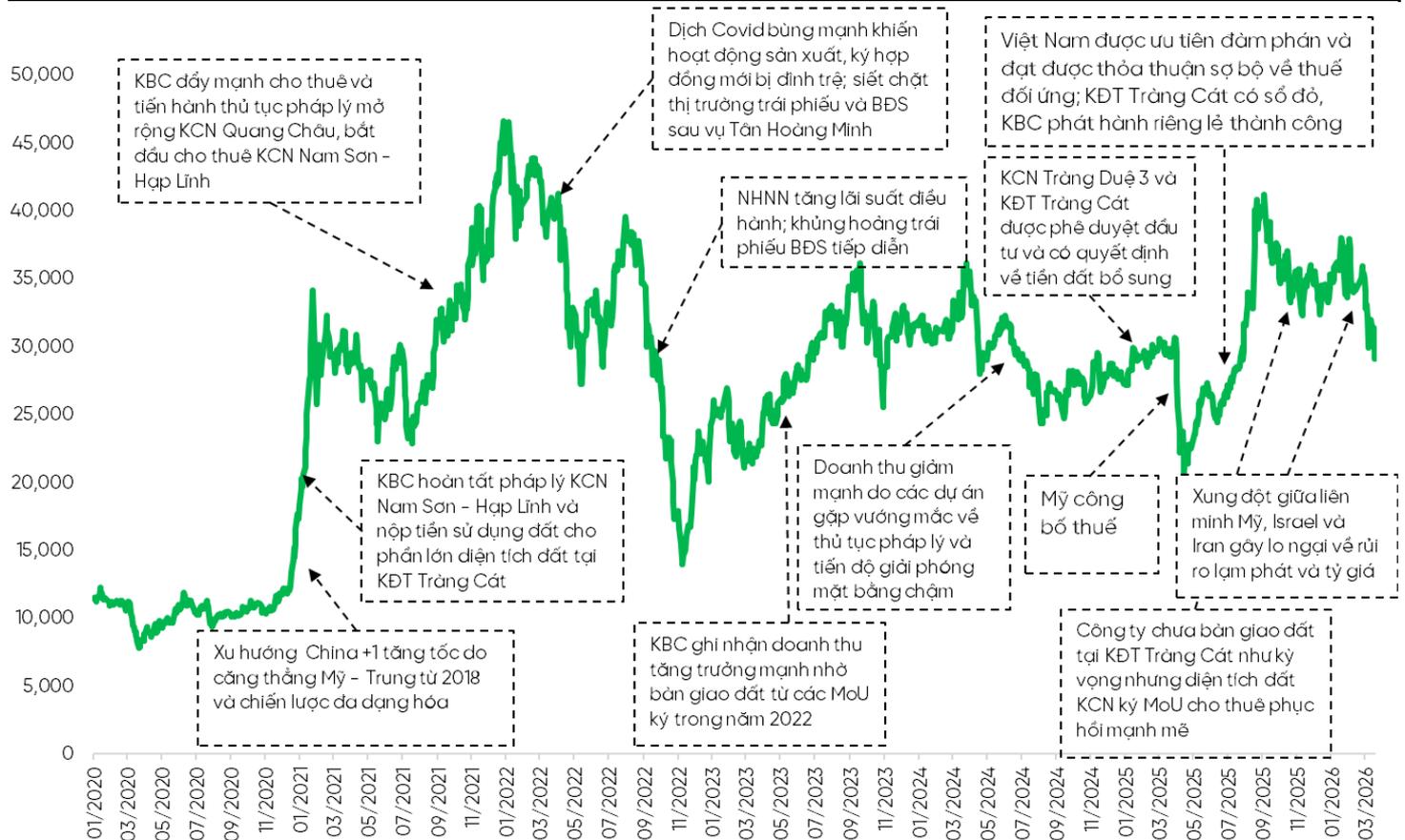
Giá cổ phiếu KBC hiện đang giao dịch với P/B hiện tại là 1.05 và P/B 2026 là 0.95, thấp hơn 25.5% so với trung bình 6 năm gần nhất (1.41). Định giá 39,400 đồng/cp của chúng tôi tương đương với mức P/B 2026 là 1.35.

**Hình 19: P/B của KBC trong 6 năm qua**



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

**Hình 20: Diễn biến giá cổ phiếu KBC những năm qua**



Nguồn: FiinPro, VPBankS Research tổng hợp

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2024	2025	2026	2027
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	36,075	55,046	56,049	58,519
Tiền & đương tiền	6,566	8,369	3,944	4,594
Đầu tư ngắn hạn	1,858	1,878	1,876	1,874
Phải thu ngắn hạn	13,309	17,215	16,299	15,429
Hàng tồn kho rỗng	13,850	27,073	33,393	36,059
Tài sản ngắn hạn khác	493	511	537	563
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	8,655	14,536	15,188	15,887
Khoản phải thu dài hạn	1,366	917	917	917
Tài sản cố định	1,140	4,715	5,110	5,546
Bất động sản đầu tư	1,292	1,107	1,172	1,244
Tài sản đang dở dài hạn	731	4,201	4,621	5,083
Đầu tư tài chính dài hạn	4,817	7,732	7,924	8,116
Tài sản dài hạn khác	40	65	65	65
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	44,730	69,581	71,237	74,406

<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	24,085	42,855	41,709	40,876
<b>Nợ ngắn hạn</b>	7,093	11,948	12,258	12,677
Vay nợ ngắn hạn	371	2,287	2,516	2,767
Phải trả ngắn hạn khác	6,721	9,661	9,742	9,910
<b>Nợ dài hạn</b>	16,992	30,908	29,451	28,199
Vay nợ dài hạn	9,741	26,351	25,034	23,782
Phải trả dài hạn khác	7,251	4,557	4,417	4,417
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	20,645	26,726	29,528	33,530
Cổ phiếu phổ thông	7,676	9,418	9,418	9,418
Thặng dư vốn cổ phần	2,744	5,163	5,163	5,163
LNST chưa phân phối	4,811	6,884	9,566	13,429
Các quỹ	2	12	12	12
Khác	3,325	3,325	3,325	3,325
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,087	1,925	2,045	2,183
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	44,730	69,581	71,237	74,406

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	2024	2025	2026	2027
<b>Doanh thu thuần</b>	2,776	6,687	10,547	12,269
Giá vốn hàng bán	(1,492)	(3,497)	(5,613)	(5,720)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	1,283	3,190	4,934	6,549
Chi phí bán hàng	(98)	(162)	(322)	(322)
Chi phí QLDN	(460)	(591)	(621)	(627)
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	934	2,601	3,270	4,872
Doanh thu tài chính	451	679	400	277
Chi phí tài chính	(259)	(706)	(1,313)	(1,198)
Lợi nhuận khác rỗng	(211)	328	322	323
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	16	192	192	192
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	726	2,933	3,593	5,197
Chi phí thuế	(299)	(721)	(790)	(1,195)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	423	2,208	2,802	4,001
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	41	105	120	138
<b>Lợi nhuận ròng</b>	382	2,104	2,682	3,863

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2024	2025	2026	2027
CFO	1,152	(17,344)	(4,105)	1,156
CFI	(1,874)	(3,575)	769	493
CFF	6,447	22,721	(1,089)	(1,000)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	5,725	1,802	(4,424)	649

## **TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM**

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

## **Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank**

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: [cskh@vpbanks.com.vn](mailto:cskh@vpbanks.com.vn)

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

## **Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu**

Email: [equityresearch@vpbanks.com.vn](mailto:equityresearch@vpbanks.com.vn)